

**ლამარა ქოქიაური**

**ინვესტიციის ბაზარი:  
არსი. უორგირება.  
ბანეითარება**

**თბილისი  
2009**

UDC(უკ) 336.714  
ქ.695

**ლამარა ქოქიაური** – ინვესტიციის ბაზარი: არსი. ფორმირება. განვითარება. თბილისი, თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი. 2009. გვ.36.

რედაქტორი:

**იაკობ მესხია** – ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი, პროფესორი.

რეცენზენტები:

**ბივი გამსახაურდია** – ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი, პროფესორი

**ნანა შონია** – ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი, პროფესორი.

წიგნში „ინვესტიციის ბაზარი: არსი. ფორმირება. განვითარება“ შესწავლილია საინვესტიციო-სფეროს უზნიშნელოვანესი რგოლის – ინვესტიციის ბაზრის არსი და მექანიზმი, მოცემულია ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების დახასიათება; განხილულია ფასწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციების სახეები, ინვესტიციის ბაზრის კონონექტურა და მისი გამოკვლევის მექანიზმი; აქვეა განზოგადოებული ინვესტიციის ბაზრის კონცეფციები და მოდელები.

შრომაში მიზანშეწონილად ვცანით წარმოგვედგინა ზოგადად ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები, მათი კლასიფიკაცია; ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გლობალური ფინანსური კრიზისის გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე; ფინანსური ინსტიტუტები, მათი სახეები და ფუნქციები; ცალკე თავად არის წარმოდგენილი როგორც პირველადი, ისე წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები.

„ინვესტიციის ბაზარი: არსი. ფორმირება. განვითარება“ შრომათა ციკლის „საინვესტიციო საქმიანობის საფუძვლების“ მორიგი ნამუშევარია და განკუთვნილია ბაკალავრების მაგისტრანტების, დოქტორანტების, უმაღლესი სკოლების პედაგოგებისა და მეცნიერ-მკვლევართათვის. იგი საინტერესო იქნება აღნიშნული საკითხებით დაინტერესებულ მკითხველთა ფართო წრისათვისაც.

შრომა იბეჭდება თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის საგამომცემლო საბჭოს დადგენილებით (2009 წელი, მარტი).

© **ლამარა ქოქიაური**

ISBN 978-9941-0-1262-4



**LAMARA QOQIAURI**

**INVESTMENT MARKET:  
ESSENCE, FORMATION,  
DEVELOPMENT**

**TBILISI  
2009**

UDC(773) 336.714  
j.695

**I.AMARA QOQIAURI - Investment Market: Essence, Formation, Development**  
Tbilisi; Tsu, 2009 p.536

**Editor:**

**Jakob Meskhia**      Doctor of economics,  
professor

**Reviewer:**

**Givi Gamsakhurdia**      Doctor of economics,  
professor .

**Nana Shonia**      Acad. doctor of economics,  
professor

In the book “Investment Market: Essence, Formation, Development” we learn one of the most important ranges of the investment domain – essence and mechanism of the investment market; we represent characteristic of basic financial instruments of the market; A mechanism of price formation and kinds of operations are discussed; we touch upon conjuncture of the investment market and a mechanism of its researching; we also generalize conceptions and models of the investment market.

We considered it to be expedient to represent necessity and possibilities of existence of financial markets, also their classification; modern tendencies of developing financial markets, influence of global fiscal crisis upon financial markets; financial instruments, their kinds and functions; we represent as initial, so produced financial instruments in separate chapter.

“Investment Market: Essence, Formation, Development” is following book of the cycle of works: “Foundations of the Investment Activities” and is intended for bachelors, masters and, high school teachers and also scientist-investigators. It will be interesting for wide circle of readers interested in these questions.

The work is printed by the resolution of the faculty of Economics and Business of Tbilisi State University editorial publishing council (2009, march).

© I.AMARA QOQIAURI  
ISBN 978-9941-0-1262-4

<b>შინაარსი ქართულ ენაზე.....</b>	<b>5</b>
<b>შინაარსი ინგლისურ ენაზე.....</b>	<b>8</b>
<b>შესავალი.....</b>	<b>11</b>
<b>პირველი თავი ფინანსური ბარემო: ბაზრები, დაწესებულებები და საპროცენტო ბანაკვითები</b>	<b>16</b>
1.1. ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები ფირმის საქმიანობის კონტექსტში.....	17
1.2. ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები.....	23
1.3. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაცია.....	25
1.4. ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები.....	42
1.5. მსოფლიო ფინანსური კრიზისის გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე.....	45
1.6. ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში.....	79
<b>კითხვები საშინაო დავალებისა და გამომრებისათვის რეკომენდებული ლიტერატურა.....</b>	<b>92</b>
<b>მეორე თავი. ფინანსური ინსტიტუტები, მათი სახეები და ფუნქციები.....</b>	<b>94</b>
2.1. ფინანსური ინსტიტუტების არსი და ფუნქციები.....	95
2.2. კაპიტალის მოზიდვის პროცესი.....	100
2.3. საინვესტიციო ინსტიტუტების სახეები და ფუნქციები.....	103
2.4. ფინანსური შუამავლების ძირითადი ჯგუფები.....	108
2.5. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და მათი საქმიანობის სახეები.....	118
2.6. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინდიკატორები.....	128
<b>კითხვები საშინაო დავალებისა და გამომრებისათვის რეკომენდებული ლიტერატურა.....</b>	<b>132</b>
<b>მესამე თავი. ფინანსური ინსტრუმენტები</b>	<b>135</b>
3.1. ფინანსური ინსტრუმენტების არსი, სახეები, კლასიფიკაცია ...	136
3.2. პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები.....	143
3.3. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები.....	150
3.3.1. სპეკულირება და ჰეჯირება.....	152
3.3.2. ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები.....	153
3.3.3. ოპციონები.....	162
3.3.4. რეპო-ოპერაციები (Repurchase Agreement, REPO).....	179

3.4.ფინანსური ინსტრუმენტების როლი ფირმის საინვესტიციო მიზნადღეულობის შეფასებაში.....	180
კითხვები საშინაო დავალებიდან და გამეორებისათვის	184
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	185

<b>მეოთხე თაჱი.ინვესტიციის ბაზრის არსი და მისი უწყვეტიონირობის მექანიზმი .....</b>	<b>186</b>
4.1.საინვესტიციო პროცესი და ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი	187
4.2.ინვესტიციის ბაზრის ცნება და მისი სახეების დახასიათება	208
4.3.ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები და მათი ფუნქციები ....	226
4.4.ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების დახასიათება .....	238
კითხვები საშინაო დავალებიდან და გამეორებისათვის	249
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	250

<b>მეხუთე თაჱი. ფასწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე ...</b>	<b>252</b>
5.1. ფასების როლი ინვესტიციის ბაზრის წონასწორობაზე და მისი ფორმირების მექანიზმი .....	253
5.2.საწარმოს გარიგებების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე.....	269
5.3.საწარმოს ძირითადი ოპერაციების დახასიათება ინვესტიციის ბაზარზე .....	285

კითხვები საშინაო დავალებიდან და გამეორებისათვის	296
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	297

<b>მეექვსე თაჱი. საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მექანიზმი საბაზრო ეკონომიკაში .....</b>	<b>298</b>
6.1.ინვესტიციის ბაზარი, როგორც საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების საშუალება .....	299
6.2.საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება .....	305
6.3.საინვესტიციო პროცესის ინფრასტრუქტურა.....	321

კითხვები საშინაო დავალებიდან და გამეორებისათვის	333
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	334

<b>მეშვიდე თავი. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურა და მისი გამოკვლევის მეთოდები</b>	<b>335</b>
7.1. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ცნება და მისი კვლევის პრინციპები .....	336
7.2. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ტექნიკური ანალიზის მეთოდები .....	344
7.3. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები .....	358
კითხვები საშინაო დავალებისა და გამომოწმებისათვის	366
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	367

<b>მერვე თავი. ინვესტიციის ბაზრის კონცეფციები და მოდელები</b> .....	<b>369</b>
8.1. ინვესტიციების თეორიის გენეზისი ეკონომიკური აზრის ევოლუციის პროცესში .....	370
8.2. ინვესტიციების თანამედროვე კონცეფციები და მოდელები .....	377
8.8. ინვესტიციის თეორიის მაკროეკონომიკური ასპექტები .....	404
8.4. ინვესტიციების თეორიის მიკროეკონომიკური ასპექტები .....	418
8.5. საბაზრო გარემოში საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელი .....	440
8.6. საწარმოს ინვესტიციურ ქცევაზე მოქმედი მაკროეკონომიკური ფაქტორები .....	450
კითხვები საშინაო დავალებისა და გამომოწმებისათვის	478
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	481

<b>მეხმარე თავი. ინვესტიციის ბაზრის ბანკოთმართვის ძირითადი მიმართულებები</b>	
<b>საქართველოს ბარდამავალ ეკონომიკაში</b> .....	<b>483</b>
9.1. მცირე და საშუალო ბიზნესის ინვესტიციური მხარდაჭერის არსებული მდგომარეობა და მისი გაუმჯობესების ღონისძიებები	484
9.2. ინვესტიციური საქმიანობის დაფინანსების ახალი ტენდენციები და კერძო საინვესტიციო დაფინანსება .....	500
9.3. ინვესტიციისა და ინოვაციის ბაზრების ურთიერთობის განვითარება .....	509
კითხვები საშინაო დავალებისა და გამომოწმებისათვის	533
რეკომენდებული ლიტერატურა .....	534

<b>CONTENT IN GEORGIAN .....</b>	<b>5</b>
<b>CONTENT IN ENGLISH .....</b>	<b>8</b>
<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>11</b>
<b>CHAPTER 1: FINANCIAL SURROUNDINGS:</b>	
<b>MARKETS, INSTITUTIONS AND PERCENTAGE RATES .....</b>	<b>16</b>
1.1. Financial markets and institutions in the context of the activity of a firm .....	17
1.2. Necessity and possibilities of existence of financial markets ..	23
1.3. Classification of financial markets .....	25
1.4. Modern tendencies of developing financial markets .....	42
1.5. Influence of global financial crisis upon financial markets	45
1.6. Peculiarities of investment crisis in Georgia .....	79
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>92</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>93</b>
<b>CHAPTER 2: FINANCIAL INSTITUTIONS, THEIR</b>	
<b>KINDS AND FUNCTIONS .....</b>	<b>94</b>
2.1. Essence and functions of financial institutions .....	95
2.2. A process of attracting capital .....	100
2.3. Kinds and functions of the investment institutions .....	103
2.4. Basic groups of financial mediators .....	108
2.5. Participants of security market and kinds of their activities .....	118
2.6. Indicators of security market .....	128
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>132</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>133</b>
<b>CHAPTER 3. FINANCIAL INSTRUMENTS .....</b>	
3.1. Essence, kinds and classification of financial instruments .	136
3.2. Initial financial instruments .....	143
3.3. Produced financial instruments .....	150
3.3.1. Speculation and hedging .....	152
3.3.2. Forward and future contracts .....	153
3.3.3. Options .....	162
3.3.4. REPO-operations (Repurchase Agreement, REPO) .....	179
3.4. Role of financial instruments in estimation of investment attractiveness of a firm .....	180
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>184</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>185</b>

<b>CHAPTER 4: ESSENCE OF THE INVESTMENT MARKET AND A MECHANISM OF ITS FUNCTIONING .....</b>	<b>186</b>
4.1. Investment process and a mechanism of investment market .....	187
4.2. Characteristic of an investment market and its kinds .....	208
4.3. Participants of the investment market and their functions .....	226
4.4. Characteristic of basic financial instruments of the investment market .....	238
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>249</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>250</b>
<b>CHAPTER 5: A MECHANISM OF PRICE FORMATION AND KINDS OF OPERATIONS AT AN INVESTMENT MARKET .....</b>	<b>252</b>
5.1. Role of values in balancing of the investment market and a mechanism of its formation .....	253
5.2. Kinds of enterprise agreements at the investment market .....	269
5.3. Characteristic of basic operations of an enterprise at the investment market .....	285
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>296</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>297</b>
<b>CHAPTER 6: A MECHANISM OF REALIZING INVESTMENT ACTIVITIES IN THE MARKET ECONOMY .....</b>	<b>298</b>
6.1. Investment market, as the means for realizing investment activities .....	299
6.2. Investment request and distribution .....	305
6.3. Infrastructure of the investment process .....	321
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>333</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>334</b>
<b>CHAPTER 7: CONJUNCTURE OF THE INVESTMENT MARKET AND A MECHANISM OF ITS RESEARCHING .....</b>	<b>335</b>
7.1. A concept of conjuncture of the investment market and principles of its researching .....	336
7.2. Methods of technical analyzing of the investment market .....	344
7.3. Methods of fundamental analyzing of the investment market .....	358
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>366</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>367</b>

<b>CHAPTER 8: CONCEPTIONS AND MODELS OF THE INVESTMENT MARKET .....</b>	<b>369</b>
8.1. Genesis of the investment theory in the process of evolution of the economical idea .....	370
8.2. Modern conceptions and models of investments .....	377
8.3. Macroeconomic aspects of the investment theory .....	404
8.4. Microeconomic aspects of the investment theory .....	418
8.5. A model of investment behavior in the market surrounding .....	440
8.6. Macroeconomic factors influencing upon investment behavior of the enterprise.....	450
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>478</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>481</b>
<b>CHAPTER 9: BASIC DIRECTIONS OF DEVELOPING INVESTMENT MARKET IN TRANSITIVE ECONOMY IN GEORGIA .....</b>	<b>483</b>
9.1. Existed situation in investment supporting of small and middle businesses and activities for its improvement ...	484
9.2. New tendencies of financing investment activities and private investment financing.....	500
9.3 Development of relation of Investment and innovative markets	509
<b>QUESTIONS AND HOMEWORK FOR SELF-CONTROL .....</b>	<b>533</b>
<b>RECOMMENDED LITERATURE .....</b>	<b>534</b>



## შეხვედრა

იბრიგკეში და მეკარდტი „ფინანსური მენეჯმენტის“ ენციკლოპედიურ სახელმძღვანელოში ზაზასმით მიუთითებენ, რომ „ფინანსების სფერო სამი ურთიერთდაკავშირებული სფეროსაგან შედგება: 1. ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები; 2. ინვესტიციები; 3. ფინანსების ოპერატიული მართვა“<sup>1</sup>. უფრო ფართოდ კი ასე განმარტავს: ფინანსისტი თავის კარიერას უკავშირებს: 1. საფონდო ბაზრების (Capital markets) და ფულის ბაზრების (money markets), აგრეთვე საფინანსო დაწესებულებების, ინსტიტუტების (financial institutions) და ამ ბაზრებზე მომუშავეებს; 2. ცალკე ფიზიკური და იურიდიული პირების მიერ ფორმირებულ პორტფელის (portfolios) აგების ამოცანებს; 3. კორპორაციული ფინანსების (corporate finance) სფეროს, რომელიც ცალკეული ფორმების ძლიერ ინვესტიციური პროექტების შესახებ მიღებულ გადაწყვეტილებებსაც მოიცავენ.<sup>2</sup>

ფინანსური მენეჯმენტის ზემოთ აღნიშნული სამივე განშტოება აუცილებელი და მნიშვნელოვანია, ისინი ურთიერთდაკავშირებულია და ურთიერთგანპირობებულია. ჩვენ ამ ტრიადიდან – ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები, ინვესტიციები, ფინანსების ოპერატიული მართვა, – ინვესტიციები ჩვენს მეცნიერული კვლევის მთავარ ღერძად გამოვყავით და შეძლებისდაგვარად შევისწავლეთ. გამოვეცით სათანადო მეცნიერული ნაშრომები,<sup>3</sup> ნაწილობრივ შევეხეთ პირველ სფეროსაც, კერძოდ ყურადღება გავამახვილეთ ფულად ნაკადებზე და ფასიან ქაღალდებზე.<sup>4</sup>

წინამდებარე ნაშრომში შევეცდებით მეტი ყურადღება დაეთმოთ საფონდო, ფულადი და ინვესტიციის ბაზრების პრობლემებს; გადმოვცეთ ფინანსური ინსტიტუტებისა და ინსტრუმენტების არსი, ფუნქციონირება და განვითარება,<sup>4</sup> ფასწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციის სახეები

<sup>1</sup> Бризхем Юджин Ф., Эрхардт Майкл С. Финансовый менеджмент: Пер с англ. – СПб.: Питер, 2005, გვ. 57.

<sup>2</sup> იქვე, გვ. 26-27.

<sup>3</sup> ჯოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე“. 2002; ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თსუ. 2007; საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. 2 ტომად. თბ.: თსუ, 2008; საქართველოში ინვესტიციის ბაზრის ჩამოყალიბებისა და განვითარების კონცეფცია. თბ., 2002 და ა. შ.

<sup>4</sup> ჯოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: „პოლიგრაფი“, 2005; ფულადი ნაკადების მართვა და დისკონტური ანალიზი. (ლექციების კურსი). თბ.: თსუ. 2008 და სხვ.

ინვესტიციის ბაზარზე; კიდევ ერთხელ შევეცდებით ავხსნათ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მექანიზმი საბაზრო ეკონომიკაში; პირველად ქართულ ეკონომიკურ სივრცეში გადმოვიკვლო ინვესტიციის ბაზრის კონსტრუქტურა და მისი კვლევის მექანიზმი; შრომაში მოზანშეწონილად ვცაინით ადგილი დაგვეთმო აგრეთვე ინვესტიციის ბაზრის შესახებ კონცეფციებისა და მოდელებისათვის.

ამ შრომის ერთგვარი გაგრძელება იქნება „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“. დღემდე ჩვენ ინვესტიციის ბაზრის კვლევის პროცესში დიდ ყურადღებას ვუთმობდით ინვესტიციის ბაზრის რეალურ და ინტელექტუალურ მდგენელებს, ამას სხვადასხვანაირი ახსნა მოეძებნება. პირველი ის, რომ საქართველოში ასე თუ ისე ეს ორივე სფერო მეტნაკლებად ვითარდება; მეორეც, ფასიანი ქაღალდების ბაზარმა ვერა და ვერ მოიკიდა ფეხი ჩვენს ქვეყანაში, ვერც თეორიულად და ვერც პრაქტიკულად. დღეისათვის თუ არ ჩავთვლით რამოდენიმე საკანდიდატო დისერტაციას და გამოქვეყნებულ ნაშრომს, სერიოზული ფუნდამენტური კვლევა ინვესტიციის ბაზრის ამ სეგმენტში ფაქტიურად არ მიმდინარეობს.<sup>1</sup>

თითქმის ვაკუუმში შეიქმნა ფასიანი ქაღალდების არსის, კლასიფიკაციის, ბაზრის, აღარაფერს ვამბობთ მისი ეკონომიკური ანალიზის, განვითარების პერსპექტივების შესახებ. არა და ინვესტიციების „სამყაროში“ კვლევა-ძიების უდიდესი წილი სწორედ ფასიანი ქაღალდების შესწავლაზე მოდის.<sup>2</sup>

აღრეც ავლინებზე ერთ-ერთ სახელმძღვანელოში (თუ არ ვცდები): ეკონომიკური სამყარო, მითუმეტეს ჩემთვის საინტერესო საკვლევი სფეროები ძალზე დიდი და მრავალმხრივია: საბანკო საქმე, ინვესტიციები, ინტელექტუალური კაპიტალი, მენეჯმენტი, ახლა კიდევ ფასიანი ქაღალდები... ერთი ადამიანის სიცოცხლე ნამდვილად ვერ მოასწრებს

<sup>1</sup> შონია ნ., გუგეშაშვილი თ., ლავთაძე გ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. ქუთაისი, აწერეთლის სახ. სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2004; ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიანხლე“. 2003; შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების საკითხები საქართველოში. გორი, 1997 და სხვ.

<sup>2</sup> Шарп У., Александр Г., Бейлин Д. Инвестиции. Пер с англ. М.: Финансы и статистика. 2006; Бригхем Ю., Гапенский Л. Финансовый менеджмент. Пер с англ. М.: “Экономическая школа”, 2005; Бригхем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: Пер с англ. – СПб.: Питер, 2005.

ამდენს. უჩაქობ, მაგრამ მაინც. აქ მშველელად ჩემი მოწაფეები, მაგისტრები, დოქტორანტები შევარჩიე. ვიძელოვნებ, ჩვენი ერთობლივი მუშაობით შედეგი ცუდი არ იქნება.

ვსარგებლობ შემთხვევით და მადლობას მოვასხენებ ჩემს ღირსეულ მაგისტრანტს ცოტნე კულაიას, რომელმაც დიდი დახმარება გამიწია მსოფლიო ფინანსური კრიზისის საკითხებზე მუშაობის პროცესში.

ჩვენს ქვეყანაში უკანასკნელ პერიოდადღე ფართოდ გამოიყენებოდა საუკეთესო უცხოური სახელმძღვანელოები, უკეთეს შემთხვევაში მათი თარგმანები. ვფიქრობთ დადგა დრო მოვამზადოთ ხარისხიანი სამამულო სახელმძღვანელოები. მითუმეტეს უნივერსიტეტის პედაგოგიურ კორპუსს მოგვეცა ამის რეალური შესაძლებლობა – შევექმნათ საბაკალავრო და სამაგისტრო განათლების თანამედროვე მოთხოვნების შესაბამისი სახელმძღვანელოები.

ამავე გარემოებამ გამოიწვია აღნიშნულ დისციპლინაში სილაბუსი-პროგრამის შექმნა, რათა სტუდენტებს გაუადვილდეთ სასურველი მასალის მოძიება, შესწავლა, შემდგომი მუშაობა.

და კიდევ ერთი – მართალია შევეცადეთ შეგვენარჩუნებინა სახელმძღვანელოების შედგენის საყოველთაოდ მიღებული სტილი, მაგრამ ზოგჯერ მაინც მოგვიწია ამა თუ იმ საკვანძო საკითხზე ჩვენი მოკრძალებული აზრის გამოთქმა და წინადადების წამოყენება.

მოცემული შრომის აგების ლოგიკა და მისი ძირითადი მასალები აპრობირებულია ავტორის მიერ „ინვესტირების საფუძვლების“ კურსის სწავლების პროცესში უმაღლესი სასწავლებლების სტუდენტებისათვის. ასევე პრაქტიკული სემინარების ჩატარებისას საწარმოს ხელმძღვანელებთან და საინვესტიციო მენეჯერებთან, რიგ კომპანიებთან და ფირმებთან უშუალო თანამშრომლობის დროს.

ავტორი იმედს გამოთქვამს, რომ რეკომენდაციები, რომელიც ამ წიგნშია მოცემული, პრაქტიკულ დახმარებას აღმოუჩენს საწარმოებს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლებაში და გამოყენებული იქნება საინვესტიციო მენეჯერების ახალი თაობის მომზადების საქმეში.

წინააღმდეგარე ნაშრომი გამოდის ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკური პროფილის სახელმძღვანელოების სერიით. იგი მიმართულია საუნივერსიტეტო ეკონომიკური განათლების შინაარსისა და სტრუქტურის განახლებისაკენ; რამეთუ მთლიანად უნივერსიტეტში და კერძოდ ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტზე დიდი მუშაობა

ტარდება განათლების რეფორმის წარმატებით გატარებისა და ბოლონის ქვეყნებთან მიერთების პროცესის დაჩქარების მიმართულებით.

ეს პროცესი შეუქცევადია და დიდ ძალისხმევას მოითხოვს თვითოეული ჩვენთაგანისაგან. ჩემი, როგორც უმაღლესი სკოლის პედაგოგისა და მეცნიერის მისა ჩვენი სახელოვანი სტუდენტებისათვის თანამედროვე სახელმძღვანელოების, სამეცნიერო პუბლიკაციების და დროის შესატყვისი პროგრამების შექმნა- გამოყენებაში დაეინახე. ერთს კიდევ დავამატებთ: ჩვენს მიერ შემოთავაზებული წიგნი, სხვა ადრე გამოცემული მონოგრაფიების და სახელმძღვანელოების მსგავსად, პრობლემატიკის ყველა დასმულ კითხვაზე პასუხს ვერ გასცემს. ჩვენ სხვაგვარად ვესაბამთ საკითხს: ვიმედოვნებთ, სტუდენტებს, მაგისტრებს, ყველა გონიერ მკითხველს მისი გაცნობის შემდეგ დაებადება სერიოზული კითხვები, რომელთა პასუხების მოძებნა მოუწევთ სხვა მონათესავე შრომებსა და მეცნიერულ წყაროებში. მონოგრაფიების, მონოგრაფიული ხასიათის სახელმძღვანელოების, ენციკლოპედიების, ვირტუალური მასალების მუდმივი ძიება, ამ სფეროში ცოდნის შეძენის და უსასრულოდ შევსების მუდმივ პროცესშიც ვხედავთ ჩვენი, როგორც ავტორის მისიას.

თუ რამდენად მივალწიეთ ჩვენს მიზანს, ამ წიგნების მომხმარებლებისათვის მოგვიჩნდია. როგორც ყოველთვის, ნაშრომი დაზღვეული არ იქნება ნაკლოვანებებისაგან. ამგვარი პრეტენზია არასოდეს გექონია და არც გვაქვს. ყველა შენიშვნას, კონსტრუქციულ კრიტიკას, საქმიან წინადადებას, კეთილ სურვილებს დიდი ყურადღებით მოვისმენთ და გავითვალისწინებთ ჩვენს შემდგომ მუშაობაში. შენიშვნები და წინადადებები შეიძლება გამოგზავნილი იქნეს თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტში ან უშუალოდ ავტორთან მისამართზე: [qoqiauri@yahoo.com](mailto:qoqiauri@yahoo.com); (899) 906011

*გ მაღლობთ.*

*ლამარა ქოქიაური*

*14 მარტი 2009 წელი*

სახელმძღვანელოზე მუშაობისას გამოყენებული  
ძირითადი ლიტერატურა

ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო.  
თბ.: გამომც. „ვერუე“, 2007.

კოვზანაძე ი. კომერციული საქართველოს ბანკების  
ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ,  
2002.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა,  
პრაქტიკა. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე“. 2002;

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.:  
თსუ, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა.  
2 ტომად. თბ.: თსუ, 2008.

ცაავა გ., ბიწაძე ბ., ლიპარტია ზ. ფინანსური  
მენეჯმენტი. აფხაზეთის მეცნ. აკად. გამომცემლობა, 2006.

ჯიბუტი გ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.  
თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე“. 2003;

- შონია ლ., გუგუშვილი., ღავთაძე გ. ფასიანი ქაღალდების  
ბაზარი. ქუთაისი. ქსუ. 2004;

Бриггем Юджин Ф., Эрхардт Майкл С. Финансовый  
менеджмент: Пер с англ. – СПб.: Питер, 2005.

Киселёв В.В. Финансовый менеджмент: СПб: изд-во  
“Питер”, 2005

Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д.У.  
Финансовые институты, рынки и деньги. СПб: изд-во  
“Питер”, 2008.

Bogic Z., Kane A., Marcus A. J. Essentials of investments. Irvin.  
Mc Crow - Hill, 2001.

Williams J.B. The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.:  
Harvard Univ. Press. 1938.

Van Horne J.C. Financial Management and Policy, Prentice-Hall. 1995.

## პირველი თავი. ფინანსური გარემო: გაზრები, დანახვებები და სავაჭრო ბანკები

ამ თავის გახმოვანების შემდეგ თქვენ წარმოგვინათ შედეგები:

- ფინანსური გაზრების და ინსტიტუტების არსებობა და აღვიწახა ქვეყნის საფინანსო სისტემაში;
- ფინანსური გაზრების სახეობები;
- ფინანსური ნაკადების არსებობა, რომელიც ერთიგვარადან აკავშირებს ფირმასა და კაპიტალის ბაზარს;
- ფასიანი ქაღალდების გაზრის მონაწილეობა და საქმიანობის სახეობები;
- საფონდო ბირჟის დანიშნულებასა და როლი;
- ფინანსური ინსტიტუტების მიერ შესრულებულ ტიპურ ფუნქციებს;
- ფინანსურ ინდექსებსა და რეიტინგებს;
- ფინანსური გაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციებს;
- მსოფლიო გლობალური კრიზისის გავლენაზე ფინანსური გაზრების ფუნქციონირებაზე;
- უხსოვარი სახელმწიფოების ფინანსური გაზრების ზოგიერთ თავისებურებაზე.

## 1.1. ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები ფირმის საქმიანობის კონტექსტში

ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები, როგორც ეკონომიკური კატეგორიები, მეცნიერებისა და პრაქტიკოსების დიდ დაინტერესებას იწვევენ. ამასთან ერთად, ვერც ერთი მსხვილი საწარმო საბაზრო ეკონომიკის პირობებში გვერდს ვერ აუვლის მათ საქმიანობას და უკიდურეს შემთხვევაში იგნორირებას ვერ გაუკეთებს ფინანსურ ბაზრებზე მიმდინარე პროცესებსა და ოპერაციებს. სწორედ ამით აიხსნება ის გარემოება, რომ ფინანსურმა მენეჯერმა, როგორც მინიმუმ, უნდა იცოდეს ფინანსური ბაზრების და ინსტიტუტების ორგანიზაციისა და ფუნქციონირების პრინციპები.

ფინანსური მენეჯმენტი ფართო გაგებით წარმოადგენს ფინანსური ნაკადების მართვას, ამ ნაკადების ინიცირებას, მონაწილე ყველა მხარის ინტერესების საბოლოო მიზნის დაკმაყოფილებასა და ორგანიზაციას (ე.ი. განხორციელებას, ფაქტიურ რეალიზაციას) ანუ ოფერტის<sup>1</sup> გახმოვანებას.

ფინანსური ნაკადების ინიციატია კეთდება ფინანსური დონორების და რეციპიენტების მიერ; პირველებს შესაძლებლობა აქვთ წარმოადგინონ ფინანსური რესურსები, მეორეებმა იციან, როგორ განკარგონ იგი, ე.ი. აქვთ ნაკადების პორტფელი. ამ უკანასკნელში სახსრების ინვესტირებით მოზიდული სახსრების დაბრუნების და პორტფელის მესაკუთრეებისათვის დივიდენდების გაცემის შესაძლებლობა ეძლევათ. აღნიშნული გარემოება კარგად აქვს მოცემული ჯ.მადირას. ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირება ხორციელდება ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრეადის დახმარებით (ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები).<sup>2</sup> ბაზრებზე ადვილი აქვს ინვესტირების და დაფინანსების მოთხოვნის აკუმულირებას, ძიებასა და ანგარიშსწორებას კონკრეტულ რეციპიენტებთან და დონორებთან ერთად. ამასთან, ბაზრის გახსნილობა დიდი ან მცირე ხარისხით ხელს უწყობს ფულადი ნაკადების ოპტიმიზაციას. ფინანსური დონორებისა და რეციპიენტების

<sup>1</sup>ოფერტა (ლათ. offero, შეთავაზება) – წინადადება ხელშეკრულების დადების შესახებ, რომელიც მოიცავს მის ყველა არსებით პირობას.

<sup>2</sup>Madura J. International Financial Management. 7th ed. Thomson. 2003. გვ.17

მოძიებასა და მოყვანას ახორციელებენ ფინანსური ინსტიტუტები ფინანსურ ბაზრებზე, პროფესიულად მომუშავე ორგანიზაციები. ინვესტიციური და ფინანსური ხასიათის წინადადებების (მიწოდების) პრაქტიკული რეალიზაცია, ე.ი. ფინანსური სახსრების სანაცვლო და ურთიერთსასარგებლო გადაღინების ორგანიზაცია მათი მომწოდებლიდან (დონორის) მომხმარებლამდე (რეციფიენტი), ხორციელდება საბაზრო ინსტრუმენტების მეშვეობით. ამ დროს შესაძლებელია შედარებით უფრო ეფექტიანად დაკმაყოფილდეს ოპერაციის კონკრეტულ მონაწილეთა მიზნები.

## ფინანსური ბაზრები

ქვემოთ შევისწავლით ზემოთ აღნიშნული ტრიადის სამივე მდგენელს ცალ-ცალკე. როგორც მსოფლიო. გამოცდილება გვიჩვენებს, რეალური საბაზრო ეკონომიკა წარმოუდგენელია ფინანსური ბაზრებისა და მისი ინსტრუმენტების გარეშე. ამ თეზისზე, არსებითად აგებულია კიდევ ფინანსების ნეოკლასიკური თეორიაც. ამის გარდა, მისი დასტური ყოველგვარი მტკიცებულებების გარეშე შეიძლება ვიპოვოთ მაკრო<sup>1</sup> და მიკროეკონომიკურ კვლევებში. კერძოდ, 1973 წელს ამერიკელმა მეცნიერმა ე. შოუმ (E.Shaw) და რ.მაკკინონმა (R.Mackinnon) ერთიმეორისაგან დამოუკიდებლად შეიმუშავეს ფინანსური გაფართოებისა (Financia deepening) და ფინანსური შევიწროების (Financial repression) მაკროეკონომიკური კონცეფციები. ფინანსური გაფართოების კონცეფცია ნიშნავს, რომ ფინანსური ბაზრებისა და ინსტიტუტების ჩამოყალიბება და განვითარება არის ეკონომიკური განვითარების აუცილებელი პირობა. ამასთან ფინანსური აქტივების აკუმულირება უნდა ხდებოდეს უფრო მაღალი ტემპებით არაფინანსური აქტივების აკუმულირებასთან შედარებით. ფინანსური ზეწოლა ნიშნავს სისტემატურ კონტროლს (სახელმწიფოს ან ოლიგოპოლიის მხრიდან) ფინანსურ ბაზრებზე, რომელიც ძირითადად

<sup>1</sup> უნდა აღინიშნოს, რომ ოლიგოპოლია წარმოადგენს ბაზრის სტრუქტურის ტიპს, რომელიც ხასიათდება შემდეგი ნიშნებით: ა) ფირმების მცირე რიცხვი და მყიდველების დიდი რიცხვი; ბ) პროდუქტების ერთგვაროვნება ანდა დიფერენციულობა; გ) ბაზარზე შესულის დიდი სირთულე; ცნობილი ინგლისელი მოაზროვნე თომას მორმა (1478-1535), პირველმა შემოიღო ეს ტერმინი და განსაზღვრავდა ოლიგოპოლიის, როგორც „მცირეთა ბაზარს“. იგი გულისხმობდა, რომ ფირმა – გამყიდველებს შეუძლიათ უკარანხონ მყიდველებს თავიანთი ფასისმიერი პოლიტიკა. რიგი ეკონომისტებისა იზიარებს იმ მოსაზრებას, რომ ოლიგოპოლია განასაზღვრებს „მცირეთა კონკურენციას“.



ზორციელდება საპროცენტო განაკვეთის რეგულირებისა და კონტროლის გზით. იმ შემთხვევაში, როცა საბაზრო ეკონომიკა ჩამოყალიბების სტადიაზეა, ხშირად ადგილი აქვს ფინანსურ ზეწოლას, რაც აისახება ფინანსური ინსტიტუტების, ბაზრების, აქტივებისა და ფინანსური ნაკადების ორგანიზაციაში როლზე და ვალდებულებებზე, ინვესტიციების და ფინანსების ხერხებსა და ობიექტებზე. ამ შემთხვევაში ჭარბობს დაბანდები არაფინანსურ აქტივებში (ოქრო, უძრავი ქონება). სახსრები უმოქმედოა, საწარმოები განიცდიან ფინანსური წყაროების ნაკლებობას და ა.შ. ნორმალური შემოსულობანი ეკონომიკის განვითარებაში არსებითად გართულებულია. ოღონდ ეკონომიკის ინსტიტუციონალური განვითარებასა და სრულყოფის მეშვეობით ფინანსური ზეწოლა იცვლება ფინანსური გაფართოებით.

მსხვილი სამეურნეო სუბიექტების სტრატეგიული დაფინანსების სისტემაში, განსაკუთრებით იმ სუბიექტებისა, რომლებიც არიან სისტემაწარმოქმნელები მსოფლიო, ეროვნული თუ რეგიონალური მასშტაბის ეკონომიკისათვის, კაპიტალის ბაზრები უდავოდ იკავებენ დომინირებულ ადგილს. განვიხილოთ ფინანსური ბაზრების არსი და სახეები და მასში კაპიტალის ბაზრების ადგილი.

კომპანიათა უმეტესობის საქმიანობა, განსაკუთრებით მსხვილი კომპანიების, მჭიდროდაა დაკავშირებული სხვადასხვა ფინანსურ ბაზრებთან. ყოველი მათგანი წარმოადგენს ფინანსური აქტივებით და ინსტრუმენტებით ვაჭრობის ორგანიზაციულ ან არაფორმალურ სისტემას. ამ ბაზრებზე ზორციელდება გაცვლა ფულით ან მისი ეკვივალენტებით, კრედიტების გაცემა, კაპიტალის მობილიზაცია და ა.შ. ე.ი. რეალიზდება ორი ტიპური ფინანსური პროცედურის – მობილიზაციისა და ინვესტირების – სხვადასხვა კომბინაციები. აქ გადამწყვეტ როლს ასრულებს ფინანსური ინსტიტუტები, რომლებიც წარმართავენ ფულადი სახსრების ნაკადებს მესაკუთრებიდან სესხის ამღებებისაკენ. როგორც ნებისმიერი ბაზარი, ფინანსური ბაზარი გამიზნულია მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ფინანსურ რესურსებზე უშუალო კონტაქტების დამყარებაზე.

ამრიგად, ქვეყნისა და წარმოებრივი სუბიექტების ფინანსური მართვის სისტემაში განზორციელებული ფინანსური რესურსების აკუმულაციის და განთავსების პროცესი, უშუალოდ უკავშირდება ფინანსური ბაზრებისა და საფინანსო ინსტიტუტების ფუნქციონირებას.

თუ საფინანსო ინსტიტუტების ამოცანაა მესაკუთრეებიდან მსესხებლებისკენ ფულადი სახსრების ყველაზე უფრო ეფექტიანად გადანაცვლების უზრუნველყოფა, ფინანსური ბაზრის ფუნქციაა ფინანსური რესურსების მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ფინანსური აქტივებითა და ვალდებულებებით ვაჭრობის ორგანიზება. ამ ამოცანის გადაჭრას ართულებს მთელი რიგი ობიექტური და სუბიექტური მიზეზები, რადგან აუცილებელია ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ნაირგვარი, ზოგჯერ დიამეტრალურად საპირისპირო ინტერესების, ფინანსურ ვალდებულებათა შესრულების მნიშვნელოვანი რისკების და ა.შ. გათვალისწინება.

ფინანსურ ბაზრებზე გამყიდველად და მყიდველად გვევლინება ეკონომიკური სუბიექტების სამი ჯგუფი: შინამეურნეობები, ფირმები და სახელმწიფო.

მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ურთიერთობა ხორციელდება ან უშუალოდ, პირდაპირ ან შუამავლების საშუალებით. პირველ შემთხვევაში ურთიერთინტერესების გათვალისწინება პირდაპირი დაფინანსების მეშვეობით ხორციელდება, მეორეში კი — შუამავლების დახმარებით შესრულებული დაფინანსებით.

### **პირდაპირი დაფინანსება**

პირდაპირი დაფინანსების დროს მყიდველი ფინანსურ ვალდებულებას ცვლის ფულად სახსრებზე და უშუალოდ გამყიდველისაგან იღებს მათ. ამ ფინანსური ვალდებულებების ყიდვა-გაყიდვა ფინანსურ ბაზარზე შეიძლება. მყიდველების მიერ გამოშვებულ ვალდებულებებს პირდაპირი ვალდებულებები ეწოდება და ისინი, როგორც წესი, პირდაპირი სესხების ბაზრებზე იყიდება. პირდაპირი დაფინანსება ხორციელდება კრძო განთავსების გზით, როცა მაგალითად, ფირმა (გამყიდველი) ფასიანი ქაღალდების მთელ გამოშვებას ერთ მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორს ან წვრილი ინვესტორების ჯგუფს მაჰყიდის. ამგვარი ოპერაციების რეალიზება მოითხოვს, როგორც წესი, ფინანსურ ვალდებულებათა პოტენციური მყიდველების ინტერესებისა და მოთხოვნილებების პროფესიულ ცოდნას.

პირდაპირი სესხების ბაზრების ფუნქციონირება უკავშირდება მთელ რიგ სიძნელეებს, რომლებსაც გაყიდვათა მსხვილ საბითუმო სასიათი განაპირობებს. ეს კი ამცირებს შესაძლო მყიდველთა წრეს. ამიტომ ბიუჯეტების პროფიციტის მქონე სუბიექტებიდან ბიუჯეტის

დეფიციტის მქონე სუბიექტებისკენ ფულადი სახსრების მოძრაობა ხშირად შუამავლობითი ხასიათისაა.

## შუამავლობითი ურთიერთობა

შუამავლობითი ურთიერთობა მოითხოვს საფინანსო შუამავლების (საფინანსო ინსტიტუტების) არსებობას, რომლებიც თავს უყრიან ეკონომიკური სუბიექტების თავისუფალ ფულად სახსრებს და თავიანთი სახელით, გარკვეული პირობებით აწვდიან მათ ამ სახსრების მსურველ სუბიექტებს. საფინანსო შუამავლები ფულადი სახსრების მსურველი ობიექტისგან იძენენ მათ პირდაპირ ვალდებულებებს და სხვაგვარი მახასიათებლების (დაფარვის ვადები, საპროცენტო გადასახდევები) სხვა ვალდებულებებზე აქცევენ მათ, რომლებსაც თავისუფალი ფულადი სახსრების მქონე ეკონომიკურ სუბიექტებზე ყოფიან.

ფინანსური შუამავლობით ხშირად დაინტერესებული არიან როგორც დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მქონე ეკონომიკური სუბიექტები (კრედიტორები), ისე ფულადი სახსრების მოსურნე სუბიექტებიც (მსესხებლები), რადგან ისინი გარკვეულ უპირატესობასა და სარგებელს იღებენ.

კრედიტორების პოზიციიდან საფინანსო შუამავლების მოგება ასეთია: ჯერ ერთი, შუამავლები რისკის დივერსიფიკაციას ახდენენ კრედიტორებს შორის დაბანდებათა განაწილების გზით, რაც ამცირებს საკრედიტო რისკს.

საფინანსო შუამავლის არარსებობის დროს დიდია საკრედიტო რისკი, ე.ი. ვალის ძირითადი თანხისა და პროცენტების არდაბრუნების რისკი. შუამავლის წმინდა შემოსავალი განისაზღვრება მის მიერ გაცემულ კრედიტზე არსებულ განაკვეთსა და იმ განაკვეთს შორის სხვაობით, რომლითაც თვითონ კრედიტორი სესხულობს ფულს. ამას აკლდება ის ხარჯები, რომლებიც უკავშირდება ანგარიშების წარმოებას, თანამშრომლობის ხელფასის გაცემას, გადასახადების გადახდას და ა.შ.

მეორე, შუამავალი ამუშავებს მსესხებელთა გადახდისუნარიანობის შემოწმების სისტემას და ქმნის მისი მომსახურების გავრცელების სისტემას, რაც, ასევე, ამცირებს საკრედიტო რისკისა და დაკრედიტების ხარჯებს.

მესამე, საფინანსო ინსტიტუტები ხელს უწყობენ თავიანთ კლიენტებს ლიკვიდობის მუდმივი დონის შენარჩუნებაში, ე.ი. ნაღდი ფულის მიღების შესაძლებლობას უქმნიან მათ; ერთი მხრივ, თვითონ

საფინანსო ინსტიტუტებს აქვთ შესაძლებლობა, ნაღდი ფულით თვითონ უზრუნველყოფენ თავიანთი აქტივების გარკვეული ნაწილი. მეორეს მხრივ, ზოგიერთი სახის საფინანსო ინსტიტუტებს სახელმწიფო უწესებს ლიკვიდობის მარეგულირებელ საკანონმდებლო ნორმებს. მაგალითად, კომერციული ბანკებისთვის რეზერვირების ნორმატივების მეშვეობით კანონმდებლობით უზრუნველყოფილია ცენტრალურ ბანკში ანგარიშებზე და სალაროში ფულადი სახსრების მინიმალური ნაშთების შენარჩუნება.

## **მსესხებლის სარგებელი**

მსესხებლებსაც აქვთ გარკვეული სარგებელი, რომელთა შორის ძირითადია შემდეგი:

ჯერ ერთი, საფინანსო შუამავლები აადვილებენ იმ კრედიტორების გამოძენის პრობლემას, რომლებიც მზად არიან გასცენ სესხები მათთვის მისაღები პირობებით.

მეორე, საფინანსო შუამავლის არსებობის შემთხვევაში კრედიტზე გადახდილი თანხა მსესხებლისთვის ხშირად უფრო დაბალია (ნორმალურ ეკონომიკურ პირობებში), ვიდრე შუამავლის არარსებობის დროს. ეს პარადოქსი იმით აიხსნება, რომ საფინანსო შუამავლები საკრედიტო რისკს ამცირებენ პირველადი კრედიტორებისთვის (შეანაბრებისთვის) და მათ შეუძლიათ დააწესონ სახსრების მოზიდვის უფრო დაბალი განაკვეთები. განაკვეთების ეს თანხა შუამავლის ხარჯებთან ერთად არც ისე დიდი გამოდის, რომ აუცილებელი გახდეს განთავსების განაკვეთის მომატება პირდაპირი დაკრედიტების დროს არსებული განაკვეთის დონეზე ზემოთ.

მესამე, საფინანსო შუამავლები ახდენენ ვადების ტრანფორმირებას, ავსებენ მსესხებლის გრძელვადიანი სესხების მჯობინებასა და კრედიტორის ლიკვიდობის მჯობინებას შორის არსებულ ნაპრალს. ეს შესაძლებელია იმის წყალობით, რომ ყველა კლიენტი ერთდროულად არ ითხოვს თავის ფულს, საფინანსო შუამავლთან სახსრების შემოსვლა კი ასევე დროშია განაწილებული.

მეოთხე, საფინანსო ინსტიტუტები მსხვილ კრედიტებზე მსესხებლების მოთხოვნას მრავალი კლიენტისგან დიდი თანხების აგრეგირების ხარჯზე აკმაყოფილებენ.

## 1.2. ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები.<sup>1</sup>

ფინანსური მენეჯერები და ინვესტორები ვაკუუმში არ განიხილება. ისინი მოქმედებენ რთულ და განვითარებულ ფინანსურ გარემოში. ეს გარემო მოიცავს ფინანსურ ბაზრებს და დაწესებულებებს, საგადასახადო პოლიტიკას და მთავრობების მხრიდან რეგულირების პოლიტიკას, ასევე სხვადასხვა სახელმწიფოთა ეკონომიკას მთლიანად. მათი პირობები განსაზღვრავენ შესაძლო ფინანსურ ალტერნატივათა არჩევანს, ასევე გავლენას ახდენენ სხვადასხვა გადაწყვეტილებების შედეგებზე. შესაბამისად, მთავარია ის, რომ მენეჯერები და ინვესტორები სწორედ ერკვეოდნენ თავიანთ სამუშაო გარემოში.

სწორი ფინანსური გადაწყვეტილებები მოითხოვენ ეკონომიკის განვითარების თანამედროვე მიმართულებებს საპროცენტო განაკვეთების დონებისა და აქციების ბაზრების კარგად აღქმას, მაგრამ იმის ახსნა, თუ რა დაემართებათ მათ თუნდაც უახლოეს პერსპექტივაში, მეტად არატრივიალური ამოცანაა. ორი ათასწლეულის გასაყარზე ეკონომიკა ვითარდებოდა მეტად ხელსაყრელ გარემოში ფინანსური ბაზრის პროფესიონალებისათვის. საპროცენტო განაკვეთები და ინფლაციის დონე იყო შედარებით დაბალი, ხოლო აქციების ბაზარი განიცდიდა სწრაფ აღმავლობას თითქმის მთელი გასული ათწლეულების განმავლობაში. ამავე დროს ფინანსურმა გარემომ უკანასკნელ წლებში მნიშვნელოვანი ცვლილებები განიცადა. აღნიშნულმა გარემომ ფინანსურ მენეჯერებსა და ინვესტორებს ბიზნესის განვითარების ახალი შესაძლებლობები მისცა, თუმცა აქვე არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ ისინი აწყდებოდნენ ასევე ახალ რისკებსაც.

ავიღოთ, მაგალითად კომპანიები Charles Schwab და Merrill Lynch. ეს უკანასკნელი ფირმა ბოლო წლებში საკმაოდ წარმატებულად ითვლება. საბროკერო საქმიანობამ მას საშუალება მისცა გაეზარდა აქციები 250%-ით ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში.

იგივე პერიოდში კომპანია Charles Schwab, რომელიც ითვლება ონლაინის აქციებით ვაჭრობის ლიდერად, გაზარდა თავისი კაპიტალიზაცია თითქმის 1800%-ით. ინტერნეტმა ონლაინის

<sup>1</sup> ეს პარაგრაფი მიზანშეწონილად უკანით დაგვიშვებინა: Бригхем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005. гл.226-228.

ბროკერებს საშუალება მისცა (ისეთებს, როგორიცაა Schwab, E\* Trade DLJ Direct u Datek) შესაძლებლობა მიეცათ ინვესტორებისათვის ევაჭრათ აქციებით, ძალზე დაბალი საკომისიოების პირობებში. Merrill Lynch-ის „ტრადიციულ“ კომპანიებთან შედარებით, ისინი ხომ მომხმარებელს სთავაზობენ საბროკერო მომსახურების მთელ კომპლექსს მაშინ, როცა ონლაინის ვაჭრობა ფაქტიურად არც კი არსებობდა რამდენიმე წლის წინ. დღეისათვის, ზოგიერთი შეფასების მიხედვით, არსებობს რამდენიმე ასეული ონლაინის ბროკერი, რომლებიც მომსახურებას უწევს მილიონობით კლიენტს.

აქციების ზრდის ექვეტიანობის მაჩვენებლების შედარება ფირმებში Merrill lynch და Schwab გვიჩვენებს, რომ ბაზარი სულ უფრო და უფრო შემოფოთებულია ონლაინური ვაჭრობის გავლენით „ტრადიციულ“ ბროკერებთან შედარებით, მიუხედავად იმისა, რომ უკანასკნელ პერიოდში აქციების ფასი დაეცა 30%, ფირმა Schwab-ის კომპანიის აქციები გაიზარდა 260%-ით ბოლო ორი წლის განმავლობაში. იგივე პერიოდში ფირმა Merrill lynch-ის კომპანიის აქციების ფასებიც დაეცა. გააცნობიერა რა ფინანსური გარემოს მკვეთრი ცვლილება, ამ კომპანიამ გაატარა საჭირო ღონისძიებები, კერძოდ კომპანია ეხმარებოდა თავიანთ კლიენტებს მონაწილეობა მიეღოთ ონლაინურ ვაჭრობაში.

იგივე ძალები, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენდნენ საბროკერო საქმიანობაზე, ანალოგიურად ზემოქმედებდნენ სხვა დარგებზედაც. ტრადიციულ სავაჭრო ქსელებს, Barnes and Noble და Toys RUS დაუპირისპირდნენ ისეთი ახალი და აგრესიული ინლაინური კონკურენტები, როგორებიც არიან Amazon.com და Toys Inc. ანალოგიურად შეიცვალა ადამიანების მიერ ავიაბილეთების შეძენის, სასტუმროების ნომრების დაჯავშნის, ავტომობილების შეძენის წესები. ასე რომ, ცხადი ხდება, ახლა ფინანსური მენეჯერები უნდა იყვნენ პროფესიონალები არა მხოლოდ თავის ვიწრო ფინანსურ სფეროში, არამედ ამავედროულად ერკვევოდნენ თანამედროვე ტექნოლოგიური გარემოს ცვლილებებში და მზად იყვნენ ამ უკანასკნელთან თავიანთი ტექნოლოგიების სწრაფი ადაპტაციისათვის.

ქვემოთ განიხილება ბაზრები, რომლიდანაც ფირმები ახდენენ კაპიტალის მოზიდვას, სადაც ხდება ვაჭრობა ფასიანი ქაღალდებით და სადაც წესდება ფასები აქციებზე. ასევე ამ ბაზრებზე მომუშავე

ორგანიზაციები. ამავე დროს აქ განიხილება ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთის დონის განმსაზღვრელი მნიშვნელოვანი ფაქტორები.

მაგალითები: ეკონომიკის დარგებს, მთავრობებს და ცალკეულ პირებს ხშირად უხდებათ მოზიდონ კაპიტალი „გარედან“. დაეუშვათ, რომ კომპანია Carolina Power და Light (CPL) ჩრდილოეთ კაროლინის შტატში გეგმავს მოთხოვნის ზრდას ელექტროენერჯიაზე და გადაწყვიტა ააგოს ახალი ელექტროსადგური. ვინაიდან აღნიშნულ კომპანიას ცხადია, არ ექნება ელექტროსადგურის ასაგებად საჭირო მილიარდი დოლარი, ამიტომ კომპანიამ კაპიტალის მოზიდვის მიზნით უნდა მიმართოს ფინანსურ ბაზრებს. სხვაგვარად, დაეუშვათ, რომ სანფრანცისკოში კომპიუტერების მაღაზიის მფლობელმა მისტერ ფონგმა გადაწყვიტა გააფართოვოს თავისი საქმიანობა და დაიწყოს ვაჭრობა სხვა საყოფაცხოვრებო ტექნიკით. სად იშოვის იგი ფულს, რომ შეიძინოს საჭირო ასორტიმენტის ტელევიზორები, სარეცხი მანქანები და მაციურები? ანალოგიურად, თუკი ჯონსონების ოჯახს სურს იყიდოს ახალი სახლი, რომელიც ღირს 100 ათასი დოლარი, მაგრამ დანაზოგის სახით მათ აქვს მხოლოდ 20 ათასი დოლარი, სად უნდა მოიპოვონ ჯონსონებმა დანარჩენი 80 ათასი \$? ანდა თუკი ნიუ-იორკის გუბერნატორს განზრახული აქვს სესხად აიღოს 200 მლნ დოლარი ახალი საკანალიზაციო სადგურების დასაფინანსებლად ანდა თუკი ფედერალურ მთავრობას სჭირდება ფული თავისი მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად, ისინი აუცილებლად მიმართავენ ფინანსურ ბაზრებს.

მეორეს მხრივ, ზოგ ადამიანს ან ფირმას აქვთ შემოსავლები, რომლებიც მნიშვნელოვნად აღემატებიან მათ საარსებო მოთხოვნილებებს, ე.ი. მათ აქვთ ფონდები, რომელთა ინვესტირება შესაძლებელია. მაგ. კეროლ ჰოუკის შემოსავლია 36 ათასი \$. ხოლო მისი დანახარჯები დაახლოებით 30 ათასი \$. ხოლო კომპანია Ford Motor Company-ს აქვს დაახლოებით 23 მლრდ \$ ფულად სახსრებში და ლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებში. ეს სახსრები შესაძლებელია გამოყენებული იქნას ინვესტიციებისათვის.

### 1.3. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაცია

ადამიანები და ორგანიზაციები, ვისაც სურთ ისესხონ ფული, უპირისპირდებიან იმათ, ვისაც აქვს ჭარბი ფონდები ფინანსურ ბაზრებზე. აღსანიშნავია, რომ სიტყვა ბაზრები ძრავლობითი რიცხვითაა წარმოდგენილი. განვითარებული ეკონომიკის

პირობებში, ისეთებისა, როგორცაა აქტივის ეკონომიკა, არსებობს ფინანსური ბაზრების დიდი ნაირსახეობა. ყოველ ბაზარს საქმე აქვს კრონიზორისაგან რაიმე ნიშნით განსხვავებულ სხვადასხვა ტიპის საფინანსო ინსტიტუტებთან. ყველაზე ხშირად ეს განსხვავება ელინდება იმ აქტივებში, რომელთა მეშვეობითაც ხორციელდება ვაჭრობის პროცესი ბაზარზე. ამ აქტივებით წარმოდგენილი გადახდების პირობებსა და ვადებში. ამის გარდა, სხვადასხვა ბაზრები ემსახურებიან სხვადასხვა ტიპის კლიენტებს, ან მუშაობენ ქვეყნის სხვადასხვა ნაწილებში. იმის მიხედვით თუ როგორია ანალიზის მიზნები ამა თუ იმ ქვეყანაში და საფინანსო ბაზრის ცალკეული სეგმენტების განვითარების თავისებურებები, არსებობს ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაციისადმი განსხვავებული მიდგომები. ქვემოთ მოტანილია ბაზრების ძირითადი ტიპები.

1) ფიზიკური აქტივების ბაზრები (physical assets markets). მას ხშირად უწოდებენ ასევე „მატერიალური“ (tangible) ან რეალურ (real) აქტივების ბაზრებს. ესაა ხორბლის, ავტომობილების, უძრავი ქონების, კომპიუტერების და საინჟინრო მოწყობილობის ბაზრები.. მეორეს მხრივ, ფინანსური აქტივების ბაზრებს (Financial assets, instruments) საქმე აქვთ აქციებთან, ობლიგაციებთან, თამასუქებთან, გირავნობის სიგელებთან და სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებთან. ყველა ეს ინსტრუმენტი მხოლოდ ქალაქის ფურცლებია, რომლებიც თავიანთ მფლობელებს ანიჭებენ გარკვეულ უფლებებს და მოვალეობებს რეალურ აქტივებთან მიმართებაში. მაგ. კომპანია IBM-ის მიერ გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაცია მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს წინასწარ მიიღოს განსაზღვრული ოდენობის ფულადი სახსრები (საპროცენტო შემოსავალი), რომელიც იქნება აღნიშნული კომპანიის ფიზიკური აქტივების მიერ. ხოლო ფირმის ჩვეულებრივი აქცია მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს მიიღოს არა მარტო თანხა (მართალია წინასწარ უცნობი) კომპანიის ფულადი სახსრებიდან, არამედ მონაწილეობა მიიღოს ფირმის საქმიანობის განსაზღვრული საკითხების გადაჭრის შესახებ გამართული კენჭისყრაში. ჩვეულებრივი ფინანსური აქტივებისაგან განსხვავებით წარმოებული ინსტრუმენტების (derivative securities) გამოშვების პირობები არ ნიშნავს უშუალო ვალდებულებას არც



აკრძალავს აქტივების და არც მათ მიერ შექმნილი ფულადი სახსრების ნაკადების მიმართ. წარმოებული ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენენ უწყობას ანდა ვალდებულებას სხვა ფასიან ქაღალდებთან ან ყოინანსურ აქტივებთან მიმართებაში. ფიუჩერსები და ოფციონები – ეს არის წარმოებული, ფასიან ქაღალდების ორი მნიშვნელოვანი ტიპი და მათი საბაზრო ღირებულება დამოკიდებულია სხვა აქტივების ფასების მდგომარეობაზე, ვთქვათ, კომპანია IBM-ის აქციების ფასები ღირსის ხარცზე ფასების ან იაპონური იენის კურსის მდგომარეობაზე. ამრიგად, წარმოებული ფასიანი ქაღალდის ფასიანობა დამოკიდებულია შესაბამისი საბაზო ფინანსური ინსტრუმენტის (underlying) ღირებულებაზე.

2) სპოტ-ბაზრები (spot markets) და ფიუჩერსული ბაზრები (futures markets) – ესაა ბაზრების დასახელება, სადაც ხდება აქტივების ყიდვა-გაყიდვა დაუყოვნებლივ ანდა მათი მომავალი განსაზღვრული თარიღისათვის განსაზღვრულია მიწოდებით,<sup>1</sup> ვთქვათ ექსი თვის შემდეგ ან ერთი წლის შემდეგ.

სპოტურ ბაზრებზე (Spot Market) ფულად სახსრებზე აქტივების გაცვლა ხორციელდება უშუალოდ გარიგებების დროს: სასწრაფო ბაზრებზე (Forward Market) ხდება სასწრაფო კონტრაქტებით ვაჭრობა, რომელიც ითვალისწინებს საბაზრო აქტივების მოწოდებას მომავალში. ვადიანი ბაზარი, მასზე ვაჭრობაში მონაწილე ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით, თავის მხრივ, იყოფა რამდენიმე სეგმენტად: ფორვარდული, ფიუჩერსული, ოფციონური ბაზრები და სეოპების ბაზარი.

3) ფულის ბაზრები (money markets) – ესაა მოკლევადიანი მაღლაღიკვიდური და დაბალრისკიანი სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრები. ნიუ-იორკის და ლონდონი ბირჟები დიდი ხანი რჩებოდნენ მსოფლიოში ყველაზე მსხვილ ფულის ბაზრებად, თუმცა ბოლო პერიოდში ტოკიოს ბირჟის მნიშვნელობა ძალზე სწრაფად იზრდება.

4) საფონდო ბაზრები (capita markets) – მათ ხშირად უწოდებენ კაპიტალის ბაზრებს) – ესაა საშუალო და გრძელვადიანი დაველიანებების და კორპორაიული აქციების ბაზრები. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა, სადაც იყიდება აშშ-ს მსხვილი ფირმების აქციები, არის ტიპური ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საუკეთესო მაგალითი.

<sup>1</sup> აღნიშნული მასალის დამუშავება მიზანშეწორილად უკანთ: Брйгхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Т пер. с англ. СПб.: Питер, 2005. გვ. 228-232.

ფუნდამენტური და საფონდო ბაზრების დაყოფისას არ არსებობს რაიმე მკაცრი წესი, მაგრამ დავალიანებების ბაზრების აღწერისას ჩვეულებრივ გამოიყენებენ დავალიანების (short term) ქვეშ მოაზრება დავალიანება ერთ წელზე ნაკლები ვადით, საშუალოვადიანი დავალიანების (intermediate term) ქვეშ – ერთიდან ხუთ წლამდე, ხოლო გრძელვადიანი დავალიანებისა (long term) – ხუთ წელზე მეტი ხნით.

5) იპოთეკური სავალო ქაღალდების ბაზრები (mortgage markets) ძირითადად კოტირებას უკეთებენ სავალო ინსტრუმენტებს, რაც დაკავშირებულია საბინაო, კომერციული და საირეწველო უძრავი ქონების სესხებთან, ასევე სასოფლო-სამეურნეო სავარგულებთან დაკავშირებულ სესხებთან, მაშინ, როცა სამომხმარებლო კრედიტების ბაზრები (consumer credit markets) მოიცავენ სახსრებს ავტომობილებისა და საყოფაცხოვრებო ტექნიკის შეძენაზე, ასევე კრედიტებს განათლებაზე, დასვენებაზე და ა.შ.

6) არსებობენ ასევე მსოფლიო (world), ეროვნული (national) რეგიონული (regional) და ადგილობრივი (local) ბაზრები. ორგანიზაციის სიდიდისა და მისი საქმიანობის მასშტაბების მიხედვით ამ ბაზრებს შეუძლიათ მოიზიდონ სახსერბი მთელი მსოფლიოდან, ცალკეული ეროვნული ეკონომიკებიდან, ანდა ეს შესაძლებლობები შემოიფარგლოს რეგიონის საზღვრებით, ანდა შეიძლება უფრო ვიწრო ჩარჩოებითაც.

7) პირველადი ბაზრები (primary) – ესაა ბაზრები, სადაც კორპორაციები იზიდავენ ახალ კაპიტალს ახლად დარეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით. თუკი კომპანია Microsoft-ი გეგმავს ახალი გამოშვების ჩვეულებრივი აქციების გავრცელებას, რათა გაზარდოს თავისი კაპიტალი, – ეს იქნება პირველადი ბაზრის ტრანსაქცია. კორპორაცია, რომელიც ყიდის ხელახლა გამოშვებულ აქციებს, იღებს შემოსავალს მათი გაყიდვიდან.

8) პირველსაწყისი საჯარო მიწოდების ბაზარი (Initial Public Offering, IPO) – ეს არის პირველადი ბაზრის განსაკუთრებული სახე. ამ ბაზარზე შესვლისას, ფირმები აქციონირდებათ (go public), ავრცელებენ რა ახლად შექმნილ საჯარო (public) ღია სააქციო საზოგადოების აქციებს ინვესტორებს შორის. ჩვეულებრივ IPO-ს შემთხვევაში კომპანიების ყოფილი მფლობელები ახდენენ თავიანთი აქციების ნაწილის რეალიზაციას, ხოლო კომპანია

ამის პარალელურად, დამატებითი სახსრების მოსაზიდად უშვებს ასევე ახალ აქციებს.

9) მეორადი (secondary) ბაზრები – ესაა ბაზრები, სადაც ინვესტორები ვაჭრობენ ბრუნვაში ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებით. ასე მაგალითად, თუკი ჯერი დოუ გადაწყვეტს იყიდოს კომპანია ATCT-ის 1000 აქცია, ეს შესყიდვა ალბათ მოხდება მეორად ბაზარზე. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა – ესაა მეორადი ბაზარი, ვინაიდან იგი მუშაობს უკვე ბრუნვაში მყოფი და არა ხელახლა ემიტირებული აქციებით. არსებობს ასევე ობლიგაციების მეორადი ბაზრები, საგირავნო სიგელების და სხვა ტიპის სავალო და სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრები. კორპორაციები, რომელთა ფასიანი ქაღალდები იყიდება, არ მონაწილეობენ მეორადი ბაზრის ტრანსაქციაში, ასე რომ მსგავსი ოპერაციების გზით არ იხილავენ ფულად სახსრებს.

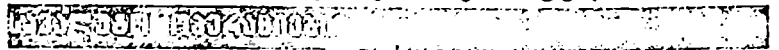
10) კერძო (private) ბაზრები – (კერძო გარიგებების ბაზრები), სადაც ტრანსაქციები ხორციელდება უშუალოდ ორ მხარეს შორის, განსხვავდებიან საჯარო (public – ხშირად შეიძლება შეგხედეს მათი ასეთი სახელწოდება – ღია (open)) ბაზრებისაგან, სადაც ვაჭრობა ხორციელდება სტანდარტული კონტრაქტებით, ორგანიზებულ საწყისებზე. საბანკო სესხები და ავტოსამოქალაქო პასუხისმგებლობის კერძო დაზღვევა სადაზღვევო ფირმაში არის კერძო ბაზრის ტრანსაქციის მაგალითი. რამდენადაც ასეთი გარიგებები არის კერძო, ისინი შეიძლება სტრუქტურირებული იქნას ნებისმიერი გზით, რათა იყოს მიმზიდველი ორივე მხარისათვის. პირიქით, ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც გამოშვებულია საჯარო ბაზრებზე (მაგ.: ჩვეულებრივი აქციები და კორპორაციული ობლიგაციები), საბოლოო ჯამში აღმოჩნდებიან სხვადასხვა მრავალრიცხოვანი ინვესტორების ხელში. საჯარო ფასიანი ქაღალდებს აქვთ საკმაოდ სტანდარტული თვისებები და ფუნქციონირების პირობები, რაც აუცილებელია მათი მიმოქცევისათვის ინვესტორთა ფართო წრისათვის. მათი გავრცელება ინვესტორთა სიმრავლეში მნიშვნელოვანწილად ხელს უწყობს ასეთი ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობის ზრდას. შესაბამისად, კერძო ბაზრის ფასიანი ქაღალდები უფრო სპეციფიკურია მიმოქცევის პირობების მიხედვით. მაგრამ ნაკლებ ლიკვიდურები არიან. მაშინ

როცა საზოგადოებრივი ფასიანი ქაღალდები უფრო ლიკვიდურები, თუმცა უფრო სტანდარტულები არიან.

სავალუტო ბაზარი (Foreing Exchange Market, Forex Market) წარმოადგენს ბაზარს, სადაც ხორციელდება სავალუტო გარიგებები. ამ ბაზრის საფუძველია ბანკები და სხვა საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები. ფულადი სახსრების ბაზრები წარმოადგენს (Money Market) ბაზარს, რომელზედაც მიმოიქცევიან აქტივები დაფარვის ვადით ერთ წელზე ნაკლები დროით.

სავალუტო ბაზრის საქონელია სავალუტო ფასეულობის მქონე ობიექტები. სავალუტო ფასეულობებს ეკუთვნის: ა) უცხოური ვალუტა – ფულის ნიშნები (ბანკნოტები, სახაზინო ბილეთები, მონეტები, რომლებიც კანონიერი საგადასახადო საშუალებაა ან გადასახადია, მაგრამ ექვემდებარება გაცვლას) და უცხო სახელმწიფოს ფულადი ერთეულებით ან საერთაშორისო და საანგარიშსწორებო ფულადი ერთეულებით ანგარიშებზე არსებული სახსრები; ბ) ფასიანი ქაღალდები (ჩეკები და თამასუქები), საფონდო ფასეულობები (აქციები და ობლიგაციები) და სხვა სავალო ვალდებულებები, რომლებიც უცხოური ვალუტითაა გამოხატული; გ) ძვირფასი ლითონები (ოქრო, ვერცხლი, პლატინა, პარადიუმი, ირიდიუმი, როდიუმი, რუტერნიუმი, ოსმიუმი) და ბუნებრივი ძვირფასი ქვები (ალმასი, ლალი, ძოწი, ზურმუხტი, საფირონი, ალექსანდრიტი, მარგალიტი).

სავალუტო ბაზრის სუბიექტები (მონაწილეები) არიან ბანკები, ბირჟები, ექსპორტიორები და იმპორტიორები, საფინანსო და საინვესტიციო დაწესებულებები, სამთავრობო ორგანიზაციები, სავალუტო ბაზრის ობიექტია ნებისმიერი ფინანსური მოთხოვნა, რომელიც სავალუტო ფასეულობებითაა გამოხატული.



სავალუტო ბაზრის სუბიექტებს შემდეგი სახის ოპერაციების ჩატარება შეუძლიათ:

სალაროს ოპერაციები (სპოტი) – ვალუტის დაუყონებლივ მიწოდებით, უფრო ხშირად – გარიგების დადებიდან ორი სამუშაო დღის განმავლობაში;

ვადიანი ოპერაციები (ფორვარდი) – ვალუტის მიწოდებით დროის მკაფიოდ განსაზღვრულ მონაკვეთში;

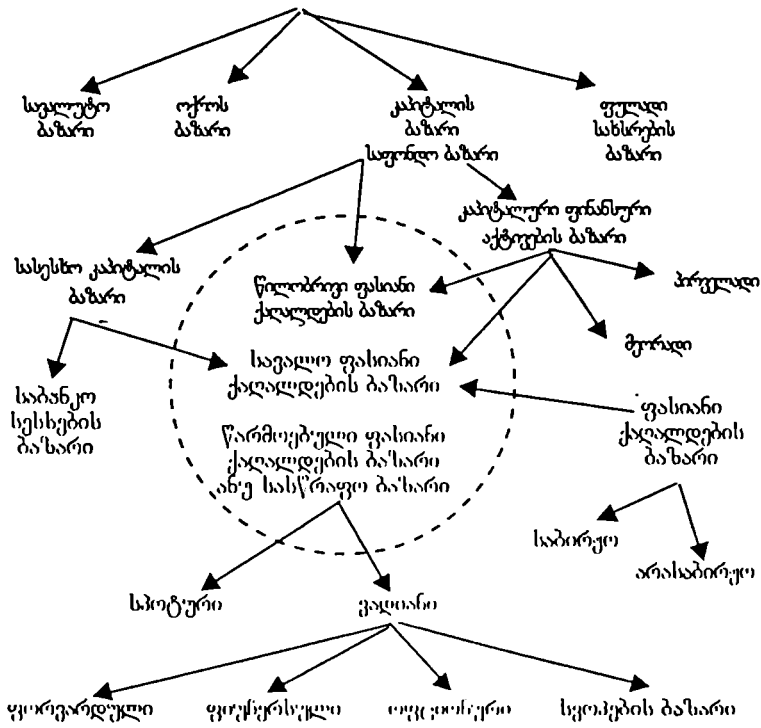
სვოპები – შესრულების სხვადასხვა ვადის მქონე ყიდვისა და გაყიდვის ოპერაციების ერთდროულად შესრულება;

ჰეჯირება – ღია სავალუტო პოზიციების დაზღვევა;

საპროცენტო განაკვეთების არბიტრაჟი (სარგებლის მიღება დეპოზიტების მიღებიდან და უფრო მაღალი განაკვეთით მათი ხელახალი განთავსებიდან (შეთანხმებული პერიოდებით)).

როგორც ზემოთ ავლინებთ, ტრადიციულად, ჩვენს ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოყოფენ ფინანსური ბაზრების რამდენიმე ძირითად სახეობას. კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტი წარმოდგენილია ნახ. 1.1.

### ფინანსური ბაზრები



ნახ. 1.1. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაციის მაგალითი

ოქროს ბაზარი (Gold Market) ესაა ბაზარი, რომელზეც დაყვანილია ნაღდი ფულით, საბანკო და სხვა სახის გარიგებები ოქროთი. მათ შორის სტანდარტული ოქროს ზოდებით ხორციელდება. ოქროს ბაზარზე ძირითადი ნაწილი ფიზიკურად არსებულ ოქროსთან მიმართებაში სწარმოებს ბანკებსა და სპეციალიზებულ ფირმებს შორის. ოქროზე ფიქტიური და ოქციონური ვაჭრობა კონცენტრირებულია სასწრაფო ბირჟებზე.

ოქროს ბაზარი იმ ეკონომიკურ ურთიერთობათა სფეროა, რომლებიც უკავშირდება ოქროს ყიდვა-გაყიდვას ქვეყნის ოქროს მარაგის დაგროვება-შეესების, ბიზნესის ორგანიზების, სამრეწველო მოხმარებისა და ა.შ. მიზნით.

ფულადი სახსრების ბაზრებად და კაპიტალის ბაზრებად ფინანსური ბაზრის ყველაზე ზოგადი დაყოფის საფუძველია შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის ვადა. განვითარებული ქვეყნების პრაქტიკაში მიიჩნევენ, რომ თუკი ინსტრუმენტის მიმოქცევის ვადა ერთ წელზე ნაკლებია, მაშინ ეს ფულის ბაზრის ინსტრუმენტია. გრძელვადიანი ინსტრუმენტები (ხუთ წელზე მეტი) კაპიტალის ბაზარს ეკუთვნის. მკაცრად თუ ვიტყვი, არსებობს ერთიდან ხუთ წლამდე „სასაზღვრო სფერო“, რომელსაც საშუალოვადიანი ინსტრუმენტებსა და ბაზრებს უკავშირებენ. საზოგადოდ, მათაც კაპიტალის ბაზარს მიაკუთვნებენ. ჩვენთან, ინფლაციისა და ჩამოყალიბებული ფინანსური ბაზრების პირობებში, გრძელვადიანი ინსტრუმენტებს მიაკუთვნებენ მიმოქცევის პერიოდის მქონე ინსტრუმენტებს.

ამგვარად, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტებს შორის საზღვარი, ისე, როგორც ფულის ბაზარსა და კაპიტალის ბაზარს შორის საზღვარი, ყოველთვის მკაფიო არაა. ამასთან, ამგვარ დაყოფას ღრმა ეკონომიკური აზრი აქვს. ფულის ბაზრის ინსტრუმენტები, პირველ რიგში, ეკონომიკური სუბიექტების მიმდინარე საქმიანობის ლიკვიდური სახსრებით უზრუნველყოფას უზაზღვრება. რაც შეეხება კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებს, ისინი დაგროვებისა და გრძელვადიანი ინვესტირების პროცესს უკავშირდება.

ფულის ბაზარზე ძირითადი ინსტრუმენტებია სახაზინო თამასუქები, საბანკო აქცეპტები და ბანკების დეპოზიტური

სერთიფიკატები, კაპიტალის ბაზარზე – გრძელვადიანი ობლიგაციები, აქციები და გრძელვადიანი სესხები.

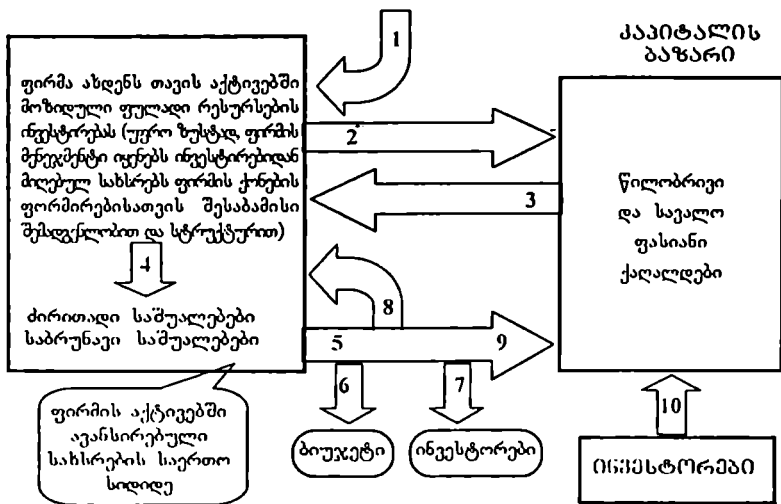
### ფინანსური ბაზარი

კაპიტალის ბაზარი (Capital Market) წარმოადგენს ბაზარს, სადაც აკუმულირდება და მიმოიქცევა გრძელვადიანი კაპიტალები და სავალო ვალდებულებები. ეს არის ფინანსური ბაზრის ძირითადი სახეობა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, რომელთა მეშვეობითაც კომპანიები ეტეზენ თავიანთი საქმიანობის დაფინანსების წყაროებს. იგი შეიძლება დაიყოს წილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრად (Stock market) და სასესხო კაპიტალის ბაზრად (Bond market, Redit market).

კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელოვანი სეგმენტია კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარი, რომელსაც მიეკუთვნება წილობრივი და სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. შედარებით საერთო სახით ფულადი ნაკადების მოძრაობის სქემა, რომელიც აკავშირებს ფირმას კაპიტალის ბაზართან, წარმოდგენილია ნახ. 1.2.

ფირმა

დამაარსებლები



ნახ. 1.2. ფინანსური ნაკადები, რომლებიც ფირმას კაპიტალის ბაზრისათვის აკავშირებს

წარმოდგენილი სქემა მიეკუთვნება ღია ტიპის სააქციო საზოგადოების, საკუთრების სხვა ფორმის საწარმოებს ასევე შეუძლიათ ურთიერთობა კაპიტალის ბაზართან და გამოვიდეს აქ ინვესტორის ან სპეკულანტების როლში.

კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარი იყოფა პირველად და მეორად ბაზრებად.

## **წარმოადგენს**

ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი (Primary Market) წარმოადგენს ბაზარს, რომელიც ემსახურება წილობრივი და სავალო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას (ემისიას) და პირველად განთავსებას. სწორედ ამ ბაზარზე კომპანიები ლებულობენ აუცილებელ ფინანსურ რესურსებს თავიანთი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის გზით. კომპანიების გასვლა ბაზარზე თავიანთი ფასიანი ქაღალდებით შეიძლება მხოლოდ მისი ჩართვით მოცემული ბირჟის ლისტინგში, რაც, თავის მხრივ გულისხმობს კომპანიის მიერ რიგი პირობების შესრულებას ობლიგაციებისა და აქციების ოდენობასთან, კაპიტალიზაციის და მოგების დონესთან მიმართებაში.

*შენიშვნა: ფულადი ნაკადების ლოგიკა შემდეგში მდგომარეობს:*

1. ფირმის საქმიანობის დაფინანსება მისი დამფუძნებლების კაპიტალის ხარჯზე (ადგილი აქვს ფირმის ჩამოყალიბებისა და შექმნის პროცესში).

2. ფირმა გამოდის კაპიტალის ბაზარზე თავისი ფასიანი ქაღალდებით და ფინანსების გრძელვადიანი წყაროების მოზიდვის მიზნით (პერიოდულად ადგილი აქვს ფირმის რუტინული ფუნქციონირების ეტაპზე).

3. ინვესტორების სახსრების მოზიდვა, რომლებიც იძენენ ფირმის მიერ ემიტირებული წილობრივ და სავალო ფასიან ქაღალდებს ე.ი. გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებს, ე.ი. გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების სანაცვლოდ პირველად ბაზარზე გამოდიან ფულადი სახსრები (ადგილი აქვს ფირმის სტაბილურ რეჟიმში ფუნქციონირების პირობებში, როგორც მისი საფონდო ბაზარზე გასვლის შედეგი, არის მომდევნო ქმედების შედეგები);

4. მიღებული ფინანსური რესურსების ინვესტირება ძირითად საშუალებებში და საბრუნავ აქტივებში.

5. ფულადი ნაკადის გენერირება, როგორც ფირმის წარმატებული საქმიანობის შედეგი;

6. კანონით გათვალისწინებული გადასახადების და სხვა გადარიცხვების გადახდა.



7. ფაქტიური ინვესტირებისათვის (მესაკუთრეებისა და ლენდერების) გადახდა მათზე დარიცხული რეგულარული შემოსავლის სახით საანგარიშო პერიოდის ანგარიშების მიხედვით; მხედველობაში მიიღება: ა) მესაკუთრეების დივიდენდები (იგი არის ერთიანი მოგების ნაწილი, რომელიც ორი კომპონენტისაგან შედგება: საანგარიშო პერიოდის მოგება და ფირმის აქტივებში რეინვესტირებული მოგება გასული პერიოდების შედეგების მიხედვით) და ბ) პროცენტები ლენდერებს.

8. მოგების ნაწილის ფირმის აქტივებში რეინვესტირება (ე.ი. ფულადი სახსრები არ უნაწილდება მესაკუთრეებს, არამედ ჩაიღება ფირმის არაფინანსურ აქტივებში).

9. კაპიტალის ბაზარზე მოგების ნაწილის წარმართვა ფინანსური ინვესტიციების სახით (ე.ი. ფულადი სახსრები, როგორც მომგებიანი მუშაობის შედეგი გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების შესაძენად ფულადი ექვივალენტების სადაზღვევო მარაგის შესაქმნელად ან დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების ინვესტირება მიზლინარე შემოსავლის მისაღებად).

10. ინვესტორების მიერ თავისუფალი ფულადი სახსრების წარმართვა კაპიტალის ბაზრებზე.

## მეორადი ბაზარი

მეორადი ბაზარი (Secondary Market) გამიზნულია ადრე გამოშვებული სავალო და წილობრივი ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევისათვის. მეორად ბაზარზე კომპანიები უშუალოდ არ ლებულობენ რესურსებს, მაგრამ ეს ბაზარი მეტად მნიშვნელოვანია, რადგანაც შესაძლებლობას იძლევა ინვესტორებმა აუცილებლობის შემთხვევაში, მიიღონ როგორც ფასიანი ქაღალდებში დაბანდებული ფულადი სახსრები, ასევე მათთან დაკავშირებული ოპერაციებიდან შემოსავლები. ფასიანი ქაღალდების ხელახლა გაყიდვის შესაძლებლობა ემყარება იმას, რომ პირველსაწყისი ინვესტორი თავისუფალია თავისი უფლებით ფლობდეს და განკარგავდეს ფასიანი ქაღალდებს და შეუძლია ისინი ხელახლა მიყიდოს სხვა ინვესტორს. მეორადი ბაზრის არსებობა თავისთავად სტიმულს აძლევს პირველადი ბაზრის საქმიანობას.

ფინანსების მეორადი ბაზრები ნახმარი ავტომობილების ბაზრებს მოგვაგონებს: ისინი ფულის მიღების შესაძლებლობას ქნიან „ხმარებაში ნამყოფი“ (ე.ი. ადრე ექიტირებული) ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით.

იმ განსხვავებით, რომ ფასები მეორად ბაზრებზე, როგორც წესი, უფრო მაღალია. ვიდრე პირველი განთავსების დროს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრების დანიშნულებაა უკვე არსებული რესურსების გადანაწილება ბაზრის მონაწილეების მოთხოვნილებებისა და შესაძლებლობების შესაბამისად. ფინანსების მეორადი ბაზრების არსებობის წყალობით დიდდება პირველად ბაზრებზე ინვესტიორების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვის მოცულობები.

ფინანსების ბაზრების კლასიფიკაციისას უნდა დავასახელოთ სადაზღვეო პოლისებისა და საპენსიო ანგარიშების ბაზრები და იპოთეკური ბაზრები. ეს განსაკუთრებული ბაზრებია თავიანთი ფინანსური ინსტრუმენტებითა და საფინანსო ინსტიტუტებით — ხელშეკრულების საფუძველზე მოქმედი შემნახველი დაწესებულებებით. მთლიანი ფინანსური აქტივების მოცულობით ისინი აშშ-ში ამჟამად 1,5-ჯერ მეტად ჭარბობენ კომერციული ბანკების, შემნახველი ინსტიტუტებისა და საკრედიტო კავშირების მთლიან აქტივებს.

სადაზღვეო კომპანიებისა და საპენსიო ფონდების საინვესტიციო პოლიტიკა დაფარვის ისეთი ვადის მქონე გრძელვადიანი ფინანსური ინსტიტუტების შექმნისკენა მიმართული, რომლებიც ყველაზე ახლოს ემთხვევა მათ გრძელვადიან ვალდებულებებს.

### **იპოთეკური ბაზრების განვითარების ანგარიში**

კაპიტალის ბაზრის შემადგენლობაში იპოთეკური ბაზრების გამოყოფის აუცილებლობას მთელი რიგი გარემოებები განაპირობებს. ჯერ ერთი, იპოთეკური კრედიტები ყოველთვის მიწის ნაკვეთებისა და შენობების სახის მქონე რეალური გირაოთია უზრუნველყოფილი. თუკი მსესხებელი ვერ შეასრულებს თავის სავალო ვალდებულებებს, მაშინ გირაოზე არსებული ქონებრივი უფლებები კრედიტორზე გადადის. მეორე, იპოთეკურ კრედიტებს არა აქვს სტანდარტული პარამეტრები (ნომინალები, დაფარვის ვადები და ა.შ.) და შესაბამისად, გაძნელებულია მეორად ბაზარზე მათი გაყიდვა. ამას ის ფაქტი მოწმობს, რომ იპოთეკების მეორადი ბაზრის მოცულობა მნიშვნელოვნად ჩამორჩება გრძელვადიანი კაპიტალების ბაზრებზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის მოცულობებს. მესამე, იპოთეკურ ბაზრებს, გრძელვადიანი კაპიტალების სხვა ბაზრებისგან განსხვავებით, განვითარებულ ქვეყნებში მკაცრად

არეგულირებს სპეციალური სახელმწიფო ორგანოების ქმედებანი.

ვილობრივი და სავალო ფასიანი ქალაღდები – ეს არის კაპიტალის მოზიდვის ინსტრუმენტები გრძელვადიან პერიოდში. ამის გარდა, არსებობს არა მარტო საფონდო ხასიათის ოპერაციები (ე.ი. ფირმის ფონდების ფორმირების ოპერაციები, როგორც მისი საქმიანობის დაფინანსების გრძელვადიანი წყაროები), ასევე მოკლევადიანი ხასიათის, კერძოდ, სპეკულაციური შემოსავლის მიღების თვალსაზრისით. ეს უკანასკნელი ხორციელდება სპეციალურად შემუშავებული ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით, რომლებიც ასევე წარმოადგენენ ფასიან ქალაღდებს, რომლითაც ვაჭრობენ სპეციალურ ბაზრებზე და რომელთაც დერივატივების ანუ ვადიანი ბაზრები ქვია.

### ფასიანი ქალაღდების ბაზარი (Securities Market)<sup>1</sup>

ფასიანი ქალაღდების ბაზარი (Securities Market)<sup>1</sup>, როგორც კაპიტალური ფინანსური აქტივების და წარმოებული ფასიანი ქალაღდების (ანუ derivativebis) ბაზრების გავრცობილი ცნება, თავის მხრივ წარმოადგენს ბაზრებს, რომლებიც იყოფიან საბირჟო და არასაბირჟო, ვადიან და სპოტების ბაზრებად.

საბირჟო ბაზარი წარმოადგენს ფასიანი ქალაღდების ბაზარს, რომელიც ხორციელდება საფონდო ბირჟების მიერ. ემიტენტების, ინვესტორების და შუამავლების ვაჭრობაში მონაწილეობის წესი განისაზღვრება თვითონ ბირჟების- მიერ. არასაბირჟო ბაზარი წარმოადგენს ბაზარს, რომელიც გამიზნულია იმ ფასიანი ქალაღდების მიმოქცევისათვის, რომლებიც საფონდო ბირჟებზე არ არის დაშვებული, ე.ი. არ მიუღიათ ბირჟებზე ოფიციალურ ვაჭრობაში მონაწილეობის ნებართვა. ვინაიდან საბირჟო კოტირების მიღების პირობები დგინდება თვითონ ბირჟის მიერ და ზოგიერთი ემიტენტისათვის შეიძლება საკმაოდ რთული იყოს, არსებობს არასაბირჟო ბაზარი (Over-the-Counter Stock Market), სადაც მიმოიქცევიან ფასიანი ქალაღდები, რომლებიც არ კოტირდებიან ისაფონდო ბირჟებზე. არასაბირჟო ბაზარი შეიძლება იყოს საკმაოდ ტრევადი. ასე მაგალითად, აშშ-ში 2006 წელს არასაბირჟო ბაზარზე

<sup>1</sup> უფრო ვრცლად აღნიშნულ საკითხებზე იხილეთ ჩვენს შემდგომ ნაშრომში „ფასიანი ქალაღდების ბაზარი“. რომელიც მამდინარე წელს გამოვა (ავტორის შენიშვნა).

NASDAQ იყიდებოდა 4734 კომპანიის აქციები, ხოლო საერთო საბაზრო კაპიტალიზაცია შეადგენდა 7,4 ტრილიონ დოლარს. (ცნობისათვის, საერთო საბაზრო კაპიტალიზაცია კომპანიებისათვის, რომელთა აქციების კოტირება ხდებოდა მსოფლიოში უმსხვილეს ნიუ-იორკის ბირჟაზე 2006 წლისათვის, შეადგენდა 11,2 ტრილიონ დოლარს). აშშ-ში არასაბირჟო ბაზარზე იყიდება: ა) ამერიკული კომპანიების ობლიგაციების უმეტესობა; ბ) სახელმწიფო და ადგილობრივი მმართველობის ორგანოების ობლიგაციების უმეტესობა; გ) ღია საინვესტიციო ტრასტების ფასიანი ქაღალდები (კომპანიები, რომელთაც შეუძლიათ მუდმივად გამოუშვათ მიმოქცევაში დამატებითი აქციები); დ) ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებები; ე) ფასიანი ქაღალდების მსხვილი ბლოკები მათი ხელახალი განთავსებისას.

ტიპური საწარმო-კომერციული ფირმის ფინანსური მენეჯერისათვის ღიდ ინტერესს წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. რამდენადაც, ჯერ ერთი, სწორედ ამ ბაზარზე კომპანიის ფასიანი ქაღალდების მდგომარეობა ითვლება ინვესტორების საქმიანობის წარმატებების ინდიკატორად; მეორე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის კომპანიის საქმიანობის დამატებითი დაფინანსების ძირითადი წყარო (ცნობილია, რომ კომპანია – ემიტენტი მოიზიდავს დაფინანსებას პირველად ბაზარზე, რაც შეეხება მეორად ბაზარს, მასზე ფასების ცვლილების გამო შემოსავლებს ღებულობენ არა ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები, არამედ ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები).

ფინანსური ბაზრის მდგომარეობის შეფასება წარმოებს სპეციალური ინდიკატორების დახმარებით. მსოფლიოს წამყვან ფინანსურ ბაზრებზე ასეთი ინდიკატორების რიცხვს მიეკუთვნება განაკვეთები: ლიბორი (London Interbank Offered Rate, LIBOR); ლიბიდე (London Interbank Bid Rate, LIBID); ფიბორი (Frankfurt Interbank Offere) Rate, FIBOR) და სხვა. ასე მაგ. განაკვეთი ლიბორი წარმოადგენს მიწოდების განაკვეთს (გამყიდველი) ლონდონის დეპოზიტების ბანკთაშორის ბაზარზე და მნიშვნელოვანი ორიენტირია სასესხო კაპიტალების საერთაშორისო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთებისათვის. იგი გაითვლება საშუალო არითმეტიკულის ფორმულით (საკრედიტო რესურსების სიდიდის მიხედვით შეწონვა არ ხდება), ლონდონის წამყვანი ბანკების ჯგუფის ინდივიდუალური განაკვეთების მიხედვით 11 საათისათვის. შესაბამისად ლიბორი

განაკვეთი წარმოადგენს მყიდველის განაკვეთს. 1999 წელს ანალოგიური წესით ყოფილ პოსტკომუნისტურ ქვეყნებშიც დაწესდა საერთაშორისო საბანკო საკრედიტო ბაზრის ინდიკატორების მსგავსი ინდიკატორები. კერძოდ, განაკვეთები MIBOR, MIBIO და MIACR.

ცხადია, შეიძლება დასახელებული იქნას ფინანსური ბაზრების სხვა კლასიფიკაციაც, მაგრამ წარმოდგენილი ჩამონათვალიც საკმარისია იმისათვის, რომ ვაჩვენეთ ამ ბაზრების ტიპების სიმრავლე. ამის გარდა, აღსანიშნავია, რომ მკვეთრი განსხვავება ბაზრებს შორის ხშირად წაშლილია და ბოლოსდაბოლოს არც თუ ისე მნიშვნელოვანია, თუკი არ შევხებით მათ ძირითად თვისებებს. მაგალითად, არ არის არსებითი განსხვავება იმაში, ფირმამ სესხი აღიო II თვით ფულის ბაზარზე თუ 13 თვით საფონდო ბაზარზე. ჩვენ, ცხადია, უნდა გავიგოთ განსხვავება, რომელიც არსებობს ამ ორი ტიპის ბაზარს შორის და არა ის, რომ გავაელოთ ზუსტი ზღვარი მათ შორის.

ჯანსაღი ეკონომიკა დამოკიდებულია კაპიტალთა ეფექტიან გადადინებაზე დანაზოგების შემქმნელი ადამიანებიდან ფირმებსა და კერძო პირებზე, რომელთაც ეს სახსრები სჭირდებათ. კომპანია Carolina Pover C Light არ შეუძლია კაპიტალის გაზრდა და ამიტომ ქალაქ რეიდის (ჩრდ. კაროლინა) მცხოვრებთ უხდებათ ელექტროენერჯის დეფიციტის ატანა. ჯონსონების ოჯახს არა აქვთ საჭირო სახსრები გაიუმჯობესონ საბინაო პირობები. კერძოდ ჰოუკს არ შეუძლია მომგებიანად გამოიყენოს თავისი დანაზოგები და ა.შ. ცხადია, რომ დასაქმების დონე და შრომის მწარმოებლურობა და აქედან გამომდინარე, ცხოვრების სტანდარტები ფინანსურ-ბაზრების გარეშე გაცილებით უფრო დაბალი იქნებოდა. ე.ი. არსებითი მნიშვნელობა აქვს იმას, რომ ფინანსური ბაზრები ფუნქციონირებდნენ წარმატებით ეფექტიანად – არა მარტო სწრაფად, არამედ მკირე ტრანსაქციური დანახარჯებით.

1.1 ცხრილში ჩამოთვლილია შედარებით მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტები, რომელთა მიხედვით ვაჭრობა ხდება საფინანსო ბაზრებზე. ინსტრუმენტები ცხრილში განთავსებულია ზევიდან ქვევით ზრადი წესით. მაგ.: ჩვენ დავინახავთ, რომ არსებობს კორპორაციული ობლიგაციების დიდი მრავალფეროვნება დაწყებული უბრალო დისკონტური ობლიგაციიდან და კუპონური ობლიგაციებიდან (Plain vanilla bonds), ჩვეულებრივ აქციებში (convertibles) კონვერტირებადი

## აფხ-ს შინაგანი ბაზრის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტები

ფაქტორები ქაღალდების მსხ. ხაზი		
რისკი	დაფარვა მდე ვადა	საპროცენტო განაკვეთი
1	2	3
დაქვეყნებული დაუქვარავობის რისკისაგან	91 დღიდან 1 წლამდე	6.1%
რისკის დაბალი დონე, თუ კი კარანტირებულია მუარის ბანკის მიერ	180 დღემდე	6.9
დაუქვარავობის დაბალი რისკი	270 დღემდე	6.6
დაუქვარავობის რისკი დამოკიდებულია სესხის ვამცემი ბანკის სიმყარეზე	1 წლამდე	7.0
რისკის დაბალი დონე	არ დგინდება	5.6
დამოკიდებულია გამომშვები ბანკის სიმყარეზე	1 წლამდე	7%
რისკი დამოკიდებულია ეკონომიკაში შექმნილ საერთო სიტუაციაზე	დამოკიდებულია კრედიტის პირობებზე	დამოკიდებულია კრედიტის პირობებზე
არ არსებობს დაუქვარავობის რისკი, ექვემდებარება რისკს ვადით დაფარვამდე და რეფინანსირების რისკი	2-დან 30 წლამდე	6,5
რისკი დამოკიდებულია ეკონომიკაში შექმნილ საერთო პირობებზე	30 წლამდე	8,6
შედარებით უფრო რისკიანები, ვიდრე სამთავრობო სავალსე ვალდებულებები, მაგრამ უფრო ნაკლებ რისკიანები, ვიდრე აქციები; რისკი დამოკიდებულია გამომშვები კომპანიის სიმყარეზე.	40 წლამდე	8,1
უფრო რისკიანები, ვიდრე კორპორატიული ობლიგაციები, ნაკლებ რისკიანები, ვიდრე წვეულებრივი აქციები.	არ იზღუდება	7-დან 9%-მდე
რისკიანი	არ იზღუდება	10-დან 15%-მდე

<sup>1</sup> საშუალო ნომინალური განაკვეთი დაფარვამდე – „The Wall Streer Journal“ მონაცემების მიხედვით.

<sup>2</sup> ზოგჯერ პრივილეგირებული აქციების დაფარვის ფონდი იქმნება, რომლის სახსრების ზარეზეც თანდათანობით ხდება კომპანიის მიერ აქციების გამოშვება.

ცხრილი 1.1-ის გაგრძელება

ინსტრუმენტი	ბაზრის სეგმენტი	ემიტირები
აშშ-ს სახაზინო თამასუქები	ფულადი	გამოშვებულია აშშ-ს ხაზინის მიერ სამთავრობო ხარჯების დასაფინანსებლად.
საბანკო აქცეპტები	ფულადი	გადახდის შეპირებული ფორმა ბანკის მიერ გარანტირებული სამთავრობო მხიბველი.
მოკლევადიანი კომერციული კრედიტის თამასუქები	ფულადი	გამოშვებული მყარი ფინანსური მდგომარეობის მქონე ფირმების მიერ. წვეულებრივ აქვთ მსხვილი ნომინალი.
საბანკო დეპოზიტური სერტიფიკატები	ფულადი	გამოშვების მსხვილი კომერციული ბანკების მიერ. წვეულებრივ აქვთ მსხვილი ნომინალი.
ფულადი ბაზრის თანაზიარი ფონდები.	ფულადი	დაბანდებები მოკლევადიან საეალო ვალდებულებებში.
ედაიანი ვეროლორული დეპოზიტები	ფულადი	გამოშვებული ბანკების მიერ აშშ-ს ფარგლებს გარეთ.
სამომხმარებლო კრედიტები	ფულადი	გამოშვებულია ბანკებს, საკრედიტო კავშირების საფინანსო კომპანიების მიერ.
აშშ-ს ხაზინის ობლიგაციები	საფონდო ფულადი	გამოშვებულია აშშ-ს ხელისუფლების მიერ
იპოთეკური ფასიანი ქაღალდები	საფონდო	უშვებენ სხვადასხვა ტიპის სესხის ამლებები უპირავე ქონების და სხვა აქტივების გირაოთი
შტატების და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების ობლიგაციები	საფონდო ფულადი	გამოშვებული შტატების მთავრობების და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების მიერ ინდივიდუალური და ინსტიტუციური ინვესტირებისათვის.
კორპორაციული ობლიგაციები და ლისინგური ხელმოწერები	საფონდო	უშვებს კერძო ფირმები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტირებისათვის.
პრივილეჯირებული აქციები	საფონდო	უშვებს კორპორაციები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტირებისათვის
წვეულებრივი აქციები	საფონდო	უშვებს კორპორაციები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტირებისათვის.

ობლიგაციებით და დამთავრებული ობლიგაციებით, რომელთა პროცენტები დამოკიდებულია ინფლაციის ტემპებზე (floating rate bonds) ეს ცხრილი ასევე წარმოადგენს გვიქმნის იმ ინსტრუმენტების მახასიათებლებსა და შემოსავლიანობაზე, რომელთა მიხედვით ვაჭრობა ხორციელდება მთავარ საფონდო ბაზრებზე.

#### 1.4. ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები

უკანასკნელი ორი ათწლეულის განმავლობაში ფინანსურმა ბაზრებმა მრავალი ცვლილება განიცადა. ტექნოლოგიური პროგრესი კომპიუტერულ და სატელეკომუნიკაციო ტექნოლოგიებში და საბანკო და სავაჭრო სფეროების გლობალიზაცია განაპირობებს სახელმწიფო ორგანოების გავლენის შემცირების ეკონომიკურ პროცესებზე და ამან გააქტიურა კონკურენცია მთელს მსოფლიოში. ამის შედეგია უფრო ეფექტიანი, მსოფლიო კავშირების მქონე ბაზარი. მაგრამ ბაზარი გახდა გაცილებით უფრო რთული, ვიდრე იგი იყო რამდენიმე წლის წინ. მნიშვნელოვანი პოზიტიური მთელი რიგი ცვლილებების მიუხედავად წამყვანი ფინანსური ინსტიტუტები ბევრ ქვეყანაში ახალ სიძნელეებს აწყდებიან. ერთ-ერთ კონფერენციაზე აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის მმართველი ალან გრინსპენი ამტკიცებდა, რომ თანამედროვე ფინანსური ბაზრები აყენებენ ეროვნულ ეკონომიკის დარტყმებს ახალი და მოულოდნელი მზრიდან, თანაც ძალზე სწრაფად, ზოგჯერ კი წამიერად. მისი აზრით, ყველა ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა უნდა შეიმუშაოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის ფუნქციონირების ფინანსური რისკების შეფასებისა და შეზღუდვის ახალი ხერხები. კაპიტალის დიდი ოდენობა სწრაფად გადაადგილდება მთელს მსოფლიოში საპროცენტო განაკვეთების და ვალუტის გასაცვლელი კურსების ცვლილებების საპასუხოდ და ამ მოძრაობას შეუძლია ზიანი მიაყენოს ძლიერი სახელმწიფოების ეროვნულ ფინანსურ ინსტიტუტებს და ეკონომიკას.

#### ბაზრების გლობალიზაციის ზრდასთან ერთად წარმოიშვა

ცალკეულ ქვეყანასა მარეგულირებელი ორგანოების დიდი კოოპერაციის აუცილებლობა საერთაშორისო დონეზე. ფაქტორებს, რომლებიც ართულებს მათი მოქმედების კოორდინაციას, მიეკუთვნება



შემდეგი: 1) ეროვნულ საბანკო სისტემათა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განსხვავებული სტრუქტურები. 2) ევროპაში განვითარებული ტენდენცია შეიქმნას ფინანსური მომსახურების გაწევის კონგლომერატები. 3) ზოგიერთი ქვეყნის შემოფოთება იმის გამო, რომ დაკარგავს თავის დამოუკიდებელ ეროვნულ ფულად პოლიტიკას. მიუხედავად ამისა, სხვადასხვა ქვეყანათა ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების მარეგულირებელი ორგანოების ძალისხმევა გაერთიანებისაკენ სულ უფრო თვალნათელი ხდება.

### ფინანსური სისტემების განვითარება

უკანასკნელი წლების მნიშვნელოვანი ტენდენციაა წარმოებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სულ უფრო სწრაფი ზრდა. წარმოებული ფასიანი ქაღალდი, როგორც ცნობილია, ეს არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომლის ღირებულება რაღაც „საბაზრო“ აქტივის ფასის წარმოებულია. ამგვარი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება გამოყენებულ იქნას როგორც რისკის შესამცირებლად, ასევე სპეკულაციური თამაშების ჩასატარებლად. წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების რისკის შესამცირებელი კარგი მაგალითია ის ფაქტი, რომ იაპონიიდან იმპორტიორის წმინდა მოგება აშშ-ში ეცემა, როგორც კი დოლარის კურსი იენასთან მიმართებაში მცირდება. ოღონდ ფირმა – იმპორტიორს შეუძლია შეამციროს თავისი რისკი, თუკი შეიძენს წარმოებულ ფასიან ქაღალდებს და მათი ფასები გაიზრდება იენის კურსის ზრდის შესაბამისად. ასეთ ქმედებას ეწოდება ჰეჯირებას ოპერაციები (hedging), და მისი მიზანია ფირმის შემოსავლების რისკისადმი დამოკიდებულების შემცირება. მეორეს მხრივ, წარმოებული ინსტრუმენტებით სპეკულაცია შეიძლება დიდი მომგების მომტანი იყოს, მაგრამ იგი ასევე მკვეთრად ამაღლებს დაბანდების რისკს. მაგ. კომპანია Procter & Gamble-მ დაკარგა 150 მლნ დოლარი წარმოებულ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე, ხოლო კომპანია Orange Country (კალიფორნია) ჯაკოტრდა კიდევ, მისი ზაზინადარის მიერ ასეთი ქაღალდებით სპეკულაციური ოპერაციების ჩატარების შედეგად.

წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების მასშტაბები და მასთან დაკავშირებულ გარიგებები სირთულეებს უქმნიან მარეგულირებელ ორგანოებს, ასევე ექსპერტთა ჯგუფებს, და

კონგრესის წევრებს. ფედერალური სარეზერვო სისტემის თავმჯდომარე ალან გრინსპენი აღნიშნავდა, რომ თეორიულად წარმოებულმა ფასიანმა ქალაქებმა საშუალება უნდა მისცენ კომპანიებს უკეთეს მართონ რისკები ოღონდ ეს უნდა განახორციელონ შეუმჩნეველად, რათა სიახლეებმა მათ ბაზრებზე „გადააჭარბოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის შიდა მდგრადობას“.

მეორე მნიშვნელოვანი ტენდენცია გულისხმობს კორპორაციების საკუთრების სტრუქტურის ცვლილებას (ownership structure - აქციონეროთა შემადგენლობა), რომელთა აქციებითაც ვაჭრობენ, ფინანსურ ბაზრებზე აქციების მფლობელი ინვესტორების ოდენობა იზრდება, ხოლო კერძო აქციონერების მფლობელობაში არსებული, კორპორატიული ფასიანი ქალაქების პროცენტი ეცემა. როგორ შეიძლება ერთდროულად ადგილი ჰქონდეს ამ ორ მოვლენას? პასუხი აქციებზე ინსტიტუციონალური და პირადი საკუთრების ურთიერთწინააღმდეგობაში უნდა ვეძებოთ. დღეისათვის მთელი საოჯახო მეურნეობის (households) 48%-ზე მეტი აშშ-ში აქციებში ინვესტირებით ხორციელდება. 1990 წელს ეს მაჩვენებელი 22% იყო. ოღონდ დღეისათვის აქციების 60% ეკუთვნის საპენსიო ფონდებს, თანაზიარ ფონდებს და სადაზღვევო კომპანიებს. ასე რომ, სულ უფრო და უფრო მეტი ცალკეული ადამიანები ახდენენ ინვესტირებას ბაზრებზე. მაგრამ ისინი ახორციელებენ ამას ირიბად, საპენსიო პროგრამებში მონაწილეობით (pension plans) და თანაზიარ ფონდებში (mutual funds) დაბანდებათ. ნებისმიერ შემთხვევაში აქციების ბაზრის ეფექტიანობა დღეს დიდ გავლენას ახდენს აშშ-ს მოქალაქეთა კეთილდღეობაზე, ვიდრე ამას აქამდე ჰქონდა ადგილი.

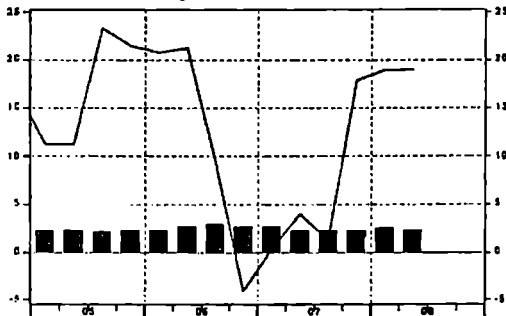
აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ დღეისათვის აქციებს უშუალოდ ფლობენ ზემოთ აღნიშნულ ფონდებში და კომპანიებში მომუშავე ინსტიტუციონალური პორტფელური მენეჯერები (portfolio managers). ასევე აღსანიშნავია ისიც, რომ თუკი ფონდი ფლობს მოცემული კომპანის აქციების დიდ პაკეტს, იგი შეიძლება წააწყდეს ამ აქციებზე ფასების მნიშვნელოვან დაცემას თავიანთი აქციების გაყიდვის მცდელობისას, რითაც ცხადია, თავად, დაინტერესებული არ არიან. ასე რომ, გარკვეული მოსაზრებით მსხვილი ინსტიტუციონალური

ინვესტორები „ყინავენ“ თავიანთ პორტფელელებში ამ აქციების პაკეტებს. ამ მოვლენამ მიიღო სახელწოდება „აქციების შეზრდა“ (relationship investing). ასეთი ფონდების მენეჯერები იძულებულნი ხდებიან იმოქმედონ გრძელვადიანი სტრატეგიული ინვესტორების (strategic stockholders) რანგში. კერძო პასიური აქციონერებისაგან განსხვავებით პორტფელურ მენეჯერებს შეუძლიათ აქტიური ზეგავლენა მოახდინონ ცუდად მომუშავე კომპანიის ხელმძღვანელობაზე და აიძულონ ისინი იმოქმედონ მესაკუთრების ინტერესებიდან გამომდინარე.

## 1.5. მსოფლიო ფინანსური კრიზისის გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე

2007 წლის აპრილ-მაისში დაწყებულმა საკრედიტო რეიტინგების მასიურმა შემცირებამ და ლიკვიდობის პრობლემამ ბანკებში (პირველად Northern Rock) და 2005 წლიდან დაწყებული უძრავ ქონებაზე ფასების ვარდნის შედეგების ბანკის აქტივების გაუფასურებაზე გავლენის და საბოლოოდ, რიგი ბანკებისათვის გამაკოტრებელი ეფექტის გამოვლენამ 2008 წლის სექტემბერში კრიზისის ფაზაში გადაიანაცვლა.

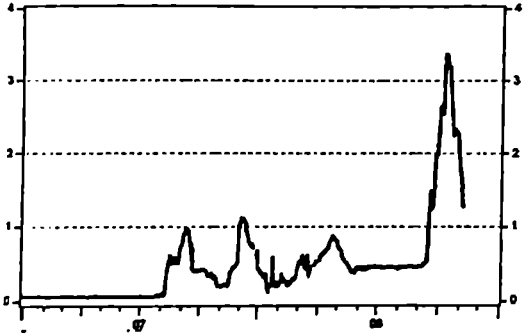
ფინანსური სექტორი მნიშვნელოვნად დაზარალა ენერგომატარებლებზე ფასების უპრეცედენტო ტემპებით აწევამ, რაც კრიზისის გამოვლენის და საკრედიტო რესტრიქციის შენდევ მკვეთრად დაეცა (ნახ.5.1).



ნახ. 1.1. საომოხმარებლო ფასების ინდექსი (ა) - ენერგეტიკის ინდექსი (ბ) 1984წ.-100% და (ბ) ე. ფ. "ფილიპინის ინფლაცია" (გამოითვალა ენერგო-პროდუქტებზე ფასების ცალილუბის გათვალისწინების გარეშე)

მოხმარების სტრუქტურაში ნავთობპროდუქტების იძულებითმა მაღალმა ხარჯებმა მოსახლეობის ფართო ფენების დანაზოგებსა და შესაბამისად ინვესტიციების მოცულობაზე უარყოფითად იმოქმედა,

ასევე გაზარდა პროდუქციის თვითღირებულება. ასე რომ, მოთხოვნა შემცირდა და თანაც ორფაქტორიანი ეფექტით (მეორე ფაქტორი, რომელიც ნაწილობრივ პირველის გავლენითაც იქნა ფორმირებული, კორპორაციების მოგების შემცირებას და მათ ფასიან ქაღალდებზე ფასების ვარდნას უკავშირდება). 2007 ნავთობზე ფასების შემცირების მიზნით ცალკეული ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მიერ ფულად-საკრედიტო რეგულირების ბერკეტების გამოყენების კონკრეტულმა ურთიერთშეუთანხმებელმა მცდელობებმა, საგადამხდელო ბალანსების გათვალისწინებით, სავალუტო კურსების მნიშვნელოვანი მერყეობები გამოიწვია. მრავალგანზომილებიანი განსხვავებული პრიორიტეტების და სიძნელების ფონზე პრობლემები უმთავრესად საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობაში აისახა. ნავთობის გაძვირება თითქოს უპირველესად აშშ დოლარის მსყიდველობითუნარიანობაზე უნდა ასახულიყო, მაგრამ მსოფლიოს მთელ რიგ ქვეყნებში ნავთობის იმპორტის (ფულად გამოხატულებაში) გაზრდა, როცა გარიგებები აშშ დოლარებით იდება, ამერიკულ ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდა და მის მიმართ იაპონური იენის, ევროს და ფუნტ სტერლინგის დეკლავაცია გამოიწვია. ნავთობზე ფასების ვარდნის დაწყებისთვის ფინანსური კრიზისი უკვე აშშ-ის ფარგლებს გარეთ იყო გავრცელებული, თანაც აშშ-ში საპრეზიდენტო არჩევნებმა მდგომარეობის უკეთესობისკენ შემობრუნების მოლოდინი შექმნა. ამჟამად მსოფლიოს ქვეყნები ამცირებენ ძირითად საპროცენტო განაკვეთებს და მათ შორის სხვაობაც მცირდება (ნახ.1.2).



ნახ.1.2. სარედი LIBOR OIS განაკვეთებს შორის

ფასიანი ქაღალდების ბაზარს მნიშვნელოვანი დარტყმა მიაყენა საბანკო კორპორაციების საკრედიტო დერევატივების და საბანკო პოლდინგებში შემავალი ფირმების, განსაკუთრებით, ბანკების მიერ კრედიტების სეკურიტიზაციის მიზნით დაარსებული სპეციალური კომპანიების (SPV) აქტივების გაუფასურებამ (SPV-ის აქტივები შედგება კომერციული ვალის ობლიგაციებისგან (CDO), კერძოდ, ამ შემთხვევაში, უმეტესწილად იპოთეკური საკრედიტო ვალის ობლიგაციებისგან (CMO), რომელიც წარმოადგენს აქტივებით გამყარებული ფასიანი ქაღალდების (ABS) ერთერთი სახის,—იპოთეკით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების (MBS) ერთობლიობით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებს. ეს ნამდვილი პირამიდა, რომელშიც ყოველი შემდგომი დონის ფასიანი ქაღალდი უფრო დაბალი დონის ფასიანი ქაღალდით მხოლოდ ნაწილობრივ იყო უზრუნველყოფილი, ხოლო MBS-ების ერთადერთ უზრუნველყოფას წარმოადგენდა შესაბამისი უძრავი ქონება, თანაც ნაწილობრივ. უძრავ ქონებაზე ფასების ვარდნამ ყველა დონის ფასიანი ქაღალდები გააუფასურა.

### ბანკებთან ერთად, რომლებიც ვერ აუდიან სუბპრაიმ

კრედიტებისგან მიღებული ზარალის თვლას და ამავდროულად ტოპმენეჯერებზე ბონუსების გაცემას, საფინანსო სფეროს ექსპერტები კრიზისში აღანაშაულებენ ე. წ. “კვანტებს” უოლ-სტრიტსა და მსოფლიოს სათაო საფინანსო ცენტრებში. რამდენად შეიძლება შეესაბამებოდეს მიმდინარე პროცესებს “თევზის თავიდან აყროლების” მოსაზრება, ძნელია ცალსახად ითქვას. ერთის მხრივ, ფინანსური ინსტიტუტს ვერ გავკიცხავთ ბაზრის წილის შესანარჩუნებლად აგრესიული დაკრედიტებისთვის, თუკი ის პოზიტიური მოლოდინითაა ნაკარნახევი, ოღონდ საკანონმდებლო-მარეგულირებელი ნორმატივების დაცვით, მაგრამ სწორედ ამ რეგულაციებს არ უნდა მიეცა საშუალება ბანკებისა თუ სხვა ფინანსური სუბიექტებისათვის მოქცეულიყვნენ, ან უფრო მართებული იქნება თუ ვიტყვით, მოქცეოდნენ დეპოზიტართა და სხვა დებიტორთა სახსრებს ისე უპასუხისმგებლოდ და უდიერად, როგორც მონტე-კარლოს კაზინოებში ფსონოს დამდები მილიონერები. რეგულირების არსებული ჩარჩოები კი ვერ ან არ შეესაბამება რისკის მართვის (მარეგულირებელი ნორმატივების, კერძოდ რისკით

შეწონილი აქტივების კაპიტალთან ფარდობის კოეფიციენტების, სარეზერვო მოთხოვნების ლიკვიდობის ნორმატივების, ღია სავალუტო პოზიციების ლიმიტების და სხვათა ფორმალური დაცვის მოსაზრებიდან გამომდინარე) ახალ მეთოდებს, საკრედიტო დერივატივების განვითარებას და ბალანსგარე ოპერაციების გაფართოებას. ამასთან, თანამშრომელთა ბონუსური ანაზღაურების სქემა, რომელზეც გადასულნი არიან დასავლური საფინანსო ინსტიტუტები (ცხადია, მხოლოდ საბროკერო სახლებს არ ვგულისხმობთ) ზრდის აგენტის დაინტერესებას გარიგებათა მოცულობის გაზრდაში, მ. შ. კომპანიისთვის არასასურველი პირობებით ვალდებულებების აღებით, მაღალრისკიან აქტივებში ინვესტირება არსებული ან საპროგნოზო მონაცემების ოპტიმისტური შეფასებითაც კი, მაგ. პოტენციური მსესხებლის კრედიტუნარიანობის გაზრდილი შეფასებით. ესაა ინტერესთა კონფლიქტი, როცა ოპერაცია აგენტს ბონუსის გაზრდას ჰპირდება, ხოლო პრინციპალს პოტენციურ ზარალს უქადის.

მოდით, ისევ „კვანტებს“ და მათ მათემატიკურ მეთოდებს მივუბრუნდეთ, რომელიც თითქოს ზუსტ მეცნიერებას ემყარება, მაგრამ გავიხსენოთ უმაღლესი მათემატიკის სოფისტიკური წინააღმდეგობები, რომლებიც უკავშირდება მაგალითად უსასრულობისკენ ან ერთი და იმავე რიცხვისკენ სწრაფვადი ორი ფუნქციის ფარდობას და ა.შ რომელთა გაწარმოება წინააღმდეგობრივია და განუზღვრელობის სახელით არის ცნობილი. პარადოქსია, მაგრამ სწორედ ასეთი დეტალიზაციით მივედივართ ელემენტარულ საფუძვლებზე აკებული მეცნიერებიდან ურთულესი და უზოგადესი ცნებების—სივრცის და დროის (ეს უკანასკნელი ფილოსოფიაში უნივერსალურად არის აღიარებული) დისკრეტულობის დიქოტომიისკენ. პარადოქსულად უღერს, მაგრამ გენიალურობა სიმარტივეშია და ილღას სიტყვებით რომ ვთქვათ, არ არსებობს დიდი და პატარა საოცრებები. სოფისტიკური მოდელები, რომლებიც მრავალდონიანი მულტივარიაციული ანალიზის მეთოდებს იყენებენ, ხშირად კარგავენ ფოკუსს და მათი გამოყენება აქტივების და ვალდებულებების მართვაში თავადვე ქმნის რისკის ახალ წყაროს. გარდა იმისა, რომ ამ მოდელების უმრავლესობა დაშორებულია ელემენტარულ ბაზისს და შესაბამისად, ანალიზის შედეგები ძნელად

აღსაქმელი და ზოგჯერ არაარსებითა. აღსანიშნავია ისიც, რომ ბოლო რამოდენიმე წელია ფინანსური მენეჯმენტის პროგრამები ხელმისაწვდომია ინტერნეტით და მათი პროვაიდერები ამ პროდუქტის რეკლამირებას რთული მრავალგანზომილებიანი სქემების ანოტაციით და არასრული პრომოვერსიებით ცდილობენ, მათ შორის მრავლადაა დილექტანტური თვითშემოქმედება. არასაკმარისი კვლიეფიკაციის მენეჯერების ნაწილი ზოგჯერ ბრმა ნდობით იყენებს ამ კომპიუტერულ სისტემებს. არასწორი გადაწყვეტილების პრობლემის გარდა, არ უნდა დაგვავიწყდეს მენეჯერების და ზოგადად თანამშრომლების ბოროტგანმზრახველობის ან უდიერი დამოკიდებულების პრობლემა. მნიშვნელოვანია ბაზრის და/ან აქციონერების შეცდომაში შეყვანის მცდელობები სასურველი მიზნის მისაღწევად ანუ ასიმეტრიული ინფორმაცია. ახლახან ამას ადგილი ჰქონდა შოციეტე ენერალე-ს შემთხვევაში, როცა ჯერ მენეჯმენტმა მიმდინარე ზარალი ბუღალტრულად “მიაფურჩა” იმ-იმედით, რომ ჟუდიტირებული წლიური (2008 წ.) ანგარიშგების მომზადებამდე სხვა ანგარიშებიდან ამ პრობლემის გადაფარვას შეძლებდა, შემდეგ კი 5 მილიარდის გაუზინარება, რაზეც საფონდო ბირჟას დაგვიანებით ეცნობა და თანამშრომელს დაბრალდა. რამდენად სანდოა ფინანსური ბაზრის მონაცემებზე დაფუძნებული ანალიზი, თანაც შემთხვევითი მოდელების გამოყენებით?—დასკვნები მკითხველისთვის მოგვინდია.

### **ქაიხინი მისი-მედიკინაში ახალი**

და მაინც, კონკრეტულად, რა არის ის მთავარი ვირუსი, რომელმაც იმუნოდეფიციტის სინდრომი გააჩინა და მოშალა მთელი ეკონომიკური ორგანიზმი და მისი ცხოველყოფილი ფინანსური სისტემა,—ამის მხოლოდ ცალკეული ასპექტების ჩვენებაა შესაძლებელი, თანაც ჯერაც ნაწილობრივ გამოვლენილი სიმპტომების დიაგნოსტიკით. იმის მიხედვით თუ პრობლემის რომელ მიზეზებს და შედეგებს დაუკავშირებთ ერთმანეთს და განვიხილავთ შედარებით ფართო დატვირთვით, სხვა ასპექტები და მიზეზები შესაბამისად გამომდინარე ვიწრო კუთხით წარმოგვიდგება ანუ მიზეზ-შედეგობრივ რეალობას სრულად ვერ აღვადგენთ. ჯერჯერობით ადამიანის გონებას უჭირს წარმოიდგინოს კომპლექსური სივრცე სამზე მეტი განზომილებით, რაც თეორიული ფორმულირებით მიღებულია და იმპლემენტირებულია რისკის შეფასებისა და მართვის კომპიუტერულ მოდელებსა და სისტემებში. ფინანსური მენეჯერების,

როგორც ადამიანების არათანაბარზომიერი ნდობის შეუსაბამო ხარისხმა არცთუ სრულყოფილი კიბერნეტიკის პროდუქტებისადმი და რაც მნიშვნელოვანია, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური რევოლუციის პირშო პოსტინდუსტრიული ეკონომიკის ვირტუალურმა ილუზიებმა, ფინანსური თუ სხვა რისკების პორთფელური მართვის სიმულაციურმა კომპიუტერულმა მოდელებმა არსებითად შეცვალეს რეალობის აღქმა, რისკისადმი დამოკიდებულება, მომავლის წარმოდგენები და ფინანსური ურთიერთობების არაბუნებრივი მიმართულებებითა და მასშტაბ-პროპორციებით წარმართვაში უმთავრეს მაპროვოცირებელ ფაქტორად იქცნენ.

საკმაოდ ძნელია იმის განსაზღვრა, პირველად ფინანსური კრიზისი გადაედო მთლიანად ეკონომიკას თუ ზოგადმა ეკონომიკურმა პრობლემებმა შეიწირა ტრილიონობით დოლარის ღირებულების ფასიანი ქაღალდების ფუნქციონირება. ამ დამოკიდებულებათა ვექტორის მიმართულება წარმოჩინდება იმის მიხედვით, თუ რა დონის პრობლემებს განვიხილავთ, ანუ ამ ვექტორის მიმართულება კრიზისის განვითარების დინამიკაში იცვლება. საბანკო-საკრედიტო ორგანიზაციებს საკრედიტო რეიტინგის და ლიკვიდობის პრობლემები კრიზისის გამოვლენამდე თითქოს ნაკლებად ჰქონდათ არა იმის გამო, რომ თითქოს საკრედიტო რისკები არ იყო გაზრდილი, არამედ ეს რისკები უბრალოდ ბალანსგარე ანგარიშებში იქნა გატანილი. მიზეზი ცალსდახაა, - რათა გაზრდილი რისკის კოეფიციენტები არ ყოფილიყო გამოყენებული რეგულაციური მოთხოვნებისთვის რისკების მიხედვით შეწონილი აქტივების გაანგარიშებაში. რისკების დამალვის და დებიტორული დავალიანების სანაცვლოდ ლიკვიდური ფულადი ნაკადების მოზიდვის მიზნით სექურიტიზაციის და საკრედიტო დერივატივების გამოყენება უაღრესად ეფექტური, ხოლო მარეგულირებელთა რეაქცია დავიანებული და საკმაოდ რბილი აღმოჩნდა.

### **კრიზისის დასრულების ხანის დასაწყისი**

ერთის მხრივ, რეგულაციურ არბიტრაჟთან დაკავშირებული შეზღუდვების თავიდან აცილებამ და 10-15 წლის ეკონომიკური ზრდის ტენდენციაზე დაყრდნობილმა პროგნოზებმა საკრედიტო მენეჯერებს მეტად თამამი საკრედიტო ექსპანსიისკენ უბიძგა. ამან საწყის ეტაპზე სამომხმარებლო ბუმი საცხოვრებელ ბინებზე ფასების



მატება და ეკონომიკური ზრდა გამოიწვია. გაზრდილი აქტივობის ფონზე კორპორაციებმა საინვესტიციო მიზნებისთვის ფულადი ნაკადების გაზრდა აქციების, ობლიგაციების სხვა სავალო ფასიანი ქარაღების გამოშვების გაზრდით ცდილობდნენ და ახალ-ახალი კორპორაციების და რთული ფასიანი ქაღალდების გაჩენასთან ერთად პოტენციურ ინვესტორს (მათ შორის კი საკმაოდ მომრავლდა გამოცდილების არმქონე პირები, რომლებიც ხშირ შემთხვევაში ინტერნეტის გამოყენებით ფასიან ქაღალდებს იძენენ არა მათი რეალური შემოსავლიანობის, არამედ საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით, სერიოზული რისკ-ანალიზის გარეშე). ნრონ-ის გაკოტრებამ კორპორაციათა სავალო ფასიანი ქაღალდების მიშინდევლობა საკმაოდ გააფერმკრთალა იმდენად, რომ „ფინანსური ბუშტი“ საკრედიტო ორგანიზაციების მიმართულებით „გამობერილიყო“ და ეკონომიკის ყველაზე სწრაფად მზარდი საკრედიტო სექტორი რეალური ეკონომიკისგან მოეწყვიტა. „საკრედიტო ბუშტის“ წარმოქმნა საცხოვრებელ ფართებზე ფასების ბუშტის წარმოქმნას უკავშირდება; იპოთეკური კრედიტების ხელმისაწვდომობის გაზრდით გამოწვეული ფასების მატება შეიძლებოდა გაგრძელებულიყო მანამ, სანამ უძრავი ქონების ბაზარზე ვითარება არ შეიცვლებოდა, თუმცა იმიგრაციის შეზრუდვამ აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში, ამ უდიდეს ბაზრებზე საცხოვრებელ ბინებზე მოთხოვნა შეამცირა. ბანკები დაინტერესებულნი იყვნენ უძრავ ქონებაზე ფასების ზრდით. ეს შეიძლება ავსხნათ შემდეგი გარემოებებით: იპოთეკური სესხები შესაძენი ბინებით იყო უზრუნველყოფილი და შესაბამისად მათი საბაზრო ღირებულება განსაზღვრავს მსესხებლის დეფოლტის შემთხვევაში კრედიტებზე შესაძლო დანაკარგების არსებობას და/ან მის სიდიდეს, სესხის ვადის გასვლამდე, წინმსწრებ დაფარვამდე ან დეფოლტამდე კი შესაბამისი საკრედიტო წერილის ან მისით გამყარებული ფასიანი ქაღალდის, როგორც აქტივის ღირებულებას. კრედიტორის ინტერესი უძრავ ქონებაზე ფასის გაზრდასთან დაკავშირებით ეწინააღმდეგება მსესხებლისას და რაც მთავარია, ბინაზე ფასების გაზრდა განვადების დროის მანძილზე მის ფულად ნაკადებში ზრდის ხარჯების წილს; მსესხებლის ფულადი ნაკადები მისი გადახდისუნარიანობის

მნიშვნელოვანი კომპონენტია. უძრავ ქონებაზე ფასების შეუფერხებელი ზრდის და მსესხებელთა სიმრავლის ფონზე და საკრედიტო ორგანიზაციებს შორის კონკურენციის გამძაფრების კვალობაზე ბანკების მიერ მსესხებლის კრედიტუნარიანობის ანალიზის ხარჯების შემცირების მოტივაციამ განაპირობა აქცენტის გაკეთება იპოთეკური კრედიტის უზრუნველყოფაზე და ამ პრიორიტეტმა მსესხებლის კრედიტუნარიანობა ფაქტიურად მეორადი მნიშვნელობისა გახდა; არადა, იგი სესხის დაფარვის უპირველეს წყაროს უნდა წარმოადგენდეს და პრუდენციული სამართლის მოთხოვნებით იპოთეკა, როგორც სესხის დაფარვის საშუალება, მხოლოდ უკიდურეს შემთხვევაში უნდა იქნას გამოყენებული. მართალია ამ მოთხოვნას არც ბანკები არღვევენ, თუმცა გათვლების გაკეთება არა იმდენად მსესხებლის მიერ სესხის დაბრუნებაზე მისი კრედიტუნარიანობის (განსაკუთრებით, შესაბამისი ფულადი ნაკადების მიხედვით) ანალიზის შედეგების ნაცვლად, უზრუნველყოფაზე დაყრდნობა დაკრედიტებაზე გადაწყვეტილების მიღებისას, ნიშნავს იმას, რომ დეფოლტის ალბათობის მარკენებლები საკმაოდ მაღალია. ეკონომიკის რეალური სექტორის 2-3%-იანი ზრდის, ისიც ქონებრივი დიფერენციაციის გაზრდის პირობებში აგრერიგად გაზრდილი ოდენობის მსესხებლების სულ უფრო მეტი ნაწილისთვის კრედიტის დაფარვა შეუძლებელი აღმოჩნდა. ბანკების საკუთრებაში გადასული ბინები კვლავ დაუბრუნდა უზრავი ქონების ბაზარს.

გაზრდილმა მიწოდებამ და გახშირებული დეფოლტების გამო იპოთეკური კრედიტების გაცემის შეზღუდვამ უძრავ ქონებაზე ფასების კატასტროფული ვარდნა გამოიწვია. ეს თავის მხრივ იპოთეკური კრედიტების უზრუნველყოფის კლებას ნიშნავდა. ფასების კლების ტენდენციამ და აქტივების ხარისხის გაუარესებამ, რამაც ასევე ლიკვიდობის პრობლემის გამწვავება განაპირობა (ამ პერიოდში საკრედიტო რეიტინგების შემცირებამ ინვესტორები და ჰიჯ-ფონდები საკმაოდ დააფრთხო), აიძულა ბანკები მინიმუმამდე შეემცირებინათ ახალი კრედიტების გაცემა, უძრავი ქონების გაცემა უმთავრესად იპოთეკური სესხების გამოყენებით ხდებოდა და მის გარეშე საშენებლო სექტორის რეკესიამაც არ დააყოვნა.

აღნიშნული და სხვა პრობლემების და კონკრეტულად, ფინანსური კრიზისის პირველწყაროს—საკრედიტო კრიზისის მიზეზები ჩამოვაყალიბოთ პუნქტობრივად და დეტალურად:

1. დაკრედიტებისას საკრედიტო ექსპერტებისთვის არ იყო აშკარა შეძლებდა თუ არა პრედენდენტი (შემდგომ — მსესხებელი) იპოთეკის დასაფარად საკმარისი ფულადი ნაკადების გენერირებას;

2. იპოთეკა თითქმის სრულად ფარავდა შესაძენი სახლის ღირებულებას, ანუ მსესხებლის თანამონაწილეობა იყო მინიმალური;

3. საპროცენტო განაკვეთი მრავალი სახის სესხზე შეიძლებოდა შეცვლილიყო და გაზრდილიყო მკვეთრად, რაც ყველას არ ჰქონდა გაცნობიერებული;

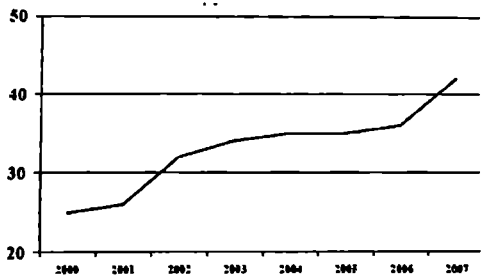
4. ხშირად, მსესხებელი იპოთეკურ სესხს იყენებდა სხვა მიზნებისთვის ნაღდი ფულის მისაღებად;—

5. მრავალი საკრედიტო ოფიცერი და საბროკერო ფირმა უბიძგებდა პოტენციურ მსესხებლებს და ხელს უწყობდა მათ კრედიტუნარიანობის ყალბი პროფილის (ნიღაბის) შექმნაში ბონუსის, ფასნამატის ან საკომისიოს მიღების მოტივით.

**საბაზისი იმითება, საბაზისი დასაცნობა**

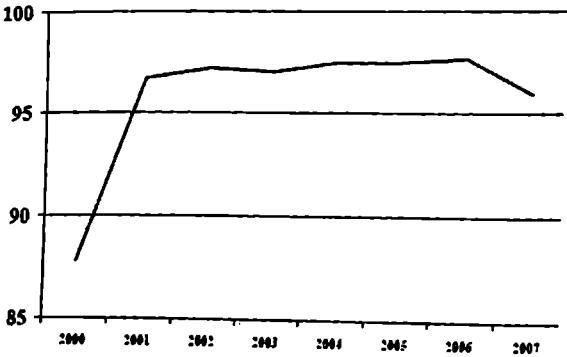
მსესხებლის კრედიტუნარიანობის საკითხზე ჩვენ უკვე ვისაუბრეთ ხარჯების ეკონომიის და აქცენტის უზრუნველყოფაზე გადატანის ჭრილში. დავძენთ იმას, რომ მსესხებლის შემოსავლების ანალიზი საკმაოდ გართულდა, პრობლემა იმაშია, ბოლო დროს სწრაფად გავრცელებულმა ქსელურმა მარკეტინგმა ვირტუალური ეკონომიკის განვითარებამ, როცა ანაზრაურება და შემოსავლები არ არის ფიქსირებული და ვირტუალური ეკონომიკის განვითარებამ, როცა პროგრამული უზრუნველყოფის და სხვა ინტელექტუალური ფასეულობების შეფასების, ასევე, კორპორატიული ურთიერთობების მამოძრავებელ ძალად ადამიანური კაპიტალის და უპირველეს ყოვლისა, მენეჯერული უნარების შეფასების სიძნელეებმა განაპირობა არაადეკვატური გადაწყვეტილებების გახშირება. ამასთან, ბანკები ცდილობდნენ კონკურენტებთან შედარებით ნაკლებად შეეწუხებინათ პოტენციური მსესხებლები დოკუმენტაციის მოთხოვნებით. შესაბამისად,

არასრული დოკუმენტაციის სუბპრაიმ იპოთეკების წილმა 2000 წლის 25%-დან 2007 წლისთვის 43%-მდე გაიზარდა (ნახ.1.3).



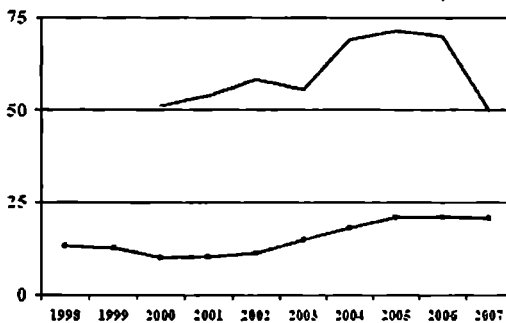
ნახ. 1.3. სუბპრაიმ იპოთეკა არასრული დოკუმენტაციით (%-ულად მთლიან იპოთეკასთან)

სუბპრაიმ დაკრედიტებამ მოითხოვა დანაზოგების არქონის გამო დაბალ შემოსავლიანი მსესხებლებისთვის ბინის შეძენაში თანამონაწილეობის მოთხოვნის შემცირება. ბინების გაძვირების პროგნოზი ბანკისთვის სუბპრაიმ იპოთეკას მისაღებს ხდიდა. მსესხებლის თანამონაწილეობა იპოთეკის გამოყენებით ბინის შეძენაში 2000წელს 14%-ს აღწევდა, თუმცა მომდევნო წლიდან 4%-მდე შემცირდა და ამ დონეზე შენარჩუნდა კრიზისის გამოვლენამდე. აღნიშნული აფიორების მნიშვნელოვან სტიმულატორადაც იქცა (ნახ.1.4).



ნახ.1.4. იპოთეკური ხმსხი/შესაბამისი უპრავი ძონების ღირებულება (%)

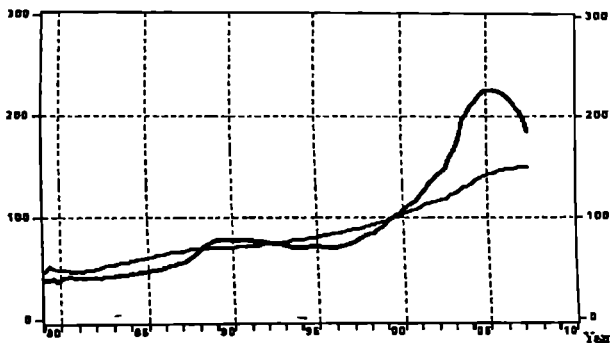
სუბპრაიმ კრედიტების გაცემით მიღებული მაღალი საკრედიტო და უზრუნველყოფის და საკრედიტო დერივატივების გათვალისწინებით (ვეგულისხმობთ უკვე 2001 წლის ფლუქტუაციებს უძრავი ქონების ბაზარზე და 2005 წლიდან საცხოვრებელ და კომერციულ ფართებზე ფასების ვარდნის ტენდენციას, ასევე გაზრდილი რისკების შესაბამისად რისკის მართვის არასაბალანსო ოპერაციების გაზრდილ ხარჯებს და აქტივებით გამყარებული ფასიანი ქაღალდების ფასის ვარდნას საკრედიტო რეიტინგების შემცირების კვალობაზე) საბაზრო რისკების კომპენსაციას ბანკები ახდენდნენ კრედიტის ცვლადი განაკვეთით გაცემის პირობით. თუკი ე. წ. პრაიმ იპოთეკაზე ის მერყეობდა 10%-დან 23%-მდე, სუბპრაიმისთვის ამპლიტუდაც მეტი იყო და მისი ქველა ზღვარიც: 50%-70% (ნახ.1.5).



ნახ.1.5. ცვლადგადახანაკვეთიანი იპოთეკის წილი პრაიმ (ა) და სუბპრაიმ (ბ) იპოთეკურ კრედიტებში

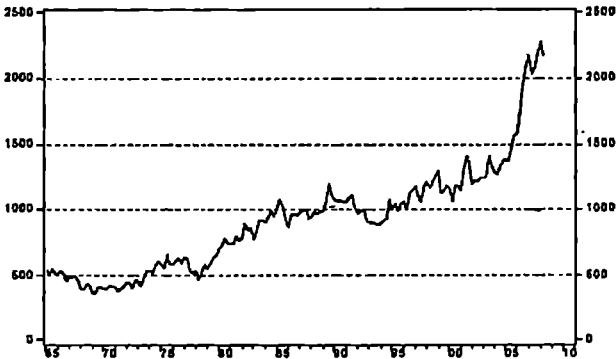
ზოგადად, RAROC მოდულებისთვის დამახასიათებელი „შემოსავლიანობა რისკის გათვალისწინებით“ კონცეპტუალური საფუძველი ვფიქრობ მისაღებია დაკრედიტების და ზოგადად, ინვესტირების თეორიული ბაზის დონეზე, როგორც პრიორიტეტის მინიჭების კრიტერიუმში ერთგვაროვან კრედიტორებს, გნებავთ, საინვესტიციო პროექტებს შორის ერთერთის არჩევისთვის, მაგრამ გასათვალისწინებელია ისიც, თუ რამდენად იქნება გარანტირებული და რამდენად იცვლება შესაბამისი რისკები საპროცენტო განაკვეთის სხვადასხვა სიდიდეებისათვის. დიდი მოცულობის სესხების შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის გაზრდა პირდაპირ და თითქმის

სრულად ზემოქმედებს თვით კონტრაგენტის გადახდისუნარიანობაზე. რეალურად კი როგორც ვხედავთ, ნაკლები გადახდისუნარიანობის მქონე პირებისთვის საპროცენტო მოთხოვნა უფრო მაღალი იყო, ვიდრე პრაიმ იპოთეკების შემთხვევაში. (ნახ. 1.6.)



აღსანიშნავია, რომ ბიზნეს სესხების შემთხვევაში უზრუნველყოფის სახით (გირაო, ნაცვლად იპოთეკისა) გამოსაყენებელი აქტივების დიდი ნაწილის იმავე ბიზნესების რისკებთან კავშირის გამო ბანკები არა იმდენად საპროცენტო განაკვეთებით მანიპულირებდნენ, რამდენადაც ბიზნეს გეგმებს და ფირმის ფინანსურ მდგომარეობას აანალიზებდნენ მაქსიმალურად, ამასთან, დივერსიფიკაციის შესაძლებლობა, ბიზნესის სახეების მიხედვით, მით უფრო უზრუნველყოფისა, აქ შედარებით მეტია. ამიტომაცაა, რომ საკრდიტო კრიზისი და დეფოლტის სიდიდეები უფრო მეტად იპოთეკასთან მიმართებაში გამოვლინდა; ადვილად მოძიებული უზრუნველყოფა, რასაც ფაქტიურად ყველა შემთხვევაში უძრავი ქონება წარმოადგენდა, დეფოლტის შემთხვევაში ბანკების საკუთრებაში გადავიდა, ბანკებმა კი ისინი შესთავაზეს ბაზარს, რომელმაც გაზრდილ მიწოდებაზე რეაგირება მოახდინა ფასების შემცირებით და ბანკები უკვე ვერ ახდენენ დეფოლტის გადაფარვას იპოთეკის რეალიზაციით. ამასთან ე. წ. „ჰაერის“ გაყიდვის პრაქტიკის გამო, არაშენებული ბინების ნაწილი დეფოლტის მომენტისთვისაც არ იყო აშენებული. სამშენებლო ბუმი ფასების ვარდნის გამო ჯერ

სტანდარტით შეიცვალა, შემდეგ კი რეცესიაც თვალსაჩინო გახდა. ნახაზზე ნაჩვენებია საცხოვრებელი სახლების ფასების ინდექსების დინამიკა, საბაზისო 2000 წლის დონის მიმართ. როგორც ვხედავთ 2005 წლის პიკის შემდეგ ფასები მკვეთრად ეცემა, ხოლო ვაკანტური საცხოვრებელი ბინების რიცხვი იზრდება (ახალი მშენებლობების შემცირების კვალობაზე ეს ზრდა უმთავრესად კრედიტორების და დეველოპერების მიერ ჩამორთმეული ბინების ხარჯზე გრძელდება, რაც სურათს უფრო ამუქებს (ნახ.1.7).

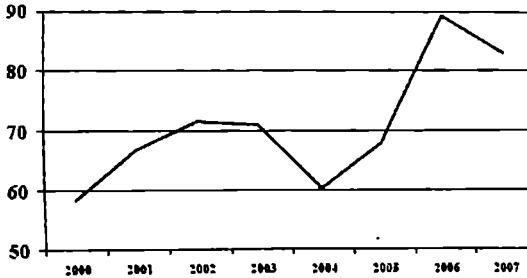


ნახ.5.7. მაკანტური საცხოვრებელი ბინების რიცხვი (1000)

კრედიტების „გაფუჭებისა“ და ლიკვიდობის პრობლემის გამწვავების გამო ბანკების ნაწილმა სხვა სახის დაკრედიტებაც შეაჩერა ანდაც პირობები გაამკაცრა, მრავალმა მსხვილმა ბანკმა რეგულაციური ნორმების და კაპიტალის და ლიკვიდობის კოეფიციენტების დაცვის სიძნელეების რეორგანიზაცია განიცადა, ნაწილი გაკოტრდა. აშშ-ში კრიზისის დაწყებიდან დღემდე კომერციული ბანკების რიცხვი 7280-დან დაახლოებით 7000-მდე შემცირდა (ზუსტი ციფრის დასახელება აზრს მოკლებულია, რადგან ბანკების შერწყმა-გაერთიანების და გაკოტრების პროცესი კვლავაც გრძელდება). აუცილებელი გახდა ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ უდიდესი გიგანტების: – Fannie Mae და Ginnie Mae გამოსყიდვა.

ბროკერული სესხების გაფართოებაც ერთერთი მნიშვნელოვანი გარემოებაა. ე.წ. „საბითუმო სესხების“ წილი დაკრედიტების მთლიან მოცულობაში 2004 წლის 60%-იანი სევმენტიდან 2007 წლისათვის

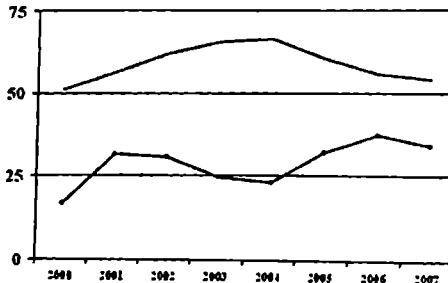
90%-იანამდე გაფართოვდა. ბუნებრივია, საკრედიტო შუამავლები (ოღონდ მხოლოდ ბროკერები და არა დილერები) კრედიტების დაბრუნების გარანტირებულობაში უშუალოდ ბანკებთან შედარებით ნაკლებად არიან დაინტერესებულნი (ნახ.1.8.).



ნახ.1.8. საბროკერო-საბითუმო არხებით განხორციელებული დაკრედიტების წილი

საკრედიტო ოფიცრების დაინტერესება, კრედიტები გაცემულიყო ნაკლებადგადახდისუნარიან კლიენტებზეც კი, – გამოიწვია გაცემული კრედიტების მიხედვით ბონუსურმა სახელფასო სქემამ, რაზეც ჩვენ უკვე ვისაუბრეთ.

კონკურენციამ აიძულა ბანკები დაეკმაყოფილებინათ მსესხებელთა მოთხოვნა ნაღდი ფულით დაკრედიტებასთან დაკავშირებით; ამან და მსესხებლის თანამონაწილეობის მოთხოვნის შემცირებამ მსესხებლებს კრედიტის არამიზნობრივად გამოყენების შესაძლებლობა მისცა (ნახ.1.9.), სისტემის მოშლა გამოიწვია (ე.ი. თვით ამ სისტემის



ნახ.1.9. ნაღდი ფულით დაკრედიტების წილი ა) კრედიტ და ბ) სუბპარამიზ იართოქურ სესხებში



ნაკლოვანებმა და მისი ბუნების არასათანადოდ შეფასებამ). 15-წლიანმა შეუფერხებელმა ეკონომიკურმა აღმავლობამ ადამიანებს აფიქრებინა, რომ წარმოების, საქონლისა და მომსახურების სექტორის რეალური ზრდის გარეშე გამდიდრება შესაძლებელი იყო. ეკონომიკის რეალურ სექტორს ფინანსური სექტორი კოლოსალურ ზედნაშენად ტიტანური ძალით დააწვა. დღეს რეალურ სექტორს მთელი ფინანსური ოპერაციების მხოლოდ 2-3% მიეკუთვნება, ხოლო დანარჩენი – ფინანსები ფინანსების შიგნით მუშაობენ. მიმდინარე მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი “დიდი დეპრესიიდან” თითქმის 80 წლის შემდეგ კვლავაც ადასტურებს, რომ თვითდინებაზე მიშვებული ეკონომიკა არათუ მაქსიმალური შესაძლებლობების ზღვარზე ვითარდება, – როგორც ეს კეინზის და სხვა ეტატიკოსების (ფრანგ. état-სახელმწიფო) შეხედულებათა უარყოფელ ბაზრის “უხილავი ხელის” აპოლოგეტ ლიბერტარიანული იდეათა მქადაგებლებს აქვთ დაზატული, არამედ უსაზღვროდ მაღალი ქონებრივი დიფერენციაციის ისეთ პირამიდად იქცა, რომელიც თავდაყირა დგას\* და მცირედი შეტორტმანება განადგურებას უქადის. ამ პირამიდის კოლაფსისთვის საკმარისი იყო ერთი რომელიმე შემაკავებელი მბაბლანსირებელი ძაფის გაწყვეტა და ასეთი გახლდათ სამშენებლო და საბანკო გიგანტებს შორის გაბმული საკრედიტო ხაზი (აქ აუცილებლად საბანკო ტერმინოლოგიით განსაზღვრული “საკრედიტო ხაზი” არ არის ნაგულისხმევი მხოლოდ და მხოლოდ), რომელიც “ჰაერზე იყო გამოკიდული”. შევნიშნავთ, რომ ახალი ბინების მშენებლობა ხდებოდა ფინანსური პირამიდის სქემით, ისე,

\*-“თავდაყირა დგომაში” ვგულისხმობთ იმასაც, რომ თანამედროვე ეკონომიკაში მისი ისეთი ზედნაშენი სისტემური შემადგენელი, როგორც ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტების ერთობლიობაა, განუზომლად დიდია მის ბაზისთან-რეალურ სექტორთან შედარებით. “Bloomberg”-ის ანალიტიკოსთა შეფასებით მსოფლიოში წელიწადში იწარმოება 50 ტრილიონი დოლარის ღირებულების საქონელი და მომსახურება, სწორედ ეს თანხა უპირისპირდება 1,5 კვადრილიონი (კვადრილიონი – ათასი ტრილიონი!) დოლარის ნომინალის ფასიან ქაღალდებს: სახელმწიფო და კერძო ობლიგაციებს, აქციებს, თამასუქებს, ფიუნერებს, ოფციონებს და მრავალი სხვა დასახელების და პირობების ფინანსურ დერივატივებს. სარეიტინგო კომპანია Fitch-ის მონაცემებით, საკრედიტო დერივატივების მოცულობა 45 ტრლნ. დოლარს აღწევს, მხოლოდ საკრედიტო სეკურიტიტების ბაზრის მოცულობა კი ბოლო 10 წელიწადში \$350 მლრდ-დან \$33 ტრლნ-მდე (2008 წ.) გაიზარდა, რასაც ბრიტანეთის ბანკების ასოციაცია (BBA) ადასტურებს.

რომ მაღალსართულიანი კორპუსების ბინები იყიდებოდა ისე, რომ საძირკველიც კი არ იყო ჩადებული. თავისთავად ამგვარი ურთიერთობა რეალური გათვლების შემთხვევაში აუცილებელიც კი არის ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისთვის, მაგრამ პროგნოზების გაკეთებისას გარკვეული ხარისხის კონსერვატიზმი აუცილებელია.

ანალიტიკოსები მიიჩნევენ, რომ ახლანდელი კრიზისის ძირითადი მიზეზი მხოლოდ აშშ-ს იპოთეკური ბაზრის პრობლემები არ არის. იპოთეკა დაკავშირებულია რეალურ ეკონომიკასთან, რაც თავის მხრივ საინვესტიციო მოთხოვნის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია. იპოთეკური დავალიანება აშშ-ში 12-13 ტრილიონ დოლარს შეადგენს, ხოლო მსოფლიო სავალუტო ბაზარზე ოპერაციების მოცულობა დღეში 2 ტრილიონი დოლარია და აქედან მხოლოდ 4-5%-ია ოპერაციები რეალურ ეკონომიკაში, დანარჩენი კი სპეკულატური ფულია.

სპეკულატური ოპერაციების მასშტაბები კოლოსალური სისწრაფით იზრდებოდა - წელიწადში 12-15%-ით. ფულადმა სისტემამ, რომელმაც ასეთი სიტუაცია დაუშვა, შეუძლებელია დიდ ხანს იარსებოს. ამით ირყევა კერძო საკუთრების ინსტიტუტი, რომელიც ითხოვს რეალურ და არა ვირტუალურ ფულს. კრიზისის პირველი ნიშნები, როგორც წესი, ბანკებზე აისახება, შემდეგ უკვე - რეალური ეკონომიკის სექტორებზე, ბოლოს კი სახელმწიფოს საფინანსო

---

\*-შენიშნავ, რომ ფულის მასის ნაკლებობის შეფასებისგან რადიკალურად განსხვავდება აშშ პრეზიდენტის ეკონომიკური გუნდის მრჩეველ ლორა ტაისონის ანალიზი, რომელიც მან ახლახან თბილისში სტუდენტებთან შეხვედრაზე წარმოადგინა. როგორც ჩანს, მას მხედველობაში აქვს ფულის აგრეგატებთან ერთად ისეთი ფასიან ქალაქები და ელექტრონულ აქტივები, რომლებიც ჯანსაღ ეკონომიკური ურთიერთობებისას ფულის როლს ასრულებენ, თუმცა ეკონომიკური აქტივობის შეწელებისას და რისკების ზრდისას ეს როლი არ სრულდება, ანუ ფულის ფუნქციები ასეთ აქტივებს არა აქვთ და შესაბამისად, მათი ფულთან გათვლება არამართებულად მიმაჩნია, ისევე როგორც მათი ლიკვიდობა კრიზისის პირობებში ნულისკენ მიისწრაფვის. ჩვენელი დასკვნა პირობითია, რამდენადაც პოსტინდუსტრიულ ეკონომიკაში "ფულის გაცოცხლებად" განიხილება ფულის არა ახალი ფულად (cash) ქცევა, არამედ ანგარიშსწორებისთვის და დაგროვებისთვისაც კი უფრო მოსახერხებელ, ელექტრონულ ანგარიშებზე განთავსება (ამგვარად, ლიკვიდობის ცნება ფულის ფორმების და ფუნქციების განვითარების თანამედროვე ეტაპზე ახლებურ გააზრებას საჭიროებს). ასე, რომ კრიტიკის (უფრო სწორად, დაზუსტების) მიუხედავად ქან ტაისონის აზრს სავსებით ვეთანხმებით. გავისხენოთ, რომ შედარებით მყარ აქტივებში, როგორცაა უმთავრესად უძრავი ქონება მიიჩნევა, ფულის დაბანდება გააქტიურდა სწორედ 2000-2001 წლების ფინანსური ბაზრის „შემფოთების“ შემდეგ.

სფეროზე და საბიუჯეტო სისტემაზე გადადის. დღეს როგორც ანალიტიკოსები ამბობენ, კრიზისის პირველ ეტაპზე ვიმყოფებით.

როგორც ცნობილია, ყოველწლიურად მსოფლიოში იწარმოება 50 ტრილიონი დოლარის ღირებულების საქონელი და მომსახურება, სწორედ ეს თანხა უპირისპირდება 1,5 კვადრილიონი დოლარის ღირებულების ფასიან ქაღალდებს: სახელმწიფო და კერძო ობლიგაციებს, აქციებს, ვექსილებს და ა.შ. და ა.შ.

სწორედ ამის გამო წარმოიშვა „ყბადაღებული“ ლიკვიდობის კრიზისი, ანუ მსოფლიო საფინანსო სისტემაში ფულის მწვავე უკმარისობა\*. სხვადასხვა ქვეყნების ცენტრალურმა ბანკებმა, მსოფლიო საფინანსო სისტემის საშველად მილიარდობით დოლარის შედინება დაიწყეს. გარკვეულ ეტაპზე ამან სიტუაცია გამოასწორა, მაგრამ დროებით. ზოგიერთი ანალიტიკოსის აზრით, ამ კვადრილიონნახევრიანი დაწყვეტილი ორმოს ამოვსებას მთელი აშშ-ის და ევროზონის ცენტრალური ბანკების ფულადი რეზერვები არ ეყოფა და ფსევდო ფულს, რომელსაც ფასიან ქაღალდებს უწოდებენ, ნამდვილ ფულად ვერ გადააქცევს.

## მსოფლიო კატასტროფის პირას რომ არ აღმოჩნდეს,

მსოფლიოს ეკონომიკურმა სტრატეგებმა, ანალიტიკოსების აზრით, ორი მიმართულებით უნდა იმუშაონ: გაგრძელდეს რეალური ეკონომიკის დაკრედიტება და მოხმარების თუნდაც დღეს არსებული დონე იქნას შენარჩუნებული.

პირველი მიმართულება საკმაოდ რთულია, მაგრამ აუცილებელი. ყოველდღიურად ახალ-ახალი ინფორმაციები ჩნდება „ეკონომიკური კატასტროფების“ შესახებ, რომლის მიზეზი დაკრედიტების გაყინვაა. საფინანსო სტრუქტურებს მხოლოდ ნაღდი ფულის პატრონებთან თანამშრომლობა სურთ, არადა, კრიზისმა კაპიტალისგან თითქმის ყველა დაცალა. ექსპერტების აზრით, ერთადერთი გადარჩენის გზა ეკონომიკაში არის რაც შეიძლება მეტი კაპიტალის ჩართვა. რეკაპიტალიზაციის მოცულობა უფრო და უფრო უნდა გაფართოვდეს და სახელმწიფო კონტროლი ისე უნდა გამკაცრდეს, რომ საფინანსო სისტემის მნიშვნელოვანი ნაწილის თითქმის ნაციონალიზაცია მოახდინოს, მხოლოდ დროებით, შემდეგ კი, როცა სიტუაცია ჩვეულ რეჟიმში

ჩადგება, მოხდეს მისი დენაციონალიზაცია. ამის მაგალითად ექსპერტებს მოჰყავთ შვეიცარია, რომელმაც 1990—იანი წლების დასაწყისში კრიზისთან ბრძოლის შემდეგ თავის წილები ბანკში დააბრუნა.

კრიზისის გამო ბევრ ქვეყანაში მოხდა ბანკების სრული ან ნაწილობრივი ნაციონალიზაცია. ამ ცოტა ხნის წინ დიდმა ბრიტანეთმა უმსხვილესი ბრიტანული ბანკების რეკაპიტალიზაციისთვის 50 მილიარდი ფუნტი სტერლინგი გამოყო (დაახლოებით 64 მილიარდი ევრო). ლომის წილი ამ თანხიდან — 37 მილიარდი ფუნტი სტერლინგი ერგება შემდეგ ბანკებს: Royal Bank of Scotland, HBOS და Lloyds TSB. სამაგიეროდ იგეგმება სახელმწიფოსთვის ამ კომპანიებიდან წილების და მათ შორის ორი ბანკის Royal Bank of Scotland და HBOS საკონტროლო პაკეტის სახელმწიფოსთვის გადაცემა. როგორც ამბობენ, ბანკების დროებითი ნაციონალიზაცია იმაზე მეტ ხანს გასტანს, ვიდრე ვარაუდობენ.

როგორც აღვნიშნეთ, დღეს კრიზისის მხოლოდ პირველ ეტაპზე ვართ, მაგრამ ეკონომისტების ვარაუდი მართლდება და ახალი წლიდან სიტუაციის გამწვავება დაიწყება, რაც ქვეშ მოიყოლებს ბევრ ცნობილ ბანკს, სამრეწველო საწარმოს, ლაბორატორიასა და უნივერსიტეტს, საძეგლო ადგილებს, ბოლოს და ბოლოს ადამიანთა ბელს.

საბანკო სფეროში, თუნდაც დროებით, მაგრამ მინც ასე თუ ისე ამოისუნთქა, მაგრამ ეკონომიკის რეალური სექტორები ფულის გარეშე დარჩნენ. ბანკები ფულს აღარ გასცემენ. ეს საშიში ტენდენცია არა მარტო ეკონომიკის რეალურ სექტორებს, არამედ ცალკეულ სახელმწიფოებსაც დიდი პრობლემის წინაშე დააყენებს. ბევრი ქვეყანა მხოლოდ საფინანსო ინსტიტუტების კრედიტებზე ცხოვრობს და თუ სიტუაცია ასე გაგრძელდა, ისეთ ქვეყნებს, როგორიცაა პაკისტანი, არგენტინა, მექსიკა, უნგრეთი, უკრაინა და სხვა, დეფოლტი ემუქრებათ. და არა მხოლოდ მათ, თვით ისლანდიაც კი 2008 წლის მიწურულს დეფოლტის რისკის რეალიზაციის ზრვარზე იდგა და ამაში ბრალს დიდი ბრიტანეთის ფინანსურ ინსტიტუტებს ადანაშაულებდა.

## **ქრიზისის წინააღმდეგ ბრძოლის მეთოდები**

ეკონომიკურ კრიზისს დღეს სხვადასხვა ქვეყანა განსხვავებული მეთოდებით “მკურნალობს“.

ეკონომიკის ამა თუ იმ სფეროში თანხების შედინების მხრივ, კრიზისთან ბრძოლა შემთხვევითად სამ მოდელად დაიყოს:

პირველი, როცა მთლიანი თანხები საფინანსო სფეროში მიედინება, ანუ ის, რაც აშშ-მ გააკეთა, მან ბანკებს დასახმარებლად 2,3 ტრილიონი დოლარი გამოუყო, ხოლო რეალური ეკონომიკის მხარდასაჭერად – ათჯერ ნაკლები. ასეთივე პრინციპით მოქმედებენ კანადის, ირლანდიის, ნიდერლანდების და შვედეთის მთავრობები.

მეორე მოდელად შეიძლება ჩაითვალოს მეთოდი, როცა მთავრობა მთელს ძალისხმევას ეკონომიკის რეალური სექტორებისკენ მიმართავს. ასეთი გზა აირჩია სოციალისტურმა ჩინეთმა. მისმა ხელისუფლებამ ინვესტირება მოახდინა ინფრასტრუქტურაში, სოფლის მეურნეობასა და სოციალურ სფეროში. კომპანია Merrill Lynch-ის ანალიტიკოსების აზრით, სწორედ ეს გახდა იმის მიზეზი, რომ ჩინეთის ბაზარი ინვესტორებისთვის ჯერ კიდევ მიმზიდველია.

ზოგიერთი ქვეყანა ცდილობს თანაბრად დაეხმაროს როგორც საფინანსო სექტორს, ასევე რეალურ ეკონომიკას. ამ მოდელს სახელმწიფოებმა აშშ-ს ცუდი მაგალითის შემდეგ მიმართეს. ბევრი ქვეყანა დარწმუნდა, რომ მხოლოდ საფინანსო სფეროს დახმარებით კრიზისი ვერ დაიძლეოდა. ასეთ ქვეყნებს შეიძლება მივაკუთვნოთ გერმანია, საფრანგეთი, იტალია, შვეიცარია და იაპონია.

ევროკავშირის ლიდერებმა ჯერ კიდევ ნოემბერში გამოაცხადეს წვერი ქვეყნებისთვის 200 მილიარდიანი დახმარების შესახებ. 12 დეკემბერს ბრიუსელში სწორედ ეს ანტიკრიზისული გეგმა დაამტკიცეს. გეგმის მიხედვით, ყველა წვერი ქვეყანა საკუთარი შშმ-ის დაახლოებით 1,5%-ის ოდენობის თანხას გამოყოფს. 200 მილიარდი ევროდან 30-ს ევროპის საინვესტიციო ბანკი გაიღებს. დეკლარაციაში ხაზგასმულია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებს შეხედულებისამებრ შეუძლია ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებში შეამციროს საგადასახადო განაკვეთები და დასწიოს დამატებითი ღირებულების გადასახადი. შეთანხმების თანახმად, ევროკავშირი არ დაუშვებს არც ერთი მსხვილი ფინანსური ორგანიზაციის გაკოტრებას. ბანკების კრედიტუნარიანობის შესანარჩუნებლად მთავრობები მათი აქციების შეძენას გეგმავენ. ერთი სიტყვით, ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისთვის ევროკავშირი კოორდინირებულ ღონისძიებებს გაატარებს.

ექსპერტების გამოთვლით, მსოფლიოს წამყვანმა სახელმწიფოებმა ანტიკრიზისული ღონისძიებებისთვის ჯამში უკვე 9,4 ტრილიონი

დოლარი დახარჯეს.<sup>1</sup> ყველანაირი ფულადი რესურსი, რაც კი დღეს ეკონომიკური ზრდისთვის იქნება გაწეული, გამართლებულია. ის დანახარჯები, რომელსაც სახელმწიფოები სოციალურ პროგრამებსა და ეკონომიკური აქტივობისთვის მიმართავენ, შესაძლოა ძალიან მძიმე ტვირთი იყოს, მაგრამ დანახარჯი, რომელიც დღევანდელი უმოქმედობის გამო მომავალში იქნება გასაწევი, ბევრად დიდი ტვირთი იქნება, ვიდრე დაზოგილი თანხები.

## **საფრანგეთი და კრიზისი**

მთელი რიგი ევროპული სახელმწიფოების მთავრობებმა ფულადი სახსრების პირდაპირ ეკონომიკაში შეღწევა დაიწყეს. საფრანგეთის პრეზიდენტმა განაცხადა, რომ მომდევნო ორი წლის მანძილზე 26 მლრდ ევროს გამოყოფს კრიზისის შესასუსტებლად. პროგრამამ, რომლის ღირებულება საფრანგეთის მშპ-ის დაახლოებით 1,3%-ს შეადგენს, უნდა უზრუნველყოს შემდეგ წელს მშპ-ის, როგორც მინიმუმ, 0,8%-ით ზრდა. გეგმა ითვალისწინებს ფულადი ნაკადების სტაბილიზაციის გზით კომპანიების მხარდაჭერას 11,4 მლრ ევროს საგადასახადო შეღავათებისა და გამოქვითვების ხარჯზე, ასევე იგეგმება 10,5 მილიარდი ევროს მოცულობის ინვესტიციები ინფრასტრუქტურაში. ევროს მიმოქცევაში შესვლის შემდეგ წელს პირველად შეიძინოდა რეცესიის ნიშნები – II და III კვარტალში მშპ 0,2%-ით დაეცა, IV კვარტალში კი ამ მაჩვენებლის ზრდას 0,5%-მდე ვარაუდობენ. საფრანგეთის მრეწველობის ყველაზე დაზარალებულ სექტორებს – მანქანათმშენებლობას და მშენებლობას სპეციალური სუბსიდიები გამოუყვეს.

ინფრასტრუქტურაში იგეგმება 4 მილიარდი ევროს ინვესტიცია, რომელიც მოიცავს თავდაცვის პროექტებს, სამეცნიერო კვლევებს, ინფრასტრუქტურის ობიექტების მშენებლობასა და რემონტს, დამატებით 4 მილიარდ ევროს მიიღებს ენერგეტიკული და სატრანსპორტო სახელმწიფო კომპანიები, ხოლო საბინაო სექტორი – 1,8 მილიარდს.

საფრანგეთის პრეზიდენტი ვარაუდობს, რომ 2009 წლისთვის საფრანგეთის ბიუჯეტის დეფიციტი 3,9%-ით გაიზრდება. ექსპერტები შიშობენ, რომ 26 მილიარდი ევრო ეკონომიკის აღდგენას არ ეყოფა;

<sup>1</sup>წყარო: საინვესტიციო ჯგუფი “რენესანს კაპიტალი“

მაგრამ ბაზრის მონაწილეები და ექსპერტებიც მიესალმებიან ამ გადაწყვეტილებას. თუმცა უნდა ითქვას, რომ სახელმწიფო სახსრებიდან მილიარდების ინვესტიციებისთვის გამოყოფა ეწინააღმდეგება საფრანგეთის ტრადიციულ ეკონომიკურ პოლიტიკას, რომლის თანახმადაც მოხმარების სტიმულირება ყოველთვის პრიორიტეტული იყო.

## გერმანია

დიდი ხანი არ გასულა მას შემდეგ, რაც გერმანიაში მთავრობამ ეკონომიკის გამოსაცოცხლებლად მთელი რიგი ღონისძიებები გაატარა, მაგრამ დეკემბრის დასაწყისში გერმანულ პრესაში გაჩნდა ცნობები, რომ ბერლინში უკვე აქტიურად საუბრობენ ეკონომიკის სტიმულირებისათვის ახალი პროგრამის შემუშავებაზე, თუმცა ოფიციალური პირები ამ ინფორმაციას არ ადასტურებენ. თუ გერმანიის ეკონომიკურ პუბლიკაციებს დავუჯერებთ, გერმანიის მმართველი პარტიის წარმომადგენლები სხვადასხვა სამინისტროებში ინტენსიურად აწარმოებენ დიალოგს ეკონომიკის რეალური სექტორების მხარდასაჭერი გზების თაობაზე. ოფიციალური წყაროების თანახმად, შემდეგი ეტაპების სამოქმედო გეგმა უკვე იანვარში გაცხადდა, რითაც 2008 წლის ოთხივე კვარტლის ეკონომიკური მაჩვენებლები შეჯამდა.

## იტალია

ეკონომიკური კრიზისის გაღრმავება გაერთიანებული სამეფოს ცენტრალური ბანკის მიერ საპროცენტო განაკვეთის 3%-დან 2%-მდე შემცირების მიზეზიც გახდა. ბრიტანეთში საპროცენტო განაკვეთის 2%-მდე შემცირება ბოლოს გასული საუკუნის ორმოცდაათიან წლებში დაფიქსირდა. ექსპერტთა ვარაუდით, ევროკავშირის ქვეყნების ეკონომიკებში მრავალმილიარდიანი ინიექციების მიუხედავად, ეკონომიკური ზრდის ტემპის ვარდნის შეჩერება მომდევნო 12-18 თვის მანძილზე ვერ მოხერხდება. ანალოგიურ პერიოდში შენარჩუნდება არასტაბილური ფასები უძრავი ქონებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

## აშშ-ს მთავრობის მიზნობრივი მხარეები

აშშ-ს მთავრობა აპირებს მთელი რიგი ღონისძიებები გაატაროს არა მხოლოდ ეკონომიკის მოკლევადიანი სტიმულირებისთვის, არამედ გეგმავს ისეთი ნაბიჯების გადადგმას, რაც გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკის ზრდას დაუდებს საფუძველს. აშშ-ს კონგრესის

ხელმძღვანელობა და ობამას ეკონომიკური გუნდი შეიმუშავენს პაკეტს, რომლის მოცულობა სავარაუდოდ 500 მილიარდს გადააჭარბებს. მასში სავარაუდოდ ინფრასტრუქტურული პროექტები და სხვადასხვა სახის ინვესტიციები შევა, რაც ახალ სამუშაო ადგილებს შექმნის და ეკონომიკურ აღმავლობას განაპირობებს. საერთაშორისო სავალუტო ფონდიც კი, რომელიც როგორც წესი, ყოველთვის მხარს უჭერს "საბიუჯეტო თავშეკავებულობას" და ვალების შემცირებას, მთავრობებს ხარჯების ზრდისკენ მოუწოდებს.

ვაშინგტონში ჯერ კიდევ დიდი ოცეულის შეხვედრის დროს მსოფლიო ქვეყნების ლიდერები შეთანხმდნენ, რომ არ დაეშვათ გლობალური რეცესიის გაჭინურება. ერთობლივი ძალისხმევით ქვეყნებმა დაგეგმეს შექმნან ერთგვარი გლობალური "ახალი კურსი", რაც აშშ-ის პრეზიდენტის ფრანკლინ რუზველტის მიერ 1933 წელს დაწყებულ ხარჯების პროგრამას წააგავს. სწორედ ამან უზრუნველყო დიდი დეპრესიისთვის წერტილის დასმა.

## რუსეთი

რაც შეეხება რუსეთს, ანალიტიკოსები ფიქრობენ, რომ სახელმწიფო ბანკებს ეკონომიკის შესანახად რესურსი არ ეყოფა და ბიზნესის დასაფინანსებლად ახალი ინსტრუმენტებია ასამოქმედებელი. თანხები, რომელიც საბანკო სისტემას ლიკვიდობისთვის გამოეყო, რეალურ ეკონომიკას არ მიუღია. ამ დასკვნამდე რუსი ექსპერტები ბანკების საკრედიტო აქტივობის ანალიზის შემდეგ მივიდნენ. როგორც მოსკოვის, ისე რეგიონალურმა ბანკებმა საწარმოთა დასაფინანსება ბოლო ორ თვეში შეამცირეს 2,3%-დან 3,8%-მდე, რიგ შემთხვევაში კი ეს მაჩვენებელი გაზრდილია 6-8 და 15%-მდე. ბანკების მენეჯერები აცხადებენ, რომ საქმე ეხება არა მხოლოდ ფულის უკმარისობას, არამედ იმას, რომ სიტუაცია აბსოლუტურად არაპროგნოზირებადია და შენაბრებებს ყოველ წუთს შეუძლიათ მასობრივად ფულის გატანა დაიწყონ. ამიტომაც ბანკებისთვის უმჯობესია ნაკლები შემოსავლები მიიღონ, მაგრამ ფული ხელთ ჰქონდეთ.

## მსჯელობა

უკრაინისთვის მსოფლიო კრიზისის გაღრმავება და მეორე ფაზაში გადასვლა განსაკუთრებით საშიშია. ამ ქვეყნის მშპ-ის 50% ნელელეულის ექსპორტზე მოდის. ცალკეულ დარგებზე თუ ვისაუბრებთ,



მეტალურგიასა და მანქანათმშენებლობას მშპ-ში 70% უჭირავს. სწორედ აქ კონცენტრირდება ამ ქვეყნის პრობლემები. მეტალურგებს უკვე დღეს თავზე საყრელად აქვთ პროდუქცია და არ იციან სად გაასაღონ. ქარხნები ერთი მეორის მიყოლებით ჩერდებიან, რასაც სხვა პრობლემა მოჰყვება მასიური უმუშევრობის სახით. უკრაინელი ანალიტიკოსებიც ხაზს უსვამენ იმ გარემოებას, რომ უკრაინის ბანკები ავად თუ კარგად საფინანსო კრიზისს გადაურჩნენ, მაგრამ რეალურ ეკონომიკას არ აფინანსებენ და ფიქრობენ, რომ ამ სიტუაციას არასტანდარტული რეცეპტი სჭირდება.

## საქართველო

სულ ახლახან კრიზისზე საქართველოს ხელისუფლებაც აქტიურად ალაპარაკდა. ქვეყნის მთავრობა ბიზნესს ჰპირდება, რომ ხელისუფლება მათ გვერდში დაუდგება და კრიზისიდან მინიმალური დანაკარგებით გამოსვლაში დაეხმარება. თუმცა “მინიმალური დანაკარგები” ძალიან ოპტიმისტური ფორმულირებაა, რადგან ომგამოვლილ ქვეყანას ქვა აღმართში წამოეწია და მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა მოუსწრო. ექსპერტები ჯერ ომის შედეგებს ითვლიან. მსოფლიო ბანკის ჯგუფის წევრმა – საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციამ საქართველოს კერძო სექტორზე 2008 წლის აგვისტოს მოვლენების ზეგავლენა გამოიკვლია. კვლევა თბილისში, ქუთაისში, ბათუმში, გორში, ზუგდიდში, ფოთსა და რუსთავეში მოქმედ იმ 400 კომპანიაში ჩატარდა, რომლებიც ძირითადად სამშენებლო, სავაჭრო, სატრანსპორტო, მომსახურებისა და საფინანსო სექტორებში საქმიანობენ. გამოკითხულთა 77%-ზე ომმა უარყოფითი ზეგავლენა მოახდინა, ამ კომპანიებში თანამშრომელთა რიცხვი 3,3%-ით შემცირდა. მეწარმეთა 55%-ს მიაჩნია, რომ მომავალ ექვს თვეში შემოსავლები არ შეიცვლება, ხოლო 33% იმედოვნებს, რომ მათი შემოსავლები გაიზრდება.

ხელისუფლება პირველ რიგში ეკონომიკის იმ სექტორების დახმარებას გეგმავს, სადაც ყველაზე მეტი ადამიანია დასაქმებული. სამშენებლო ბიზნესის წასახალისებლად საქართველოს პრეზიდენტის თქმით, სამშენებლო კომპანიებსა და დეველოპერებს ახლო მომავალში 1 მილიარდ აშშ დოლაზე მეტი ფინანსური რესურსი მიეცემათ სახელმწიფო დაკვეთების შესასრულებლად.

ექსპერტები შიშობენ, რომ ამ დაკვეთებს მხოლოდ ე.წ. „პრივილეგირებული“ კომპანიები მიიღებენ. საერთოდ სამშენებლო ბიზნესის დახმარებას და საბიუჯეტო დაკალიანების რესტრუქტურისზაცის ექსპერტები მიესალმებიან, მაგრამ არასაკმარისად თვლიან იმისთვის, რომ სამშენებლო ბიზნესში არსებული პრობლემები გადაილახოს. გარდა ამისა, ისინი ხაზს უსვამენ, რომ ეკონომიკაში ყველაფერი ერთმანეთზეა გადაჯაჭვული. ამიტომ შეუძლებელია მხოლოდ ერთი რომელიმე დარგის ამოწევა. ეკონომიკის ყველა სეგმენტი თანაბრად უნდა განვითარდეს.

ოფიციალურად არც ერთი ბანკი არ აღიარებს, მაგრამ დღეს როგორც ფიზიკური, ასევე იურიდიული პირისთვის ბანკის იმედზე ახალი საქმის წამოწყება წარმოუდგენელია. შეჩერებულია არა მხოლოდ კომერციული, არამედ სოციალური კრედიტების გაცემაც, ისეთი, როგორც არის ვთქვით სტუდენტური სესხები (2009 წელს დაგეგმილია განახლდეს). საქართველოს პრეზიდენტის თქმით, საქართველოსთვის გამოყოფილი 4,5 მილიარდი დოლარიანი დახმარებიდან, 400 მლნ აშშ დოლარი საბანკო სექტორის გამოცოცხლებას მოხმარდება.

ამერიკელი რიტეილერებისათვის დეკემბერი ყოველთვის საყვარელი თვე იყო, რადგან მომხმარებლები უამრავ ფულს ხარჯავდნენ საჩუქრებისა და საშობაო მორთულობებზე. თუმცა მიმდინარე წელს მომხმარებელთა მსყიდველობითუნარიანობის ზრდა მოსალოდნელი არ არის, აღნიშნავენ ანალიტიკოსები, რადგან საფინანსო კრიზისმა ამერიკელები თავიანთ ხარჯებზე დააფიქრა.

## **რატომ უნდა შევჩინოთ საქონლის ფასები 2009 წელს?**

მართალია, მყიდველების საერთოდ არარსებობაზე არ არის საუბარი, ამიტომ გამყიდველებს იმედი აქვთ, რომ მათთვის შემდგომი თვეები შემოსავლიანი იქნება. უფრო მეტიც, არ არის გამორიცხული სარიტეილერო კომპანიების აქციების ცოტათი ზრდა, რაც კრიზისის გამო რეკორდულად დაეცა.

„თავის როლს ითამაშებს დაზოგილი მოთხოვნის ფენომენი, რადგან ბოლო რამდენიმე თვეში მომხმარებლები ცდილობდნენ ხარჯები შეეზღუდათ და დაეზოგათ თავიანთი თანხები“ – აცხადებს შტიფელ იკოლაუს-ის ანალიტიკოსი რიჩარდ ჯაფფე. ექსპერტის

აზრით საშობაოდ ცოტათი კი მოიმატა მოთხოვნამ, მაგრამ ეს დეკემბერი მანც არ იყო ისეთი, როგორც გასული წლებისა. მართალია, მომხმარებელთა განწყობა ცოტათი გაუმჯობესდა, მაგრამ საერთოდ ეს არაფერს არ ცვლის, რადგენ დაკრედიტების პირობები გამკაცრდა, ხოლო უმუშევრობის დონე ისევ იზრდება.

ამერიკელ გამყიდველებს ყველაზე მეტად ხელი შეუწყო ნავთობის მსოფლიო ფასების ვარდნამ, რადგან ბენზინის გაიაფების ფონზე მოხმარებლები მზად არიან საჩუქრებზე მეტი ფული დახარჯონ. სრულიად შესაძლებელია, რომ საცალო გაყიდვების მოცულობა დეკემბერში გაიზარდოს. თუმცა არის იმის ვარაუდის საფუძველი, რომ შემდეგი წლის შუა პერიოდამდე ეს ბაზარი არ აღდგება.

ექსპერტები ასევე აღნიშნავენ, რომ საცალო საქონელზე მოთხოვნა 2008 წლის ბოლოს გაიზარდა. მომხმარებლები ხვდებიან, რომ თანდათან დაიკლებს ფასები. ამერიკელები ვარაუდობენ, რომ თუ ბენზინის ფასი და უმუშევრობის დონე მოიმატებს, გამყიდველები ცუდ დღეში აღმოჩნდებიან, რადგან მათ საქონელზე მოთხოვნა რეკორდულად დაბალ მაჩვენებლამდე დაეარდება.

ექსპერტები ვარაუდობენ, რომ 2009 წელი ეკონომიკის თვალსაზრისით მუხანათური იქნება. განვითარებული ეკონომიკების უმრავლესობას ოფიციალური რეკესია ემუქრება, მათი ვალები უფრო მაღალი და მკაცრი იქნება. ამ მხრივ 2009 წელი ყველაზე რთული იქნება გაერთიანებული სამეფოსათვისაც. კომპანიებისა და მომხმარებლების მხრიდან გაგრძელდება დანახარჯების შემცირების ტენდენცია და უმოწყალოდ გაიზრდება უმუშევრობის მაჩვენებელი. მერყევი იქნება გირვანქა სტერლინგის, ფართო მოხმარების საგნების, ენერგომატარებლების, კაპიტალში წილების ფასები, ამიტომ მომავლის დაგეგმვა გაუჭირდებათ ბიზნესმენებსა და ინვესტორებს.

ბევრი, განსაკუთრებით კი მსხვილი ბიზნესები, ძველებურ პოზიციაზე ვეღარ დარჩებიან, მთავრობების წინაშე კი დადგება ახალი დილემა – რომელ მათგანს გაუწოდოს დახმარების ხელი! აღსანიშნავია, რომ მსხვილი ბანკების ნაწილი სახელმწიფო დახმარების ანტიკრიზისული ქმედებებს არცთუ დიდი ეიფორიით შეხვდნენ, მაგ. არცლამს ანკ-მა თვით ანტიკრიზისული გეგმის პირველგამხმარებლის, გორდონ ბრაუნის მთავრობისგან ფულად დახმარებაზე გადაჭრით თქვა უარი.

ორი მიზეზის გამო მდგომარეობა მეორე მსოფლიო ომისაგან განსხვავებული იქნება: ერთი არის გლობალური მიზეზი და ძირითადი მიზეზი, რომელიც კრედიტების ბუშტის გახვერცხაში მდგომარეობს. მოსახლეობამ ძალიან დიდი თანხები ისესხა, განსაკუთრებით აშშ-სა და გაერთიანებულ სამეფოში და ვალის გადაუხდელობის პრობლემა არა მხოლოდ ცხოვრების დონის დაცემას იწვევს, არამედ მნიშვნელოვნად ანელებს გლობალური ფინანსური ეკონომიკის აქტივობას. ფუნდამენტურად იცვლება კაპიტალიზმის მოდელი. დროის მსვლელობასთან ერთად მსოფლიო გაიგებს, თუ როგორ აისახა დღევანდელი მდგომარეობა ბიზნესისა და მთავრობის, გადასახადის გადამხდელებისა და კერძო სექტორის, დამქირავებლისა და დაქირავებულის, ინვესტორებისა და კომპანიების ურთიერთობებზე. უფრო ნათლად გამოჩნდება, თუ რა დიდი მნიშვნელობა აქვს ეკონომიკურ კრიზისს მსოფლიო მოსახლეობისათვის და ყველა დარწმუნდება, რომ ეს კომუნიზმის მოშლაზე უფრო სავალალო შედეგებს გამოიღებს.

## **ახალი კაპიტალიზმის აღმოჩენება!**

ექსპერტები ნანგრევებიდან ახალი კაპიტალიზმის აღმოცენებას ვარაუდობენ და მიუხედავად იმისა, რომ შეუძლებელია ზუსტად განისაზღვროს ხელახლა აშენებული ეკონომიკის მუშაობა, მაინც იკვეთება მომავლის მკრთალი კონტურები. მთავარი შტრიხების მიხედვით, შესაძლებელი ხდება არსებული მოდელის წუნიანი წერტილების გაანალიზება.

ბერისათვის ახალი კაპიტალიზმი შეიძლება მეტად სამართლიანი აღმოჩნდეს და შეიძლება ნაკლებად განსხვავდებოდეს 30-იანი წლების მოდელისგან, ხსნა კი უფრო დიპლომატიურ, მშვიდ და ნაკლებად ეგოისტურ ქმედებებშია, რომელიც არ უნდა ჰგავდეს კაზინოს იმ მოთამაშის ქმედებას, რომელიც მთლიან მოგებას იღებს.

განვიხილოთ მკდარი მიდგომები. გაერთიანებული სამეფოსათვის — თუ მთლიანობაში ავიღებთ მომხმარებლის, კორპორატიულ და საგარეო სექტორის ვალებს, სესხების თანაფარდობა წლიური ეკონომიკის მწარმოებლურობასთან 300%-ს ოდნავ აღემატება, ანუ 4 000 მლრდ გირვანქა სტერლინგზე მეტია. სესხების იგივე თანაფარდობაა მშპ-სთან მიმართებაში აშშ-ში, ეს კი რეკორდია!

გასული წლიური დეკადის განმავლობაში მოსახლეობა სესხულობდა, სესხულობდა და კიდევ ერთხელ სესხულობდა: მოსახლეობამ დაუშვა, რომ არასოდეს დადგებოდა ვალის გადახდის დღე და ყოველთვის ექნებოდა ერთი ვალის მეორეტი გადაფარვის საშუალება. გაერთიანებულ სამეფოში მხოლოდ იპოთეკური სესხების მოცულობამ 1200 მლრდ გირვანქა სტერლინგი შეადგინა. ბევრი ისესხეს მსხვილმა კომპანიებმა. აღსანიშნავია, რომ მთელი პოლიტიკური აურზაურის დროს ბანკები აგრძელებდნენ მცირე კომპანიებისათვის საკრედიტო ხაზებს. ისინი მონუმენტური ფინანსური განუსჯელობის ზღაპრის შეუმჩნეველი გმირები არიან: დღესაც კი მცირე კომპანიების ერთიანი დანაზოგები თავიანთ ვალებს ძლევენ. გაერთიანებულ სამეფოში ვალები დაგროვდა. 1997 წელს ბანკების მთლიანი მიმდინარე საგარეო ვალის მოცულობა 1 100 მლრდ გირვანქა სტერლინგი იყო, 2008 წელს კი – 4 400 მლრდ გირვანქა სტერლინგი.

ეს ტენდენცია გვიჩვენებს ლონდონის სიტისა და ფინანსური მომსახურების ინდუსტრიის მასიურ და დაუნდობელ ზრდას, რომელიც ახლა მთელი ძალით იკუმშება, ეს ინგლისს სამუშაო ადგილებად და მომაკვდავ საგადასახადო შემოსავლებად უჯდება.

მაგრამ ეს ასევე გვიჩვენებს, რომ გაერთიანებული სამეფოს ვალები უაღრესად დიდი მოცულობისაა სხვა ქვეყნების დანაზოგებთან შედარებით, განსაკუთრებით მასიური დანაზოგი და ნამატი აქვს ჩინეთს, სხვა აზიური ეკონომიკებისა და ახლო აღმოსავლეთის ვალუტა უცხოეთში აქტივების შესაძენად იქნა გამოყენებული.

## **კონიუნქტურა და ჩინეთი**

ერთი სიტყვით, გასული დეკადის განმავლობაში ათასობით ჩინელი დაბალ ხელფასზე მონასავით მუშაობდა და დღემდე ახერხებენ დანაზოგის გაკეთებას. ეს ეხება როგორც მთლიანად ერს, ასევე ინდივიდუალურ პიროვნებებს. ისინი მუშაობდნენ დასავლელთათვის ცხოვრების დონის ასამაღლებლად, რადგან საჭირო იყო შტატების გაზრდა და ფასების შემცირება – ჭკვიანმა ბანკირებმა თავიანთი დანაზოგები დასავლელებს ასესხეს, ამიტომ მათ შეეძლოთ შეეძინათ სახლები, მანქანები და ბრტყელეკრანიანი ტელევიზორები.

ჩინეთის, ინდოეთის, იაპონიისა და საუდის არაბეთის დანაზოგებსა და გაერთიანებული სამეფოს დავალიანებებს შორის ბალანსის რღვევა, ასევე ბალანსის რღვევა მათ მასიურ სავაჭრო ნამატსა და გაერთიანებული სამეფოს სავაჭრო დეფიციტს შორის დიდხანს ვერ გაგრძელდებოდა. ახლა კი ჩინელებისთვისაც დადგა ნამცხვრის ჭამის დრო, რაც იმას ნიშნავს, რომ დასავლელებს პატარა ნაჭერი შეხვდებათ. საუბედუროდ, ჩინელები დასავლეთისათვის თავდაუზოგავად მუშაობდნენ — ან დასავლეთს გამორჩა მათი მონდომებული შრომის მთავარი მიზანი. აი, ნაწილობრივ ამიტომ არის გლობალური ეკონომიკის ბალანსის აღდგენა ასეთი მტკივნეული, რაც მილიონობით ადამიანს აღარიბებს მსოფლიოში.

მრავლისმეტყველია ჩინეთის ცენტრალური ბანკის მმართველის მიერ ამერიკის ფინანსთა მინისტრის ჰენკ ჰაულსონის დატუქსება. ჩინელმა მმართველმა განაცხადა, რომ მოხმარების მაღალი დონე და კრედიტებზე დამოკიდებულება აშშ-ის ფინანსურ კრიზისს იწვევს, ის კი მსოფლიოში უდიდესი და უმნიშვნელოვანესი ეკონომიკაა, ამიტომ აშშ-მ უნდა შეაჯეროს თავის პოლიტიკა, გაზარდოს დანაზოგების თანაფარდობა როგორც წესია და შეამციროს სავაჭრო და ფისკალური დეფიციტები.

ეს სრულიად ნათელი განცხადებაა ჩინეთის მხრიდან, ანუ ისინი აღარ აპირებენ აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს დანაზოგების დაფინანსებას: მათ აღარ სურთ ფულის გასესხება და უნდათ დარწმუნდნენ, რომ მათ მიერ გასესხებული ფული არ გაქრება მძიმე ვალებისა და ინფლაციის ქარიშხლის გამო. ახლა ყველაზე აქტუალურია კითხვა, თუ რამდენი უნდა გადაიხადონ განვითარებულმა ეკონომიკებმა, სანამ სტაბილურობის რაიმე ნიშნულს დაუბრუნდებიან, გამოთვლა კი იოლი ნამდვილად არ იქნება.

ერთი მნიშვნელოვანი რიცხვი, რომელსაც გასაღების მოცემა შეუძლია, არის სხვაობა ბანკების მიერ გასესხებული თანხის რაოდენობასა და მათ მიერ ნასესხებს შორის, ოჯახებიდან, ბიზნესებიდან და ინსტიტუტებიდან, რომლებიც გლობალურ ფინანსურ ბაზარზე მოთამაშეები ვერ გახდებიან. ამას ინგლისის ბანკი მომხმარებლის ფონდის რღვევას უწოდებს, რაც ძალიან მნიშვნელოვანია, რადგან ეს გვიჩვენებს ბრიტანელების

დამოუკიდებლობის ხარისხს საზღვარგარეთული ფონდების მიმართ, რომლებიც მცირდება და შეიძლება დროთა განმავლობაში განულდეს კიდევ. სამომხმარებლო ფონდის ნაპრალი 2001 წელს ნულის ტოლი იყო, მაგრამ მიმდინარე წლის ივნისში ინგლისის ბანკის მონაცემებით, ამ ნაპრალმა 740 მლრდ გირვანჯა სტერლინგი შეადგინა. ტიპიურმა ბრიტანულმა ბანკმა ყველა სესხის ფონდი 40%-ით გაზარდა. ბრიტანული ბანკების პრობლემა (და ბევრი სხვა ქვეყნის ბანკებისაც) არის ის, რომ 2007 წლის აგვისტოში ფონდების წყაროები დაშრა და არავინ იცის, როდესმე კვლავ აღრინდელივით იჩქეფს თუ არა.

გაყიდვების ბაზრის ვარდნა ყველაზე შემაშფოთებელი ფაქტი იყო. ყველა ქვეყანაში ფინანსური ინსტიტუტები მიხვდნენ, რომ აშშ-ში სუბ-პრაიმის სახით სახლის მეპატრონეებზე გაცემული მილიარდობით დოლარი უფსკრულის წინაშე იდგა. საფინანსო ინსტიტუტებში ბზარი გაჩნდა, ერთი მოთამაშეც კი ვერ იქნებოდა დარწმუნებული, რომ სუბ-პრაიმის გამო დიდი პრობლემები არ შეექმნებოდა. მათი შიში 2008 წლის სექტემბერში გამართლდა, როდესაც აშშ-ის ხაზინამ არ გარისკა ერთ-ერთი უმსხვილესი საინვესტიციო ბანკის ეჰმან როტჰერს-ის შემთხვევაში.

საფინანსო ბაზრის ცუდმა მუშაობამ ჩინეთიდან ფულის შემოდინება შეაჩერა, იგივე უნდა ითქვას აზიასა და შუა აღმოსავლეთის მხრიდან ფულის შემოდინებაზე. გრძელვადიან პერიოდში ეს ძალიან კარგი მოვლენა იქნებოდა, თუ ეს დიდი ექსპორტის ქვეყნები მოიხმარებდნენ უფრო მეტ სიმდიდრეს, ვიდრე აწარმოებდნენ, მაგალითად, დასავლეთის სავაჭრო კომპანიებს შეუქმნიდნენ დიდ შესაძლებლობებს. მაგრამ გარდამავალ პერიოდში ეს მოვლენა დასავლეთის ფინანსური ბაზრისათვის ფატალურად იქცევა, რადგან ფონდებს ბანკებიდან ფული გამოაქვთ.

ზაფხულის შემდეგ დიდმა კომპანიებმა და ფინანსურმა ინსტიტუტებმა ბანკებიდან ფული უკან გამოითხოვეს, რის გამოც საბანკო სისტემა კრაზამდე მივიდა. დასავლეთის ბანკები მოუმზადებლები იყვნენ, რადგან მათ მთლიანი ფული იპოთეკურ სესხებზე, მომხმარებელზე და კომპანიებზე ჰქონდათ გაცემული.

ამიტომ გადასახადის გადამხდელები იძულებულნი გახდნენ შეემსუბუქებინათ ეს გარღვევა. რამდენიმე თვის განმავლობაში ბრიტანელი გადასახადების გადამხდელები იღებდნენ ვალებს, ვალდებულებებს, გარანტიებს. გაერთიანებულ სამეფოში შესაძლებელია გაიზარდოს გადასახადის გადამხდელთა ფონდი 1000 მლრდ გირვანჯა სტერლინგით, ან მეტი. ამის მიზეზია ის, რომ ბრიტანული ბანკები ჯერ კიდევ შესაბამისობაში არიან ბრიტანულ კომპანიებსა და მეოჯახებთან, რომლებსაც ფული სჭირდებათ და დეპოზიტებისა და სესხების მიმართ, რომლებსაც ისინი ბრიტანული კომპანიებისაგან და მაცხოვრებლებისაგან იღებენ. კრედიტების უმეტესობა ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში გაიცა, ახლა კი მსოფლიო ფინანსურ კრიზისს განიცდის. აზიური და შუა აღმოსავლეთის რეცილკულაცია გაერთიანებულ სამეფოში, ევროპასა და აშშ-ში სესხების ფორმით არ იყო იოლი კონვერსია დანაზოგიდან ვალებში. როდესაც სესხებს სახლების საყიდლად იღებდნენ, ან კერძო საკუთრების გასავეითარებლად, ან ჰეჯ-ფონდების დასაფინანსებლად, ამ სესხებმა ფასიანი ქაღალდები გააძვირა. ამის გამო უფრო აქტიუალური გახდა სესხები, რომელთა თანაფარდობაც ფასიანი ქაღალდებთან იზრდებოდა, იღებოდა უამრავი გარიგება, შედეგად კი კიდევ უფრო მეტად იზრდებოდა ფასიანი ქაღალდების ღირებულება. 2007 წელს თუ მავანს კომპანიის ან სახლის საყიდლად ფული უნდა ესესხა, გამსესხებელი მზად იყო მსესხებლისთვის შენაძენის საყიდლად საჭირო თითქმის 100% მიეცა. ფასიანი ქაღალდები და კრედიტები ერთმანეთს გადაჯაჭვული იყო, ორივე მათგანის „ბუშტი გასკდა“. აქტივების გათავსება აქტივების მყიდველებს აღარიბებს (ჰეჯ-ფონდებს, კერძო ფირმებს, ბანკებს...), ვალების გადასახდელად ისინი სხვა აქტივებს იაფ ფასებში ყიდნიან, ვარდება აქტივების ფასი და ზარალს განიცდის სხვა მსესხებელიც. როდესაც მათ აღარ შეუძლიათ ბანკის ვალების დაფარვა, ბანკის რესურსები ამოწურულია, რაც იმას ნიშნავს, რომ კრედიტის ხელმისაწვდომობა შეზღუდულია. აქტივის ფასებმა რაიმე საყრდენი უნდა იპოვოს, რაც ჯერ არ მომხდარა — სანამ ფინანსურ ეკონომიკას ექნება შესაძლებლობა ხელახლა ჩადგეს მწყობრში და რეალურ ეკონომიკას შეეძლება აუცილებელი



დაფინანსების მიღება, სწორედ მაშინ დაიწყება მსოფლიო ეკონომიკის გამოჯანმრთელება. რაც შეეხება ვალების სიმძიმის შემსუბუქებას, ისტორია გვიჩვენებს, რომ საჭიროა კოლოსალური მასშტაბის ფულის დაბეჭვდა, რაც იწვევს ინფლაციას, მის პირობებში კი მცირდება ვალის რეალური ღირებულება.

ბუნებრივია, ჩნდება რამდენიმე კითხვა – ვინ არის დამნაშავე? რა შედეგამდე მიგვიყვანს გადასახადის გადამხდელთა ბანკებისადმი მხარდაჭერის პოლიტიკა?

აღბათ ყველას მოუწევს აღიარება, რომ სხვადასხვა ხარისხით ყველა დამნაშავეა. აშშ-ისა და გაერთიანებული სამეფოს ხელმძღვანელობებმა კარგად უწყოდნენ იმ საფრთხის შესახებ, რომელიც მათ ჩინეთსა და სხვა ექსპორტიორ ერებთან სავაჭრო დეფიციტით ექმნებოდათ. მათ შეეძლოთ ამ დეფიციტების შესწორება, თუ გამოიყენებდნენ გადასახადებისა და საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკას მოსახლეობის ძალიან გაზრდილი მოხმარების შესამცირებლად. მაგრამ მთავრობებმა სხვაგვარად მოქცევა გადაწყვიტეს, რადგან ერთი შეხედვით ეს რთული საქმე გახლდათ, მთავრობები თვალს ზუჭავდნენ გაზრდილ სესხებზე, ხაზინაში კი იპოთეკიდან და საფინანსო სექტორიდან გადასახადები შედიოდა, ფინანსური მომსახურების ინდუსტრია კი მსოფლიოში სახელსა და ღირებას იხვევდა.

## **ჩინეთის ბაზრის სისხვევა**

2006–2007 წლებში გაჩნდა ნიშნები, რაც ბაზრების ცუდ ფუნქციონირებაზე მეტყველებდა. ახალგაზრდა ფინანსური ფირმებისათვის დიდი მოცულობის სესხი ძალიან იოლ პირობებში იყო ხელმისაწვდომი, რაც დიდ რისკებს ქმნიდა. დამავგორვენიბელია ცენტრალური ბანკების ქცევა, ინგლისის ბანკმა სამწუხაროდ დაიჯერა, რომ კრედიტების ზრდის აფეთქება და აქტივებზე ფასების მკვეთრი ზრდა არ დააზიანებდა ყველაფერს ამ ფინანსური ბუშტის გახვერეთის შემდეგ.

დაუდევრად იქცეოდნენ მარეგულირებლებიც, რომლებმაც ხელი არ შეუშალეს ჩრდილოვანი საბანკო სისტემის ჩამოყალიბებას, სადაც ტრილიონობით დოლარი გრძელვადიან სესხებზე იყო გაწერილი.

ბანკები და ბანკირები შეცდნენ და ჯეროვნად არ შეაფასეს არსებული რისკები. ახლა მსოფლიოს მასშტაბებით მათი გადარჩენა მთავრობების კეთილ ნებასა და გადასახადების გადამხდელებზეა დამოკიდებული. ავსტრალიიდან სამხრეთ კორეამდე, გერმანიამდე, საფრანგეთამდე, გაერთიანებულ სამეფომდე და აშშ-მდე გადასახადების გადამხდელთა მხარდაჭერა საბანკო სისტემისადმი ახლა მთელი მსოფლიო მშპ-ის ერთ მეოთხედს შეადგენს, ანუ 9 მლრდ. გირვანქა სტერლინგს აღემატება. სხვადასხვა მიზეზების გამო უნდა ვირწმუნოთ, რომ მრავალი წლის განმავლობაში გადასახადების გადამხდელებისაგან აღებული კრედიტი ვერ დაიფარება, ეს კრედიტი აფინანსებს უზარმაზარ ფინანსურ და სავაჭრო ბალანსის მოშლას დასავლეთისა და აღმოსავლეთის ეკონომიკებს შორის. ამრიგად, თუ ჩვენ ვხდებით საბანკო სისტემის ნახევრად-მუდმივი ნაციონალიზაციის მოწმენი, მაშინ ამ ასპექტში მსოფლიო მალე გახდება გადასახადის გადამხდელთა მხარდაჭერის მოწმე რეალური ეკონომიკის მიმართ, შეზღვევ კი ბანკებსა და კერძო სექტორს მოუწევს თავდაუზოგავად მუშაობა მათი მხსნელებისათვის ვალის გადასახდელად, ესენი კი მილიონობით გადასახადის გადამხდელია.

## **კრიზისის მართვა**

ახლა კი დროა ყველა სავაჭრო ბიზნესი უფრო ხილული გახდეს და ნათლად აჩვენოს, თუ რაოდენ წუხს მათთან დასაქმებულებისა და გადასახადების გადამხდელების ბედზე. 2009 წელი რთული და კრიზისებით აღსავსე იქნება, ბიზნესი ბევრს იმუშავებს, მაგრამ ნაკლებ შემოსავალს მიიღებს. ყველაზე დიდი გაკეთილი მაინც ის არის, რომ ჯერ კიდევ შორია იმ პოლიტიკური და მარეგულირებელი ინსტიტუტების შექმნამდე, რომელიც უკეთ განსაზღვრავდა და შეიმეცნებდა გლობალიზაციის რისკს. შეიძლება მსოფლიოს უდიდესი ნაწილი ღია გლობალური ეკონომიკიდან დიდ სარგებელს იღებს, მაგრამ ევროპაში, აშშ-სა და აზიაში მილიონობით ადამიანი საბუშაოს დაკარგავს, ამიტომ წარსულში ღია გლობალური ეკონომიკიდან მიღებული სარგებელი ელფერს დაკარგავს.

თუ კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა, საქონელი და მომსახურება ამ კრიზისს გადაურჩება, თუ წინა რიგებში ვერასოდეს დადგება ეროვნული ინტერესების დაცვა,

რომელიც უფრო ხანგრძლივად გააერთიანებდა ერს, მაშინ უნდა შემუშავდეს გლობალური რისკების მონიტორინგის უკეთესი მოდელი და სხვადასხვა მთავრობებმა ერთობლივად უნდა იზრუნონ ამ რისკების გასანეიტრალებლად.

შეიძლება მავანმა იფიქროს, რომ ეს ეროვნული სუვერენიტეტის ცნებას ეწინააღმდეგება და მსოფლიო ბიუროკრატიაში გადავა, მაგრამ საჭირო და აუცილებელი ხდება ტრადიციებისა და გლობალური გამოწვევების ინტერესთა შეჯერება, რადგან ეს ის გამოწვევებია, რომელსაც ვერაფერი შეაჩერებს.

დღეს გავრცელებულია მოსაზრება, რომ ცენტრალურმა ბანკებმა და ხელმძღვანელმა ორგანოებმა საკმაოდ კარგად იციან, როგორ აიცილონ თავიდან მწვავე ეკონომიკური კრიზისი. ზოგს მიაჩნია, რომ რადგან ცენტრალურ ბანკს ფასების სტაბილიზაცია შეუძლია, ეკონომიკას არაფერი ემუქრება. გარდა ამისა, ამტკიცებენ, რომ 1930-იან წლებში, ოქროს სტანდარტის გამო, ცენტრალურ ბანკებს დიდი დეპრესიის თავიდან ასაცილებლად საჭირო მოქნილობა აკლდათ. მაგრამ ახლა ცენტრალურ ბანკებს ეს პრობლემა არ აქვთ. თუ პერსპექტივების შექმნა მონეტარული პოლიტიკის მოქნილობას მოითხოვს და მეტს არაფერს, მაშინ რატომ განიცდის მრავალი ქვეყანა მწვავე ეკონომიკურ სიდუხჭირეს, ახლა ზომ ყველა ცენტრალურ ბანკს შეუძლია „მოქნილი“ მონეტარული პოლიტიკის გატარება.

როგორც ჩანს, კეინზის მიბაძვით ბევრმა ეკონომისტმა დაიჯერა, რომ ფულს ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობა შეუძლია. ეს თეორია დაახლოებით ასე ჟღერს: მეტი ფული მეტ მოთხოვნას წარმოშობს საქონელზე, რაც, თავის მხრივ, საქონლისა და მომსახურების მიწოდებას გაზრდის და ეკონომიკაც თავისით აყვავდება. ავიწყდებათ, რომ მეტი ფული ეკონომიკას გაძლიერების ნაცვლად, შეიძლება დასუსტებას უქადდეს, რადგან წარმოქმნილი „შავი ხვრელების“ ხელოვნურად ამოვსების მცდელობა შეიძლება მხოლოდ ხარჯების გენერატორად დარჩეს. პოლიტიკოსებს და ცენტრალური ბანკის მმართველებს მოუქნელი ოქროს სტანდარტი არ მოსწონთ, მაგრამ ზოგიერთი ექსპერტის აზრით სტაბილურობის შესანარჩუნებლად და ნდობის აღსადგენად

ახლა სწორედ ეს სჭირდება მსოფლიო ეკონომიკას. თანამედროვე ფინანსური სისტემა სწორედ ნდობას ეფუძნება და მოლოდინზეა ორიენტირებული.

გადაწყვეტილების მიღებას ართულებს ისიც, რომ სავალუტო-საფინანსო ურთიერთობები ე.წ. რეალურ ეკონომიკისგან ბევრადაა დაცილებული და ფიქტიური კაპიტალის მოცულობა უზარმაზარი მასშტაბებით ცალკე ინდუსტრიის სახით ვითარდება, ფინანსურ და სხვა მაჩვენებელთა ცვლა დიდწილად სტიქიურია და ფინანსური ბერკეტების გამოყენება ურყევი ბაზისის არარსებობის გამო წყალწალბების ხავესზე მოჭიდებას წააგავს. ძნელია მოიძებნოს ისეთი საყრდენი, რომელზე დაყრდნობითაც საფინანსო-ეკონომიკურ სფეროს მასიური კოლაფსისგან ამოყვანას შევძლებდით, ამასთან თეორიული კონცეფციები რეალურ ცხოვრებაში განხორციელების შესაძლებლობის გარეშე, რაც არ უნდა გენიალური იყოს ეს იდეა და მიზანი, უბრალოდ არქიმედეს შდგომარეობაში გვაყენებს, რომელმაც ბერკეტის მექანიზმის გამოგონებით გათამამებულმა შესძახა: „მომეცით საყრდენი წერტილი და მე ავწევ დედამიწას“. „ვერიკა“ პოლიფონიურად ისმის სხვადასხვა ექსპერტებისგან, მაგრამ მათგან რომელი იქნება რეალური ეფექტის მომტანი ან რომელი ფენის ინტერესებს უკეთ დააკმაყოფილებს, – ამის წინასწარ შეფასება ძნელია. ერთობლივი სისტემური გადაწყვეტილების მიღება ერთიან პრიორიტეტზე შეჯერებას მოითხოვს. მანამდე კი გადაწყვეტილებები მიკრო დონეზე უკვე მსოფლიო მასშტაბით უარყოფილი ოქროს სტანდარტისკენ იხრება; მაგალითისთვის „TBC ბანკის“ მიერ შემოთავაზებული „ოქროს ანაბარიც“ გამოდგება. კრედიტების გაცემის შეზღუდვა მსოფლიოს თითქმის ყველა მარეგულირებლის არჩევანია, მაგრამ ეკონომიკის ექსპერტ მუჰამედ იუნუსის მტკიცებით „კრედიტის მიღების უფლება ადამიანის ფუნდამენტური უფლებაა“. მედალს ორი მხარე აქვს (საინტერესო დაძთხვევაა: – ეგვიპტურ მითოლოგიაში ვზვდებით ღმერთ იუნუსს, რომელიც ორსახოვანია) და ამის კომპენსირებისთვის სსფ-ის რეკომენდაცია ბიუჯეტური ხარჯების გაზრდა არის მიზანშეწონილი, თუმცა ცენტრალური ბანკებიც მინიმუმამდე ამცირებენ საპროცენტო განაკვეთებს.

## 1.6. ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში

საქართველოში შექმნილი ვითარება შეუძლებელია ერთმნიშვნელოვნად დავახასიათოთ. ერთი მხრივ, იგი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც ის მიჯნა, რომლის იქითაც ეკონომიკური პოტენციალის დეგრადაცია დაიწყება, მეორე მხრივ, როგორც მეურნეობრიობის თვისებრივად ახალ პირობებში დინამიკური განვითარების უზრუნველყოფი პლაცდარმი, რომელმაც ქვეყანა უღრმესი კრიზისიდან სტაბილიზაციისა და ეკონომიკური ზრდის გზაზე უნდა გაიყვანოს.

აღსანიშნავია, რომ რეფორმების გატარებისადმი მიდგომა, რომელსაც საბაზრო ურთიერთობებსა და მსოფლიო ეკონომიკაში სტიქიურად, უმართავად შესვლაზე ჰქონდა გეზი აღებული, სათანადო დასაბუთების გარეშე იყო მიღებული. არ შეიძლება რაიმე გამართლება ჰქონდეს იმ „კეთილ“ ზრახვებს, რომ ფასების სტიქიური, შოკური ლიბერალიზაცია, ელვისებური, ეკონომიკურად უმართავი პრივატიზაცია, მართვისა და რეგულირების სახელმწიფო სისტემის რღვევა და ძველი სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის ლიკვიდაციის სხვა დირექტიული ღონისძიებები თითქოს მოიტიანდა თავისუფალ, ცივილიზებულ მეწარმეობასა და ეფექტიან საბაზრო ეკონომიკას.

კრიზისი მრავალ მიზეზთა რთული კომპლექსის შედეგი აღმოჩნდა, რომელთაგან უნდა გამოვყოთ როგორც ყოფილი სსრკ-დან მიღებული მძიმე ეკონომიკური მემკვიდრეობა, ისე ეკონომიკური რეფორმის შედეგად წარმოქმნილი ახალი მწვავე პრობლემები. სსრკ-ისა და მისი ერთიანი სახალხო მეურნეობრივი კომპლექსის დაშლის შემდეგ საქართველომ, ისე როგორც კავშირის ყველა ყოფილმა სუბიექტმა, მემკვიდრეობით მიიღო ისეთი ეკონომიკური სისტემა, რომელსაც ჰქონდა სპეციფიკურად ორიენტირებული დარგობრივი სტრუქტურა, გაწყვეტილი სამეურნეო კავშირები, მოშლილი ფინანსური სისტემა. ამას თან ახლდა საბაზრო ურთიერთობების გამოცდილებისა და ეკონომიკის ახალი საფუძვლების ფორმირებისათვის საჭირო საკანონმდებლო ბაზის სრული უქონლობა.<sup>1</sup> გარდა ამისა, ქვეყანამ წარსულისგან მემკვიდრეობით მიიღო პარალიზებული ეკონომიკა და მისი მართვის აღმინისტრაციულ-ბიუროკრატიული სისტემა, რომელიც უარყოფდა საბაზრო მექანიზმებსა და რეგულატორებს და ამუხრუჭებდა სამეცნიერო-ტექნოლოგიურ

პროგრესს. საქონლის ექსპორტით მიღებული შემოსავლები მხოლოდ იმის საშუალებას იძლეოდა, რომ დროებით და ნაწილობრივ შეეესოთ საქონლის მზარდი დეფიციტი, რომელიც ეკონომიკაში არსებული სტრუქტურული დისპროპორციების საშიშ გაძლიერებაზე მოწმობდა. ყოველივე ამას უნდა დაემატოთ სსრკ-ის დაშლის ეკონომიკური შედეგები, რომელიც ადრე ერთიან სახალხომურეობრივ კომპლექსად ვითარდებოდა. საბჭოთა-კავშირის ყოფილ რესპუბლიკებთან საქართველოს ეკონომიკური კავშირების დეზორგანიზაცია ეკონომიკური სირთულეების მთავარი მიზეზი გახდა 90-იან წლებში ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმების რეალიზაციის პირველ ეტაპზე.

ამასთან, არასწორი იქნებოდა ეკონომიკური კოლაპსის მიზეზების დაყვანა მხოლოდ ამაზე. არანაკლები მნიშვნელობა ჰქონდა განხორციელებული ეკონომიკური რეფორმების შედეგებს, რომლებმაც ახალი სამეურნეო წინააღმდეგობები და დისპროპორციები წარმოშვა. ნეგატიური როლი ითამაშა ეკონომიკური რეფორმების ჩარჩოებში განხორციელებულმა ნაჩქარევმა მასშტაბურმა გარდაქმნებამ და სახელმწიფოს მარეგულირებელი როლის დაკნინებამ ეკონომიკური რეფორმების პროცესში. გათვლა საკმაოდ პრიმიტიული იყო: ახალი საბაზრო მექანიზმები, უფრო მარტივად კი - ბაზარი, თვითონვე გამოასწორებს მდგომარეობას, აღმოფხვრის დისპროპორციებს, უზრუნველყოფს მდგრად ზრდაზე გადასვლას. ამასთან, გათვალისწინებული არ იყო მსოფლიო ეკონომიკის განვითარების, განსაკუთრებით, რეგულირებადი, სოციალურად ორიენტირებული საბაზრო ეკონომიკის ფუნქციონირების საყურადღებო გამოცდილება. უგულვებელყოფილი იყო ეკონომიკური დემოკრატიის საფუძვლები და განაწილების ურთიერთობების თანამედროვე პარამეტრები, მაშინ როდესაც 1929-1933 წლების მსოფლიო ეკონომიკურმა კრიზისმა თვალნათლივ გვიჩვენა, რომ მის წარმოქმნელ თვითრეგულირების მექანიზმებს არ შეუძლიათ თვითონვე უზრუნველყონ კრიზისიდან სწრაფად გამოსვლა და აუცილებელი მაკროეკონომიკური რეგულირების სისტემის ჩამოყალიბება.

ქვეყნის მაკროეკონომიკური რეგულირება არის არა სტიქიური,

არამედ მიზანმიმართული, რეგულირებადი პროცესი, რომელიც განუყოფელია გარდაქმნათა სტრატეგიის გულდასმით დამუშავებისა და რეალიზაციისაგან და მასზე დაფუძნებული რეფორმების კონკრეტული გეგმებისაგან. მისთვის უცხოა მიზნებისა და ამოცანების, განხორციელების ეტაპების, ფორმებისა და მეთოდების გაურკვევლობა. რაც შეეხება საქართველოში მიმდინარე რეფორმებს, მის თავისებურებად იქცა ასეთი სტრატეგიის ფაქტობრივად უქონლობა, რამაც კიდევ უფრო დაამძიმა ვითარება.

ასეა, რომ სტრატეგიის დოქტრინას უნდა გაეთვალისწინებინათანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის ფორმებისა და ფუნქციონირების მსოფლიო გამოცდილებაც და საქართველოს ეროვნულ-საპეციფიკური პირობების მთელი კომპლექსიც. არც ეს მომზდარა: საზღვარგარეთის მდიდარი გამოცდილებიდან ფაქტობრივად შაბლონად აიღეს მხოლოდ და მხოლოდ ერთი ვარიანტი და ისიც ნაწილობრივად, პრიმიტიულად იყო გაგებული.

გარდამავალ პერიოდში რადიკალურმა ეკონომიკურმა რეფორმებმა, საქართველოს საზოგადოების დემოკრატიზაციისკენ აღებულმა კურსმა, მსოფლიო ეკონომიკურ თანამეგობრობაში ინტეგრაციის მცდელობამ რეალური წანამძღვრები შეუქმნა ინვესიციური ბაზრის შექმნასა და ფუნქციონირებას.

გამომდინარე იქიდან, რომ საქართველოს ეკონომიკა მსოფლიო ეკონომიკის შემადგენელი ნაწილია, მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ბუნებრივია საქართველოს ეკონომიკაზეც იქონია ნეგატიური გავლენა და ქვეყანა მრავალი გამოწვევის წინაშე დააყენა. კრიზისის პირველადი შედეგები 2009 წლის დამდეგს სახეზეა და მისი გავლენა 2009 წლის განმავლობაში გარდაუვალია.

გასულ წლებში საქართველოში ეკონომიკური ზრდის ძირითადი განმაპირობებელი ფაქტორი უცხოეთიდან კერძო კაპიტალის ნაკადების (პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და საბანკო კრედიტები) და საბიუჯეტო სახსრების მუდმივი ზრდა წარმოადგენდა. ამდენად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადების და საბანკო კრედიტების შემცირება 2009 წელს ეკონომიკური ზრდის შეფერხების მნიშვნელოვანი ფაქტორები იქნება. მსოფლიო ეკონომიკურ კრიზისამდე საქართველოს ხელისუფლება ნომინალურ მშპ-ს 21535,9 მლნ ლარის

მოცულობით პროგნოზირებდა, ხოლო კრიზისის შედეგების გამოვლენის შემდეგ ხელისუფლების პროგნოზი 21308,7 მლნ. ლარია (შემცირება ნავარაუდევია 227,2 მლნ. ლარით, რაც დაახლოებით 1,05%-იანი შემცირებაა).<sup>1</sup> რეალური მშპ-ს ზრდა თავდაპირველად ნავარაუდევი იყო 4,0%-ის ოდენობით, ხოლო კრიზისის შედეგების გამოვლენის შემდეგ ნავარაუდევია 2,5%-ის ოდენობით. 2008 წელს რეალური მშპ-ს ზრდა, ნაცვლად დაგეგმილი 8%-ისა, ხელისუფლების პროგნოზით იქნება მხოლოდ 2,0%. თუმცა რეალური ვითარება შესაძლებელია უფრო პესიმიზტური იყოს და ორპროცენტიანი ზრდის მიღწევა შესაძლებელი გახდეს მხოლოდ დონორებიდან მიღებული დაფინანსების მიმართებით მაღალი ეკონომიკური აქტიობის უზრუნველყოფილი ღონისძიებებზე.

### **რას უკავშირდება ინვესტიციების მნიშვნელოვანი შემცირება**

საქართველოში ინვესტიციების მნიშვნელოვანი შემცირება ჯერ კიდევ აგვისტოს მოვლენების შემდგომ დაიწყო. მიმდინარე ეტაპზე ასევე გვაქვს მსოფლიო ფინანსური კრიზისით გამოწვეული ინვესტიციების შემცირების ტენდენცია. იგი ასევე უკავშირდება საქართველოში მსხვილი საპრივატიზაციო ობიექტების ნუსხის ამოწურვას, ხოლო მცირე საპრივატიზაციო ობიექტები მნიშვნელოვან აზინდს ვერ ქმნიან.

ხელისუფლების მიერ დაგეგმილი ეკონომიკური სტიმულირების პაკეტიდან გამომდინარე, ინფრასტრუქტურაში ინვესტირებით მთლიანი შიდა პროდუქტის მოხმარების და სახელმწიფო შესყიდვების კომპონენტების პროცენტული წილი მნიშვნელოვნად იზრდება, ხოლო ინვესტიციების კომპონენტი შემცირდება, რაც საბოლოო ჯამში არასახარბიელო გადანაწილებამდე მიგვიყვანს. წარმოების შეფერხება გაზრდის ექსპორტ-იმპორტს შორის უარყოფით სალდოს და შესაბამისად წმინდა ექსპორტის უარყოფითი მაჩვენებელი უფრო გაიზარდა.

როგორც წესი, მშპ-ს დასაინვესტიციო ნაკადების შემცირება საბიუჯეტო შემოსავლების შემცირების უმთავრესი ფაქტორია. ამას მოკლევადიან პერიოდში ემატება გადასახადების შემცირებით

<sup>1</sup> ციფრობრივი მასალა აღებულია ჟურნალების „საქართველოს ეკონომიკა“, „ბიზნესი და კანონმდებლობა“ გაზეთების „24 საათი“ და „კვირის პალიტრის“ ეკონომიკური დამატებიდან.



გამოწვეული საბიუჯეტო დანაკარგები (ამ შემთხვევაში იგულისხმება საშემოსავლო გადასახადის განაკვეთის 25%-დან 20%-მდე დაწვეა). მიუხედავად აღნიშნულისა, საქართველოს ხელისუფლება მთლიანი საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდას ვარაუდობს. 2009 წლის დაგეგმილი მთლიანი საბიუჯეტო შემოსავლები საკმაოდ ოპტიმისტურია და გასული წლის მაჩვენებელს (5510,2 მლნ. ლარი) 46,5 მლნ. ლარით აღემატება. მნიშვნელოვნად შემცირებული ეკონომიკური აქტივობების ფონზე შესაძლოა საბიუჯეტო შემოსავლების შემცირება ჰქონდეს ადგილი.

## საქართველოს ბანკების უმეტესობა საზღვარგარეთული ბანკებიდან იღებდა ფინანსურ რესურსებს, რომელსაც გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთით გასცემდა საქართველოს კლიენტებზე.

საქართველოს ბანკების უმეტესობა საზღვარგარეთული ბანკებიდან იღებდა ფინანსურ რესურსებს, რომელსაც გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთით გასცემდა საქართველოს კლიენტებზე. ჯერ კიდევ 2008 წელს საქართველოში არსებული ბანკების მიერ კრედიტებზე საპროცენტო განაკვეთის გაზრდა სწორედ საერთაშორისო კრედიტებზე განაკვეთების გაზრდით და საქართველოში არსებული რეალური ინფლაციის მაღალი მაჩვენებლით იყო გამოწვეული. გასულ წლებში არსებული საკრედიტო ბუმი, ასევე დეპოზიტებისა და კრედიტების ვალიანობის შეუსაბამობის გადაფარვა, საბანკო რისკების გაძლიერებას იწვევდა. ამასთან, თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ საქართველოში მოქმედი ბანკები კრედიტებს სწორედ იპოტეკური საქონლის შესაქმნელად გასცემდნენ (სამშენებლო კომპანიებზე უძრავი ქონების მშენებლობისათვის, ხოლო ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე უძრავი ქონების შესაძენად), სამშენებლო სექტორისთვის კრედიტების გაცემა ძალზე სარისკო საქმედ იქცა.

ფასების საერთო დონის ზრდის ტენდენციიდან გამომდინარე, მოსახლეობის მსყიდველუნარიანობა დღითიდღე ეცემა, ამიტომ სულ ცოტა ადამიანი მომართავს საბანკო დაწესებულებას გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთით სესხის მისაღებად. ძალზე ბევრი სამშენებლო კომპანია გაკოტრების ან აქტივობის შემცირების წინაშე დგას, რის გამოც საბანკო დაწესებულებებს ისინიც შედარებით იშვიათად აკითხავენ. ამდენად, სხვადასხვა სფეროებში არსებული კრიზისიდან გამომდინარე, საბანკო სფერო ერთ-ერთი მგრძობიარე

სფერო აღმოჩნდა საქართველოში და ეს სფერო სადღეისოდ არც თუ ისე სახარბიელო ვითარებაში იმყოფება. შედეგად 2009 წელი საქართველოს საბანკო სექტორისთვის ძალზედ მძიმე იქნება და განსაკუთრებით წლის პირველ ნახევარში კონიუქტურის მნიშვნელოვან ცვლილებას უნდა ველოდოთ.

მსოფლიო ფინანსურ კრიზისის მსოფლიო ბაზარზე ფასების ზრდა და შესაბამისად მონხმარების შეზღუდვა მოჰყვა (გამონაკლისია მხოლოდ ნავთობი, ნავთობპროდუქტები და ზოგიერთი სხვა პროდუქცია). ეს ტენდენცია რამდენადმე გაგრძელდება ახლო მომავალშიც.

სადღეისოდ საქართველოს მოსახლეობის სამომხმარებლო კალათაში შემაჯავლი პროდუქტების უმრავლესობა იმპროტირებულია, ხოლო საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ და მეზობელ ქვეყნებში ინფლაციის მაჩვენებლები საკმაოდ მაღალია. ფასების ზრდა პროვოცირებული იქნება ასევე ხელისუფლების მიერ გატარებული ზოგიერთი ღონისძიებებით, ისევე როგორც ამას 2008 წელს ჰქონდა ადგილი. შედეგად 2009 წელს ფასების საერთო ღონის მაღალ ზრდას უნდა ველოდოთ და ის ხელისუფლების მიერ ნავარაუდევ 7%-იან მაჩვენებელზე გაცილებით მეტი იქნება.

ჯერ კიდევ აგვისტომ მოვლენების შემდგომ, მოგვიანებით კი საფინანსო კრიზისის გაღრმავების პერიოდში ბევრმა დაქირავებულმა დაკარგა საშუალო ადგილი. ბანკების მიერ კრედიტების გაცემის შეწყვეტამ განსაკუთრებით დააზარალა სამშენებლო და ავტომობილებით ვაჭრობის ბიზნესი. ფაქტიურად გაჩერდა სამშენებლო საქმიანობა და საბანკო სფეროს პრობლემებიდან გამომდინარე ბანკებმა თავიანთი საკრედიტო პორტფელი მნიშვნელოვნად შეამცირეს. შედეგად, საქართველოს სხვადასხვა ბანკებიდან და სამშენებლო კომპანიებიდან დათხოვნილი იქნა რამოდენიმე ათასი თანამშრომელი, რითითაც გაიზარდა უმუშევრობის ისედაც კრიტიკულად მაღალი მაჩვენებელი.

საქართველოში უკანასკნელ წლებში სიღარიბის გამუდმებულ ზრდას ჰქონდა ადგილი, ჯერ კიდევ აგვისტოს მოვლენებამდე და მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დაწყებამდე, სიღარიბის ზღვარს მიღმა მყოფი ადამიანების რაოდენობა 1 მლნ.-ზე მეტი იყო. გაზრდილი

უმუშევრობისა და სამომხმარებლო პროდუქციაზე მაღალი ფასების გამო, 2009 წელს სიღარიბის მაჩვენებლის კვლავ ზრდას უნდა ველოდოთ.

### **კრიტიკის განმარტებით პრიზ-ჯიშები**

– საფინანსო სექტორზე ყველაზე მეტად აგვისტოს ომმა იმოქმედა – ინვესტორები შეშინდნენ, ბანკებში დეპოზიტები შეპყრდა, ფული უმეტესად მსხვილმა მენაბრებმა გაიტანეს, რამაც ბანკებს ლიკვიდორის პრობლემა შეუქმნა.

ომმა გააღრმავა პრობლემები, რაც საბანკო სექტორში აპრილიდან მოყოლებული არსებობდა. სახიფათო ნიშნები გაზაფხულზე გაჩნდა და ზალხმა ანგარიშებიდან ფულის გატანა დაიწყო. საქართველოს ისედაც ჰქონდა მიმდინარე ანგარიშის დიდი დეფიციტი. ექსპორტიდან მიღებულ შემოსავალსა და იმ თანხას შორის, რასაც იმპორტზე ვხარჯავთ, არის დოლარებში გამოხატული საკმაოდ დიდი უარყოფითი ციფრი. ამ სხვაობას ნაწილობრივ ავსებდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და უცხოეთში სამუშაოდ წასული ჩვენი მოქალაქეების მიერ გადმორიცხული თანხები. აგვისტოს შემდეგ ინვესტიციების ნაკადმა იკლო. შემცირდა გადმორიცხული ფულის რაოდენობაც. ახლა ეს გაზრდილი სხვაობა იმ დახმარებით უნდა შემცირდეს, რასაც საქართველო დონორებისგან ელოდა.

### **რატომ უნდა შევჩვენოთ პრიზ-ჯიშები**

2008 წლის დასაწყისსა და გაზაფხულზე ბანკები დიდი მოცულობით და საკმაოდ იოლად გასცემდნენ სამომხმარებო სესხებს, განვაღებებს. ეს იყო ფული, რომელიც მიდიოდა პირდაპირ მომხმარებლის ჯიბეში და მაშინ იხარჯებოდა. ამან ხელი შეუწყო ინფლაციის ზრდას და გაზაფხულზე ის უკვე ასცდა 12%-იან ზღვარს. პრობლემები ბანკებმა გაზაფხულზე იგრძნეს და ამ ტიპის კრედიტების შეზღუდვა დაიწყეს, მაგრამ, სამწუხაროდ, ბიზნესის დაფინანსებაც შეიზღუდა, რამაც ეკონომიკას პრობლემები შეუქმნა. მალევე შეიქმნა ლიკვიდობის პრობლემებიც, რაც აგვისტო-სექტემბერში კიდევ უფრო დამძიმდა. ბოლო დროს ბიზნესზე სესხების გაცემა ნაწილობრივ აღადგინეს, მაგრამ მაინც ფრთხილად არიან და ფულს მხოლოდ საიმედო საწარმოს აძლევენ. ყველა

ბანკის ძირითადი ფუნქციაა, კარგ ფასად გასცეს სესხი. იმავდროულად, საკრედიტო რისკი ბანკისთვის ძირითადი რისკია და მას სწორად მართვა სჭირდება, ამიტომ ფულის გასესხებისას სიფრთხილეს იჩენენ.

ბანკების მიერ კრედიტების დიდი ოდენობით გაცემას სამშენებლო კომპანიების მიერ ჰაერის გაყოფაც დაემატა და ეს სისტემურ კრიზისად იქცა. აღმოჩნდა, რომ მოსახლეობისგან ფულს იღებდნენ. ეს დიდ რისკს ქმნიდა, რომელიც ადრე თუ გვიან გასკდებოდა. საბუნდევროდ ეს სახიფათო პროცესი დროულად შეჩერდა და უფრო მამულებური არ გამოხდარა. ბანკებმა დახმარებები მიიღეს, როგორც ეროვნული ბანკისგან, ისე უცხოეთის საფინანსო ინსტიტუტებისგან და ლიკვიდობის პრობლემა ნაწილობრივ მოაგვარეს. სამომავლო პრობლემების თავიდან ასაცილებლად ისინი ხარჯებს ამცირებენ, რაც სწორი გადაწყვეტილებაა. თანაც მათი პარტნიორები მსხვილი საერთაშორისო ინსტიტუტები არიან, რომლებიც ფინანსურად ეხმარებიან. მთავრობასაც აქვს საკმარისი რესურსი, რომ ბანკებს დაეხმაროს.

## **წინასწარი დასაქმების მართვა**

2008 წელს მნიშვნელოვანი ფაქტი იყო აშშ-ისა და ევროპის სახელმწიფოების მიერ 4,5 მილიარდი დოლარის უპრეცედენტო დახმარების გამოყოფა. მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ პერიოდში დანგრეული ევროპის აღსადგენად ე.წ. “მარშალის გეგმით” 2,5 მილიარდი დოლარი გაითვალისწინეს და ეს თანხა ევროპაში 17 ქვეყანაზე გადანაწილდა. ამ დახმარების წყალობით ევროპის ეკონომიკაში სამი წლის შემდეგ 30%-იანი ზრდა აღინიშნა. მაშინდელი დოლარი უფრო მყარი იყო, მაგრამ ამის მიუხედავად, ახლა ეს დახმარება, რასაც საქართველოს დაპირდნენ, “მარშალის გეგმაზე” მასშტაბურია. ამასთან ეს დახმარება რწმენას აძლევს უცხოელ ინვესტორს, რომ აქ ფულის ჩადება გამართლებულია, თანაც მან იცის, რომ ამ პერიოდში სიიაფეა, რაც დამატებითი სტიმული იქნება. აშშ-თან თანამშრომლობის ხელშეკრულების ხელმოწერა ინვესტორის რწმენის გამყარებას ხელს შეუწყობს.

## დახმარების გაყოფილების გზები

თანხის ნაწილი, ბუნებრივია, სოციალურ დაცვაზე მიდის. დიდი ნაწილი კი ინფრასტრუქტურის განვითარებას უნდა მოხმარდეს, ეს საბუთაო ადგილებს შექმნის – გზა რომ გაიყვანონ, იქ ვილაცამ უნდა იძუშაოს. მაგრამ წონასწარ დეტალურად უნდა გაწეროს, რომ ეს თანხა განსაზღვრული დროის შემდეგ კონკრეტულ პროდუქციას მოგვცემს. თუ თანხა პირდაპირ ხალხის ჯიბეში წავა, რომელსაც მაღაზიაში დახარჯავენ, და ასეთი ბევრი იქნება, ფასები გაიზრდება. მაგრამ თუ პროდუქტი შეიქმნა, ეს ინფლაციას არ გამოიწვევს.

თანხის ნაწილი ბანკების ლიკვიდობის გაუმჯობესებას უნდა მოხმარდეს, მკაცრი რეგულირებისა და ზედამხედველობის ქვეშ. პირველ რიგში, ბანკები უნდა იყოს საიმედო. საწარმოო სიმბლავრებს სახელმწიფო თვითონ ვერ შექმნის, ის უნდა დაეხმაროს ბიზნესს ბანკის მეშვეობით. ხელი უნდა შეუწყოს, რომ მათ ბიზნესის დაკრედიტება გაზარდონ. მთავრობას შეუძლია ეს თანხები სახელმწიფო გარანტიებით, შესაბამისი დაზღვევით გასცეს. უცხოელ ინვესტორსაც შესთავაზოს – შენ ბიზნესი აწარმოე და პოლიტიკურ რისკებს მე დაგიზღვევო.

## ან მიიღებთ მსჯავს?

შემოსავლის შემცირების შემდეგ კომპანიები იძულებული გახდნენ, ხარჯების ეკონომია გაეწიათ. პირველ რიგში, თანამშრომლების გაშვება და მარკეტინგული ხარჯების შემცირება დაიწყეს. განვადებების სერვიზის შეზღუდვა რითილერებს გაყიდვას შეუძცივებს, მაგრამ დროებით. ისინი სხვა გზებს მონახავენ გაყიდვის გასაზრდელად. ზოგიერთი დაიხურება, ეს საბაზრო პრინციპია, მაგრამ სხვა – ბიზნესს გააკეთებს. რაც უკეთესად გამოუვა, მეტი გაეყიდება, იქით განვითარდება. მთავარია, ამან მასობრივი ხასიათი არ მიიღოს, მთავარია, მსხვილი კომპანიების გასვლა არ მოხდება. ის ხალხიც, ვინც სამსახურს დაკარგავს, სხვა ალტერნატივას მოძებნიან. ვყოფილვართ ამ სიტუაციაში, ეს არ არის ახალი და ისინი იპოვიან გამოსავალს. დონორების დახმარება ამ უარყოფითი გავლენის შემცირებას უნდა მოხმარდეს. მთავრობა კერძო ორგანიზაცია ვერ გახდება, პური ქარხანას ვერ ააშენებს თავის ბალანსზე, მაგრამ ხელი

უნდა შეუწყოს ბიზნესს, საგადასახადო რეჟიმი შეუშუსუბუქოს, განაკვეთები დაბლა დაწიოს, ინვესტორების მოზიდვაზე იზრუნოს.

## ინვესტიციის დაცვა

ექსპორტ-იმპორტს შორის უარყოფითი სალდო რაღაცით უნდა დაეფინანსოს. ექსპორტი შეზღუდული გვაქვს, არც ნავთობი გვაქვს, არც სხვა ბუნებრივი რესურსი. ის, რაც ექსპორტზე გადის, ძალიან მცირეა. შესაბამისად დოლარზე ჭარბი მოთხოვნაა, რისი დაკმაყოფილება ეროვნულ ბანკს სავალუტო რეზერვებით უზღებოდა. რეზერვები ულგეი არ არის და მანაც გადაწყვიტა, ლარი რბილად მიაბას დოლარს და მის კურსს მიჰყვეს. ლარის კურსს ხელოვნურად იჭერდნენ და ის შორს იყო რეალურ წონასწორობისგან. ბოლოს იძულებულნი გახდნენ, ლარის კურსი დაეწიათ და დოლარზე მოთხოვნა ამით შეამცირეს. ლარის კურსი ევროპული ვალუტის მიმართ დოლარისა და ევროს თანაფარდობის შესაბამისად დგინდება. ასე რომ არ იყოს, ვიღაც ევროს იყიდის, დოლარზე გადაახურდავებს, შემდეგ ლარში კონვერტაციას მოახდენს და ფულს გააკეთებს.

საერთაშორისო ბაზარზე დოლარისა და ევროს კურსზე ძალიან ბევრი ფაქტორი მოქმედებს. ამჟამად დოლარი საერთაშორისო ბაზარზე შესუსტებულია. მისი კურსი დამოკიდებული იქნება იმაზე, რამდენ ხანს გასტანს პრობლემები შეერთებული შტატების ბაზარზე. თუ ეს კრიზისი 2009 წლის ბოლოს ამოიწურა და ინვესტორებს იაფი აქტივების მიმართ ინტერესი გაუჩნდებათ, დოლარი ამ დროისათვის გამყარებას აიწყებს.

შედეგად, მსოფლიო ბაზარზე ვითარება ჯერ კიდევ გაუარესდება. საქართველომდე არ მოაღწევს მკვეთრი რყევები, რადგან კაპიტალის ბაზარი არ გვაქვს. ჩვენთან სიღრმისეული პრობლემები არ ყოფილა. თუ იქ კრიზისი დიდხანს, 2-3 წელს გაგრძელდა, მაშინ პრობლემები ჩვენამდეც მოვა. უცხოეთის ბაზარზე კრიზისი რამდენიმე თვეში რომ დასრულებულიყო, ჩვენ ვერც ვიგრძნობდით. ვფიქრობ სიტუაციის გაუმჯობესებას რამდენიმე თვე დასჭირდება. 2009 წლის მეორე ნახევრიდან დადებითი ტენდენციები გაჩნდება.

## ქვეყნის მონაწილეობის რაოდენობისა და მათი მსყიდველობითი უნარის გათვალისწინებით, საქართველო მცირე ბაზარია და მისდამი უცხოელი ინვესტორების ინტერესიც ძალიან დაბალია. ინვესტორისთვის ქვეყანა ჯერ ფინანსური თვალსაზრისით უნდა იყოს მომგებიანი და დაწერილებითი ანალიზი საქართველოში არსებულ პოლიტიკურ და ბიზნესრისკებზეც მხოლოდ ამის შემდეგ გაკეთდება.

საზოგადოებისათვის უკვე ცნობილია, რომ 2009 წელს ქვეყანაში მთავარი ინვესტორი გახდება. კერძოდ, ქვეყნის ეკონომიკაში რამდენიმე თვეში 1 მილიარდი დოლარის “გადასროლა” მოხდება.

გამოცხადდება ტენდერები, გაგრძელდება გზების რეაბილიტაციის პროგრამა. ეკონომიკური პროექტები სოფლის მეურნეობის სექტორშიც ამოქმედდება. კვლავ აქტუალურია ქართული პროდუქციისათვის ევროკავშირის და ამერიკის შეერთებული შტატების ბაზრების გახსნის პერსპექტივა, რომელიც ამ ეტაპზე ჯერჯერობით მხოლოდ დისკუსიის თემაა. ექსპერტები ხელისუფლების ამ ინიციატივას კრიტიკულად აფასებენ და კარგად ჩამოყალიბებულ და სწორად გათვლილ ეკონომიკურ სტრატეგიას ითხოვენ. ომის და ფინანსური კრიზისის შედეგად დაზარალებული ბიზნესი ხელისუფლებისაგან დროებით საგადასახადო შეღავათების რეჟიმის დაწესებას, იაფი კრედიტის ხელმისაწვდომობას და უცხოელი და ადგილობრივი ინვესტორების მოძიებას მოელის. როგორც ცნობილია, 5-დღიანი ომის შედეგად ქვეყანაში ყველაზე მეტად საბანკო, სამშენებლო, ტურიზმის და სამრეწველო სექტორი დაზარალდა. კრიზისის ნიშნები არსებობს ვაჭრობის და მომსახურების სფეროშიც. როგორც ამ სფეროებში დასაქმებული აცხადებენ, იაფფასიან პროდუქციაზე მოთხოვნა უკვე გაჩნდა.

## ცნობილია, რომ ბიზნესმენი პოლიტიკურ რისკზე მაღლა ფინანსურ მოგებას აყენებს. ნებისმიერი ბიზნესმენისთვის უსარგებლოა ის ქვეყანა, სადაც წლიური მოგება ჩადებული თანხის 3% არ აღემატება. წინააღმდეგ შემთხვევაში მას ურჩევნია, ეს თანხა შვეიცარიის ბანკში ჩადოს, სადაც წელიწადში 7% გარანტირებულად მიიღებს. ამჟამად საერთაშორისო ბიზნესს საქართველოზე მეტად ჰონკონგის

და ტაივანის რეიტინგი აინტერესებს. ბიზნესის პოლიტიკური რისკები ფინანსური რისკებისგან განსხვავებულია. ის დაკავშირებულია მაკროეკონომიკურ და მაკროპოლიტიკურ მოვლენებთან, რომელზედაც ბიზნესს არანაირი გათვლის მოხდენა არ შეუძლია.

ასეთი რისკებია: კანონმდებლობის ცვლილება, კორუფცია, არაუფექტური ბიუროკრატია, ინფლაცია. პოლიტიკურ რისკს ზოგადად ქვეყნის რისკს, ანუ სახელმწიფოს შიგნით არსებულ რისკსაც უწოდებენ. თუ უცხოური კომპანიისთვის ნაცნობია მისი საკუთარო ქვეყნის გარემო პირობები, იქ არსებული კანონმდებლობა, სამართლის და განსაკუთრებით სამოქალაქო სამართლის უზენაესობა და ეს მას გათავისებული აქვს და თავის ბიზნესსაც შესაბამისად გეგმავს, ის აბსოლუტურად სხვა სამყაროში ზვდება, როცა სხვა სახელმწიფოში და, შესაბამისად, სხვა კულტურაში გადადის.

### **რეესტრაციის განხორციელება ქვეყნებში?**

ლიბერალურ-დემოკრატიულ ქვეყნებში სხვა ლიბერალური დემოკრატიის მქონე ქვეყნები ინვესტიციების განხორციელებას უფრო ადვილად ასერხებენ. მიუხედავად იმისა, რომ დემოკრატიული ქვეყნები ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან, მათ შორის განსხვავება მინც გაცილებით ნაკლებია, ვიდრე არადემოკრატიულ რეჟიმებს შორის. არადემოკრატიულ რეჟიმებს შორის განსხვავება უფრო მრავალფეროვანია და თითოეულ ასეთ ქვეყანას სპეციფიური მოპყრობა სჭირდება, რადგან პოლიტიკური და ეკონომიკური ინსტიტუტების ხშირი ცვლილება ბიზნესგარემოს მთლიანად ცვლის. არსებობენ კომპანიები, რომლებიც იმით არსებობენ, რომ სხვადასხვა ქვეყნებზე პოლიტიკურ რისკებს ადგენენ და ამან მკაფიოდ სტრუქტურირებული სახე მიიღო. ისინი ცალკე განიხილავენ საგარეო პოლიტიკურ ფაქტორებს, როგორცაა დიდი და მძლავრი მეზობლის ყოლა, რომელსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს ამ ქვეყანაში არსებულ ეკონომიკურ მდგომარეობაზე; განიხილავენ ბიუროკრატიის ხარისხს, სახელმწიფო რეჟიმის წყობას, სტაბილურობას, ურბანიზაციის დონეს, და მაკროეკონომიკურ ფაქტორებს, როგორცაა სატარიფო პოლიტიკა და ა.შ.

თუმცა, პოლიტიკური რისკის დროსაც მოგება შეიძლება მაღალი იყოს. ზაირი, კონგოს რესპუბლიკა მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე



კორუმპირებული ქვეყანა იყო. მიუხედავად ამისა, ამ ქვეყანაში უზარმაზარი ინვესტიციები იღებოდა, განსაკუთრებით მომპოვებელი ფირმების მიერ. მათ ძალიან მჭიდრო კავშირი ჰქონდათ მობუტუს რეჟიმთან. მაგრამ ეს მაინც მაღალი რისკი იყო, რადგან ამ კომპანიებს კორუფციის გამო მაღალი ხარჯი ჰქონდათ. დიდი რისკია ძალიან მჭიდრო კავშირი ხელისუფლებასთან, რომლის რეეოლუციური დამხობის შემდეგ მნიშვნელოვნად მცირდება მოცემული კომპანიის ან ფირმის შესაძლებლობა, წარმატებით განაგრძოს ბიზნესი ამ ქვეყანაში. ისინი, როგორც წესი, რეეოლუციების შემდეგ თავიანთ აქტივებს და პრივილეგიებს სრულად კარგავენ.

არსებობს პოლიტიკური რისკების რამდენიმე რეიტინგი. უფრო ცნობილია ფინანსური რეიტინგები: ფითჩი, სტანდარტ ენდ პუარ, ინტერნეშენალ რისკ გრუპ, რომელიც პოლიტიკურ რისკებზე უფრო დიდ აქცენტს აკეთებს. საქართველოს ფითჩმა “ბი-ბი” რეიტინგი მიანიჭა. დასკვნა ასეთია, რომ ჯერჯერობით ისევ სავაჭრო რეიტინგში ვართ და იმედია მალე საინვესტიციო რეიტინგსაც მივიღებთ. სავაჭრო რეიტინგი ნიშნავს, რომ ამ ქვეყანასთან რეკომენდებულია სავაჭრო ურთიერთობების წარმოება. ანუ მოკლევადიანი ბიზნესთანამშრომლობა გარანტირებულად წარმატებით დასრულდება. ჩვენი დაკვირვებით, ქვეყანა ყველა ნაკისრ ფინანსურ ვალდებულებას ვადებში შეასრულებს, თუ რაიმე ფორსმაჟორული სიტუაცია არ შეიქმნა. სამი “ბი” უკვე საინვესტიციო დონეა ანუ ქვეყანა, სადაც გრძელვადიანი ინვესტიციების ჩადება შეიძლება. საინვესტიციო ნიშნულზე გადასვლა კი იმას ნიშნავს, რომ ეს ქვეყანა ვალდებულებებს შეასრულებს, რაც არ უნდა მოხდეს. თუმცა გამონაკლისებიც ხდება. მაგალითად, ქვეყანა, რომელიც მიღებული იყო როგორც საინვესტიციო დონის, ერთ თვეში ცხრილის ბოლოში, ბანკროტის რანგში აღმოჩნდა. ასეთი იყო სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის კრიზისის დროს მაღაიზია და ინდონეზია. ამიტომ ამ კომპანიებზეც ძალიან ხშირად ამბობენ ხოლმე, რომ მაკრორისკებს ყოველთვის ზუსტად ვერ განსაზღვრავენ. საქართველო ამ რისკების სისტემაში 2-3 წელია შევიდა. მანამდე საქართველოს შეფასება არც კი ხდებოდა. ამ კომპანიებს შეფასებული აქვთ სულ რაღაც 120-125 ქვეყანა. დანარჩენ ქვეყნებს არც აფასებენ, რადგან მათი შეფასება არც კი ღირს.

კითხვები საშინაო დავალებისა და  
გამეორებისათვის

- ✓ რა არის ფინანსური მენეჯმენტი?
- ✓ დაახველეთ ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირების ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრადის რგოლები.
- ✓ რა არის ფინანსური ბაზრის ფუნქცია?
- ✓ რაში გამოიხატება შუამავლების მოგება?
- ✓ რაში მდგომარეობს მსესხებლების სარგებელი? არის
- ✓ ახსენით ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები.
- ✓ რა არის ფიზიკური აქტივების ბაზარი?
- ✓ რა არის სპოტ ბაზრები?
- ✓ რა არის ფულის ბაზრები?
- ✓ განმარტეთ საფონდო ბაზრების არსი და ფუნქციები.
- ✓ განმარტეთ იპოთეკური სავალო ქაღალდების ბაზრები?
- ✓ რა არის პირველადი ბაზარი?
- ✓ რა არის მეორადი ბაზარი?
- ✓ რა არის კერძო ბაზარი?
- ✓ რა არის სავალუტო ბაზარი?
- ✓ რა არის ოქროს ბაზარი?
- ✓ რა არის კაპიტალის ბაზარი?
- ✓ ჩამოთვალეთ ფინანსური ბაზრების თანამედროვე ტენდენციები.
- ✓ დაახსიათეთ მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ძირითადი ნიშნები.
- ✓ რა გავლენა მოახდინა მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ფინანსურ ბაზრებზე?
- ✓ დაახსიათეთ ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში.
- ✓ რატომ გახდა სახელმწიფო მთავარი ინვესტორი?
- ✓ ჩამოაყალიბეთ მსოფლიო კრიზისის მიზეზ-შედეგობრივი ასპექტები.
- ✓ დაახსიათეთ საბანკო და საკრედიტო კრიზისი და მათი მიზეზები.

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერუე“, 2007.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, 2002.

**Бригхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент.** Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.

**Киселёв В.В. Финансовый менеджмент.** Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.

**Кидуэл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги.** СПб.: Питер, 2008.

**Brigham E. Gapenski L. Financial Management (Theory and Practice).** New York: The Dryden Press. 1994.

**Elton E.J., Gruber M.J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis.** John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A. Theory of Consumption Function.** Printen. 1963.

**Haugen R. A. Modern Investment Theory.** Prentle Hall, 1997.

**Rosenberg Jerry M. Dictionary of Investing.** John Wiley & Sons, Inc. 1993.

**Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance.** 1964 Sept.

**The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice.** Ed by D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc., 1993.

**Moissin J. Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets** American Economic Rev. 1969 Dec.

**Williams J.B. The Theory of Investment Value.** Cambridge. Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C. Financial Management and Policy,** Prentice-Hall. 1995.

**The new Corporate Finance. Where Theory Meets Practice /Ed by D.H. Chew Jr. McCrow-Hill, inc., 1993.**

**გეორგ თავე. ფინანსური ინსტიტუტები, მათი სახეები  
და ფუნქციები**

**დანიშნული თავის შესწავლის შემდეგ თქვენ  
შეძლებთ:**

- ახსნათ ფინანსური ინსტიტუტების არსი, მათი  
ეკონომიკური დანიშნულება;
- ჩამოაყალიბოთ ფინანსური ინსტიტუტების სახეები და  
ფუნქციები;
- განმარტოთ, რას ნიშნავს ფინანსური ტრანსფორმაცია,  
ლიკვიდობის უზრუნველყოფა;
- ჩამოაყალიბოთ კაპიტალის მოზიდვის პროცესი, მისი  
განსორცხილებიანსაში მეთოდნი;
- დაახანითოთ ფინანსური შუამავლებიანი კირითადნი  
ჯგუფები;
- ჩამოთვალოთ ფანინანი ქადალლებიანი ბაზრის კირითადნი  
მონანილები და დაახლოებით თითოეული მათგანი;

დაახანებოთ და განსაზღვროთ ფანინანი ქადალლებიანი  
ბაზრის ინდიკატორები.

## 2.1. ფინანსური ინსტიტუტების არსი და ფუნქციები

ნებისმიერი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნის საფინანსო სისტემის მნიშვნელოვანი საკვანძო ელემენტია ფინანსური ბაზრები და ფინანსური ინსტიტუტები. ფინანსური ინსტიტუტები ესაა დაწესებულებები, რომლებიც ახორციელებენ ფულის გადაცემის ოპერაციებს, ინვესტირების, დაკრედიტების და ფულადი სახსრების გასესხების ოპერაციებს სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების დახმარებით. ფინანსური ინსტიტუტის ძირითადი დანიშნულებაა შუამავლობის ორგანიზებაა, ე.ი. ფულადი სახსრების ეფექტიანი გადაადგილება (პირდაპირი ან ირიბი ფორმით) დამზოგველებიდან სესხის ამღებებამდე. პირველები წარმოადგენენ ე.წ. „ფულის ტომრების“ მფლობელებს. ე.ი. ისინი მზად არიან ეს ფული გადასცენ გარკვეული საფასურის ხარჯზე იმ პირებს, ვისაც ეს რესურსები ძალზე სჭირდებათ. მეორებს პორტფელებში აქვთ მოგებიანი საინვესტიციო პროექტები, მაგრამ არ გააჩნიათ მათ სარეალიზაციოდ საჭირო და საკმარისი დაფინანსების წყაროები.

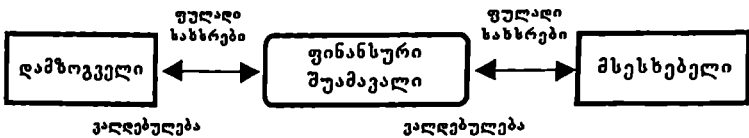
საფინანსო ინსტიტუტებს მიეკუთვნებათ ბანკები, შემნახველი ინსტიტუტები (სალაროები), სადაზღვევო და საინვესტიციო კომპანიები, საბროკერო და საბირჟო ფირმები, საინვესტიციო ფონდები და ა.შ. საფინანსო ინსტიტუტები მოწოდებულია უზრუნველყოს დამზღვევების და სესხის ამღებების სხვადასხვა მოთხოვნების ურთიერთშეთანხმება, პირველები დაინტერესებულნი არიან საკუთარი სახსრების საიმედო და შედარების ურისკო განთავსებით, რომელიც გულისხმობს: ა) ლიკვიდობს, ანუ საკუთარი ფინანსური სახსრების ადვილად ხელმისაწვდომობს აუცილებლობის შემთხვევაში და ბ) გრძელვადიანი შემოსავლის მიღებას მისაღები განაკვეთით. მეორენი – ფულადი სახსრების მობილიზაციის შესაძლებლობათ საჭირო ოდენობით სხვადასხვა საინვესტიციო პროგრამების და მიმდინარე ხარჯების განსახორციელებლად.

ფინანსური ინსტიტუტები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს: 1) ფინანსური რესურსების დაზოგვა (saving); 2) საკუთრივ შუამავლობა (intermediation); 3) ფინანსური ტრანსფორმაცია (maturity transformation); 4) რისკის გადაცემა (risk transfer); 5) სავალუტო

ოპერაციების ორგანიზაცია (foreign exchange operations); 6) ლიკვიდობისათვის ხელის შეწყობა (liquidity); 7) ოპერაციების ორგანიზება კომპანიის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ცვლილებების თვალსაზრისით (going public and going private transactions). დაეახსიათოთ ისინი მოკლედ.

ფინანსური რესურსების დაზოგვა: ამ ფუნქციის წარმოშობა განპირობებულია რესურსების დაგროვების ფართოდ გავრცელებული აუცილებლობით, მათი შემდგომი გამოყენებისათვის მიზნობრივი ინვესტირების ან მოხმარების მიზნით. ცხადია, სახსრები შეიძლება დაგროვდეს ფინანსური ინსტიტუტების დახმარების გარეშეც. მაგრამ ეს ნაკლებ მომგებიანი და არც თუ ისე უსაფრთხო გზაა.

შუამავლობა, როგორც უკვე აღინიშნა, არის ფინანსური ინსტიტუტების ძირითადი ფუნქცია და ლოგიკურად ავსებს დაზოგვის ფუნქციას, რამდენადაც დაზოგილი ფულადი სახსრების აკუმულირებისას და მასზე გარკვეული სავალდებულო გადახრისას ფინანსურმა ინსტიტუტმა უნდა იზრუნოს მათ გამოყენებაზე, რათა მან მოიტანოს შემოსავალი. ეს შემოსავალი საკმარისი უნდა იყოს არა მარტო იმისათვის, რომ გადაუხადოს ფულის დამზოგველებს, არამედ იმისათვისაც, რომ მიღებული იქნას საკუთარი შემოსავალი. ასე რომ, ფულადი სახსრები წარიმართება დამზოგველიდან სესხის ამღებებისაკენ, ხოლო თვით სახსრების გადაცემის პროცესი მიმდინარეობს ვალდებულებების წარმოშობით მათი უკან დაბრუნებისა და ამ პროცესში მონაწილეობისათვის დაჯილდოების თვალსაზრისით (ნახ. 2.1).



ნახ. 2.1. ფინანსური შუამავლობა

ფინანსური შუამავალი ფულადი სახსრების მიღების შემდეგ საპასუხოდ იღებს ვალდებულებას დააბრუნოს იგი განსაზღვრული პირობებით. თავის მხრივ, სესხის ამღები, რომელიც ღებულობს ფულად სახსრებს გარკვეული კომინაციებით ფინანსური შუამავლისაგან კისრულობს ვალდებულებას უკან დააბრუნოს ეს სახსრები

გასაძრავლოსთან ერთად. გამოყენებული ფინანსურ ინსტრუმენტებზე დამოკიდებულებით ფულადი სახსრების უკან დაბრუნება შეიძლება განხორციელდეს კაპიტალის ბაზრის მექანიზმების მეშვეობით.

ფინანსური შუამავლობა მომგებიანია მრავალი გარემოებათა გამო. ჯერ ერთი, ყველა ფულის დამზოგველი არ არის სპეცილისტი ფინანსური ოპერაციების დარგში, რომლებიც ერკვევიან სრულყოფილად სასესხო-სავალო ოპერაციებში. მეორე, საჭირო განათლებაც რომ ჰქონდეთ მსგავს ოპერაციებში, დამზოგველი, მიმართავს რა პროფესიონალებს, თავისუფლდება სახსრების ინვესტირების კონკრეტული ვარიანტის ძიების აუცილებლობისაგან. ე.ი. ზოგავს საკუთარ დროსა და სახსრებს და დაკავებულია საკუთარი ბიზნესით. მესამე, მუშაობას იწყებს მისი ფული. მეოთხე, ფულის დამზოგი ღებულობს შემოსავალს, რაც აიძულებს ფინანსურ შუამავალს ეფექტიანად გამოიყენოს მისგან მიღებული სახსრები. მეხუთე – ფინანსური შუამავლების მეშვეობით შეიძლება დივერსიფიცირებული იქნას, შემცირდეს ან სხვა პირს გადაეცეს ამ საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკი. მეექვსე – ფინანსურ შუამავლებს შეუძლიათ აკუმულაცია გაუწიონ დიდი ოდენობით ფულად სახსრებს და მათი კონცენტრაციის შემდეგ დააბანდოს ისინი პროექტებში, რაც პოტენციურად მიუწვდომელია წვრილი ინვესტირების ან ფულის დამზოგველთათვის.

## **ფინანსური ტრანსფორმაცია**

ფინანსური ტრანსფორმაცია იმაში მდგომარეობს, რომ მოკლევადიანი (ფინანსური) აქტივები და ვალდებულებები შეიძლება ტრანსფორმირებული იქნას გრძელვადიან აქტივებად და ვალდებულებებად. ეს მიიღწევა აქტივების სეკურიტიზაციის გზით, კერძოდ საკრედიტო ინსტიტუტები მათ მიერ გაცემულ კრედიტებს ათავსებენ პულში, რომლებიც უზრუნველყოფილია შედარებით ერთგვაროვანი ქონებით და უშვებენ ფასიან ქალაქებს საერთო უზრუნველყოფით. დასაშვებია შებრუნებული ვარიანტიც – სესხი აღებული იქნას მოკლე ვადით, მაგრამ გასესხებული იქნეს გრძელი ვადით. მაგალითად, კომპანიას სჭირდება ინვესტიციები, მაგრამ არ შეუძლია მოიზიდოს იგი გრძელვადიანი პერიოდით. მაშინ იგი იღებს მოკლევადიან სესხებს და დებს მათ გრძელვადიან პროექტში. ამასთან

საჭიროა მოკლევადიანი კრედიტების პერიოდული პროლონგაცია. ასევე იმის იმედი, რომ მიმდინარე შემოსავლები საკმარისი იქნება მოკლევადიანი კრედიტის პროცენტებისა და ძირითადი ვალის დასაბრუნებლად. ცხადია, აქ დიდია რისკი საპროცენტო განაკვეთების ზრდისათვის. აუცილებელი გარკვეული რწმენა და იმედი იმისა, რომ მოკლევადიანი და ფინანსების წყაროები აღდგენილი იქნება.

სწორედ ასეთი ლოგიკა ედება საფუძველად საბანკო და საინვესტიციო სტრუქტურების ოპერაციებს, როცა მოკლე ვადით მოზიდული სახსრები იდება გრძელვადიან პროექტებში. აქ მხედველობაში მიიღება ორი გარემოება:

ა) მოკლევადიან ინვესტორებთან ანგარიშგების სიზუსტე და აკურატულობა. ამის შედეგად დაუშვებელი უნდა იყოს სიტუაცია, როცა პანიკის დროს მათ ერთდროულად არ მოთხოვონ უკან დაიბრუნონ თავიანთი სახსარები (შესაძლო დანაკარგების ფონზეც კი). ბ) ამ შემთხვევაში მუშაობას იწყებს დიდ რიცხვთა კანონი როცა მეანაბრეთა სიმრავლის პირობებში ნიველირდება რყევები ამოსაღებ ფულად სახსრებთან მიმართებაში.

### **რისკის მართვა**

ფინანსური ოპერაციების უმეტესობა თავისი ბუნებით რისკიანია, ამიტომ მათი განხორციელებისას ყოველთვის ჩნდება სურვილი ან თავიდან იქნას აცილებული რისკი, ან შემცირდეს მისი დონე. ეს მიიღწევა სხვადასხვა ზერხებით, კერძოდ გარანტიების მიღებით და უზრუნველყოფით, რისკის ნაწილის გადაცემით ფინანსურ შუამავალზე.

### **სავალუტო რისკის მართვა**

თანამედროვე ეკონომიკაში კომპანიათა დიდი უმეტესობა დაკავშირებულია ამა თუ იმ ზომით სავალუტო ოპერაციებთან. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ეს ოპერაციები განპირობებული კომპანიების სურვილით გავიდნენ საერთაშორისო ბაზრებზე. განვითარებულ ეკონომიკაში მოქმედებს სავალუტო ოპერაციების სხვა მიზეზებიც, კერძოდ სურვილი შეიქმნას ერთობლივი საწარმოები, მოძიებული იქნას უცხოელი ინვესტორი, გაიხსნას უცხოეთის წარმომადგენლობა, შექნილი იქნას უცხოეთიდან ახალი ტექნიკა და სხვა. მსგავსი ოპერაციების გაფორმება უმეტეს შემთხვევაში ხორციელდება ფინანსური ინსტიტუტების მონაწილეობით.



ნებისმიერ კომპანიას სჭირდება ნაღდი ფულადი სახსრები (აქ საუბარია ფულად სახსრებზე სალაროში და საანგარიშსწორებო ანგარიშებზე). ოღონდ როგორი უნდა იყოს მათი სიდიდე – ეს უკვე სადისკუსიო საკითხია. ვინაიდან ფირმის მიმდინარე საქმიანობა (მათ შორის ფულადი საშუალებების მოდინება და გადინება) არ შეიძლება ზუსტად განისაზღვროს წინასწარ, ყოველთვის არის ფულადი სახსრების სადაზღვევო მარაგის შექმნის პრობლემა, რომლებიც გამოიყენება საჭიროების შემთხვევაში. ვთქვათ, საკრედიტო დავალიანების დაფარვის დრო დადგა, ხოლო ფული დებიტორისაგან, რომელსაც ეყრდნობოდა კომპანია, ჯერ არ შემოსულა ანგარიშზე. ასეთი კოლიზიისაგან თავის დაზღვევის ყველაზე მარტივი ვარიანტია ფინანსური სახსრების რეზერვის შექმნა. ეს არც თუ ისე მოგებიანი გზაა, რამდენადაც უმოდრაოდ დადებულ ფულს არა თუ შემოსავალი არ მოაქვს, არამედ პირიქით, ზარალის მომტანიცაა (ვთქვათ ინფლაციის გამო). ამიტომ შედარებით შედეგიანია ფულის ინვესტირება მაღალლიკვიდურ ფინანსურ პროექტებში, რომელთაც სთავაზობენ საფინანსო ინსტიტუტები, ვთქვათ, აქციებით ან მოკლევადიან ვალდებულებებში.

ოპერაციების ორგანიზება კომპანიის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმების ცვლილებების თვალსაზრისით. ასეთი სახის შედარებით ტიპური ოპერაციაა კომპანიის გარდაქმნა ღია სააქციო საზოგადოებად. ბიზნესის განვითარების ლოგიკა ისეთია, რომ კომპანიის ჩამოყალიბებასთან და მისი საქმიანობის მასშტაბების გაფართოებასთან ერთად მის დამფუძნებლებს ან არ შეუძლიათ კომპანიის დაფინანსების სათანადოდ უზრუნველყოფა, ან რიგი მიზეზების გამო არ სურთ ამის გაკეთება. ამ შემთხვევაში კომპანია იცვლის ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმას, – გარდაიქმნება ღია სააქციო საზოგადოებად და ამით დამატებით დაფინანსების შესაძლებლობას ღებულობს. ვინაიდან მსგავსი პროცედურა რთული და შრომატევადია, მის სარეალიზაციოდ დასახმარებლად მიმართავენ საფინანსო ინსტიტუტებს.

საფინანსო ინსტიტუტების სისტემაში მნიშვნელოვანი ადგილი ეკუთვნის ბანკებს (პირველი ბანკები აღმოცენდა იტალიაში XIV

საუკუნეში. საბანკო საქმის განვითარებაში დიდი როლი შეასრულა ფლორენციამ. 1338 წელს ამ ქალაქში 80-მდე ბანკი იყო. ხოლო ამ საუკუნის ბოლოს 100-ზე მეტი). ისინი არიან ფინანსური ბაზრების აქტიური მონაწილეები. ამასთან მათი როლი განსაკუთრებით მრავალასპექტიანია და არ შემოიფარგლება მხოლოდ კრედიტების გაცემით. ჯერ ერთი, ისინი არიან ფასიანი ქაღალდების – აქციების, ობლიგაციების, თამასუქების, დეპოზიტური სერტიფიკატების ემიტენტები, რომლებიც ჩვეულებრივ ნაკლებ რისკიანია საწარმოთა ფასიან ქაღალდებთან შედარებით. მეორე, ბანკები ახორციელებენ პორტფელურ ინვესტიციებს. მესამე – ისინი მომსახურებას სთავაზობენ საფონდო ბაზრის სხვა მონაწილეებს (მაგ. სატრასტო ოპერაციები ანუ საპორტფელო ინვესტიციების მართვა კლიენტის სახელით და კლიენტისავე ანგარიშით, საანგარიშგებო – საგადაძენდლო ოპერაციები და დეპოზიტური მომსახურებაა, მეოთხე, ისინი გასცემენ კრედიტებს.<sup>1</sup>

## 2.2. კაპიტალის მოზიდვის პროცესი

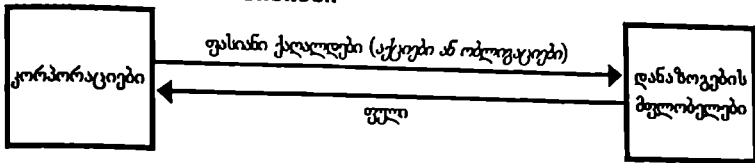
კაპიტალის გადაადგილება იმათგან, ვინც ქმნის დანაზოგებს, იქითკენ ვისთვისაც საჭიროა კაპიტალი, ხორციელდება სამი სხვადასხვა ხერხით, რაც გამოსახულია ნახ. 2.2-ზე.

1. პირდაპირ ინვესტიციები (direct investment), როგორც ეს ნაჩვენებია დიაგრამის ზემო ნაწილში, მოიზიდებიან შემდეგ შემთხვევაში: საწარმო ყიდის თავის აქციებს ანდა ობლიგაციებს უშუალოდ იმ პირებზე ვინც ახორციელებენ დანაზოგებს და ამისათვის არ მიმართავენ რომელიმე ფინანსური სტრუქტურის მომსახურებას. საწარმო თავის აქციებს გადასცემს ინვესტორებს, რომლებიც, თავის მხრივ, აძლევენ ფირმას ფულს (რომელიც ამ უკანასკნელს სჭირდება). ბუნებრივია, პირდაპირი ინვესტირება განეკუთვნება გარიგებას პირველად ბაზარზე.

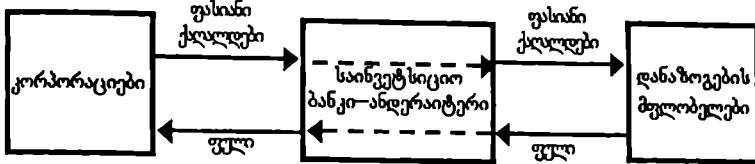
2. როგორც დიაგრამის შუა ნაწილშია ნაჩვენები, კაპიტალის მოზიდვა შეიძლება ასევე განხორციელდეს საინვესტიციო ბანკის

<sup>1</sup> აღნიშნული საკითხები მიზანშეწონილად უცანით აქ არ განვიხილოთ, რამეთუ ბანკების საქმიანობა ისტორიული რაკურსით ფართოდ შევისწავლეთ სახელმძღვანელოში „საბანკო საქმიანობის საფუძვლები“, ტ.1, თბ.: თსუ, 2007 (მეორე გამოცემა).

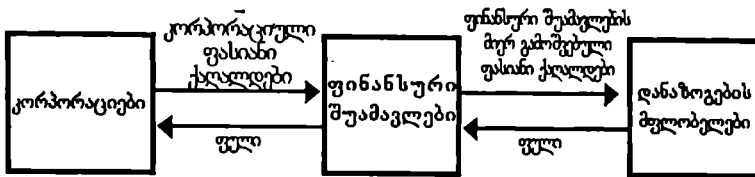
### 1. პირდაპირი ინვესტიცია



### 2. ანდერრაიტიზაციის გაშვალაგული ინვესტიცია



### 3. ინვესტიციების გაშვალაგა ფინანსური შუამავლების მეშვეობით



ნახ. 2.2. კაპიტალის მოზიდვის არიფისი

მეშვეობით, ისეთით, როგორცაა Merrill Lynch, რომელიც ანდერრაიტერის როლს ასრულებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაში-კომპანია ყიდის თავის აქციებს ან ობლიგაციებს საინვესტიციო ბანკზე, რომელიც, თავის მხრივ, გადაყიდის მათ ინვესტორებზე. არ შეიძლება იმის თქმა, რომ საწარმოს ფასიანი ქაღალდები და მენაბრეთა ფული უბრალოდ გაივლის საინვესტიციო ბანკს, როგორც „შუალედურ რგოლს“. საქმე იმაშია, რომ ბანკი ყიდულობს და ინახავს ფასიან ქაღალდებს გარკვეული პერიოდის განმავლობაში და ამით თავის თავზე იღებს გარკვეულ რისკს, მან შეიძლება ვერ შეძლოს ფასიანი ქაღალდების ხელახლა გაყიდვა იგივე ფასში, რა ფასშიც ისინი შეძენილი იქნა ფირმიდან თავდაპირველად, ეს ბუნებრივია, რადგან გარიგებაში მონაწილეობს ხელახლა ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები, ხოლო კორპორაცია ღებულობს შემოსავალს

მათი რეალიზაციიდან, მსგავსი გარიგება ასევე ითვლება პირველადი ბაზრის ტრანსაქციად.

3. ინვესტიციები ასევე შეიძლება განხორციელდეს ფინანსური შუამავლის მეშვეობით (Financial intermediary) – ისეთის, როგორცა მაგალითად თანაზიარი ფონდი ანდა ისევე ბანკი. ამ შემთხვევაში შუამავალი იღებს ფულად საშუალებებს ინვესტორებისაგან თავისი საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გაცვლის საპასუხოდ. შემდგომში შუამავალი იყენებს ამ ფულს კომპანიის ფასიანი ქაღალდების შესაძენად და მათ შემდგომ შესანახად. მაგ. მენაბრეს შეუძლია ფული ჩადოს ბანკში, იყიდოს რა მის დეპოზიტურ სერტიფიკატს, ხოლო შემდეგ ბანკს შეუძლია ეს ფული ასესხოს მცირე საწარმოს უძრავი ქონების უზრუნველყოფით. ასე რომ, ფაქტიურად შუამავლები პირდაპირ ქმნიან ფასიანი ქაღალდების ახალ ფორმებს, ამ შემთხვევაში დეპოზიტურ სერტიფიკატებს, რომლებიც ნაკლებ რისკიანია და უფრო ლიკვიდურია, ვიდრე კომპანიის გირავნობის სიგელები. ამდენად, დებიზიტური სერტიფიკატები ინვესტირებისათვის საუკეთესო ობიექტებად გამოდიან. შუამავლების არსებობა მნიშვნელოვნად ზრდის ფულის ბაზრების და კაპიტალის ბაზრების ეფექტიანობას.

ავლნიშნულ მაგალითში იგულისხმება, რომ კაპიტალის, „მომხმარებელი“ ესაა საწარმო, კორპორაცია, მაგრამ, ცხადია, რომ ასეთი როლი ადვილად შეიძლება შეასრულოს კერძო პირმა – სახლის მყიდველმა, სახელმწიფო დეპონტებულამ და ა.შ.

კაპიტალის უშუალო გადადინება ინვესტორებიდან საწარმოებზე შესაძლებელია და სინამდვილეშიც ხდება შემთხვევიდან შემთხვევებამდე, მაგრამ ჩვეულებრივ ფირმებისათვის უფრო ეფექტიანი აღმოჩნდება ისარგებლოს საინვესტიციო ბანკის მომსახურებით. ისეთებით, როგორცაა Merrill Lynch, Salomon Smith Barney; Morgan Stanley Dean Witter ანდა Goldman Sachs. მსგავსი ინსტიტუტები: 1) თავდაპირველად ეხმარებიან ფირმებს ისეთი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორგანიზებაში, რომლებიც თავიანთი თვისებებით მიზიდველი იქნებიან ინვესტორებისათვის მოცემულ მომენტში. 2) შემდეგ ისინი ყიდულობენ ამ ფასიან ქაღალდებს ფირმებისაგან, და ბოლოს, 3) ხელახლა მიყიდნიან მას საბოლოო ინვესტორებს. მართალია, ფასიანი ქაღალდები იყიდება ორჯერ, ეს პროცესი სინამდვილეში წარმოადგენს პირველადი ბაზრის

ტრანსაქციას, რომელშიც ბანკი მოქმედებს კაპიტალის ინვესტორიდან მის მომხმარებლამდე გადაადგილების შემსუბუქების მიზნით

ფინანსური შუამავლები, რომლებიც წარმოდგენილნი არიან 2.2. დიაგრამის დაბალ ნაწილში, ასევე უბრალოდ არ გადაადგილებენ ფულად სახსრებს და ფასიან ქალაქებს ფირმებსა და მეანბრეებს შორის – ისინი ფაქტიურად ქმნიან ახალ ფინანსურ პროდუქტებს. რამდენადაც შუამავლები ჩვეულებრივ მსხვილი წარმონაქმნებია, პოტენციური მსესხებლების კრედიტუნარიანობის ანალიზისას, იყენებენ რისკების გადანაწილებისას მიღებულ დადებით ეფექტს და ამით ეხმარებიან ცალკეულ მეანბრეებს მოახდინონ თავიანთი დაბანდების დივერსიფიკაცია, ისე, რომ „ყველა კვერცხი არ ჩაიდოს ერთ ფინანსურ კალათაში“. უფრო მეტიც, სპეციალიზირებული შუამავლების სისტემას არა მარტო შეუძლია უზრუნველყოს დანაზოგების შემოსავლიანობა, არამედ ამაღლოს მათი მართვის მოხერხებულობა, ასე მაგ.: ადამიანებს შეუძლიათ თავიანთი ფული მიიტანონ ბანკებში და მიიღონ შემოსავალი პროცენტების სახით, მაგრამ ამის გარდა, ისინი ასევე ეღებულებენ დამატებით შესაძლებლობებს ანაზღაურონ თავიანთი შესყიდვები საბანკო საჩქო წიგნაკების და საკრედიტო ბარათების მეშვეობით, ასევე ხშირად განახორციელონ სადაზღვევო მომსახურება.

### 2.3. საინვესტიციო ინსტიტუტების სახეები და ფუნქციები

როგორც ზემოთ აღინიშნა, საინვესტიციო ინსტიტუტი წარმოადგენს იურიდიულ პირს, რომელიც იქმნება ნებისმიერი კანონმდებლობით დაშვებული ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით. მას შეუძლია თავისი საქმიანობა განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შუამავლის (ფინანსური ბროკერის), საინვესტიციო კონსულტანტის, საინვესტიციო კომპანიის, საინვესტიციო ფონდის სახით.

#### **საინვესტიციო კონსულტირება**

საინვესტიციო კონსულტირება გულისხმობს საკონსულტაციო მომსახურების გაწევას ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან და განთავსებასთან დაკავშირებით. საინვესტიციო კომპანიის საქმიანობა ხორციელდება ორი მიმართულებით: ა) ფასიანი ქაღალდების

გამოშვების ორგანიზება და გარანტიების გაცემა მათი განთავსების თვალსაზრისით მესამე პირების სასარგებლოდ; ბ) ოპერაციები ფასიან ქალაქებთან მიმართებაში მათი სახელით და მათი ანგარიშით, მათ შორის ფასიანი ქალაქების კოტირების გზით, ე.ი. გამყიდველის ფასის და მყიდველის ფასის გამოცხადებით, რომლის მიხედვით კომპანია ვალდებულია შესაბამისად იყიდოს და გაყიდოს განსაზღვრული ფასიანი ქალაქები. საინვესტიციო კომპანიები თავიანთ რესურსებს ქმნიან მხოლოდ დამფუძნებელთა სახსრებიდან და საკუთარი ფასიანი ქალაქების ემისიიდან, რომელთა რეალიზებას ახდენენ იურიდიულ პირებზე და უფლება არა აქვს მოიხილონ ფულადი სახსრები მოსახლეობიდან.

### **საინვესტიციო ფონდი**

საინვესტიციო ფონდი წარმოადგენს ღია სააქციო საზოგადოებას, რომელიც ახდენს წვრილი ინვესტორების სახსრების აკუმულირებას საკუთარი ფასიანი ქალაქების გაყიდვის გზით. ფონდი ახდენს შეკრებილი სახსრების ინვესტირებას სხვა ემიტენტების ფასიან ქალაქებში, ასევე ახორციელებს სხვა ოპერაციებს ფინანსურ ბაზრებზე. საინვესტიციო ფონდები სამი ტიპისაა: ღია, დახურული და საჩეკო. ღია ფონდი ახდენს ფასიანი ქალაქების ემიტირებას და კისრულობს მათი უკან გამოსყიდვის ვალდებულებას. დახურული ფონდი ასეთ ვალდებულებას არ იძლევა. საჩეკო საინვესტიციო ფონდები შეიქმნა საჩეკო პრივატიზაციის ეტაპზე და ახორციელებდნენ ოპერაციებს საპრივატიზაციო ჩეკებით.

საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის განსაკუთრებულ სახეს წარმოადგენს აქციების გამოშვება ინვესტორთა ფულადი სახსრების მობილიზაციის მიზნით და მათი დაბანდება ფონდის სახელით ფასიან ქალაქებში და საბანკო ანგარიშებზე. ფონდის აქციების შექმნით ინვესტორები ხდებიან მისი თანამფლობელები და სრულად იზიარებენ იმ ფინანსურ ოპერაციებთან დაკავშირებულ რისკს, რომელსაც ფონდი ახორციელებს. ასეთი ოპერაციების წარმატებულობა აისახება ფონდის აქციების მიმდინარე ფასების ცვლილებაში. საინვესტიციო ფონდს უფლება არა აქვს თავისი კაპიტალის 5%-ზე მეტი წარმართოს ერთი ემიტენტის ფასიანი ქალაქების შექმნაზე, ასევე ემიტენტისაგან შეიძინოს მისი ფასიანი ქალაქების 10%-ზე მეტი. საინვესტიციო

ფონდის საქმიანობის აუცილებელი პირობააა მის შტატში ირიცხებოდეს სპეციალისტი ფასიან ქაღალდებთან მუშაობის დარგში, რომელსაც ეწეება თავისი მაღალი კვალიფიკაციისა და გამოცდილების დამადასტურებელი შესაბამისი საბუთი.

საინვესტიციო ინსტიტუტს უფლება აქვს თავისი საქმიანობა განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მხოლოდ სპეციალური ლიცენზიის მიღების შემდეგ. რომელიც გაიცემა როგორც საქმიანობის ერთ, ასევე 2-3 შემდეგი სახის საქმიანობაზე: შუამავალი, საინვესტიციო კონსულტანტი, საინვესტიციო კომპანია.

გრძელვადიანი დაკრედიტების შესაძლებლობების პოზიციებიდან საწარმოებისათვის დიდი მნიშვნელობა აქვთ საინვესტიციო ბანკების ქსელის განვითარებას. ასეთი ბანკები წარმატებით ფუნქციონირებენ უცხოეთში. მათგან ყველაზე მეტადაა ცნობილი „Merril Lunch“, „Goldmah Sachs“, „Salomon Brothers“. საინვესტიციო ბანკები აქტიურად მონაწილეობენ ახალი ფასიანი ქაღალდების ემისიაში. გამოდიან შუამავლების როლში ემიტენტებსა და პოტენციურ ინვესტორებს შორის.

ცნობილია ასევე სხვა, ინვესტიციური ბანკების ტიპური საქმიანობის სახეები, კერძოდ, გაცემული მცირე, არალიკვიდური სესხების პაკეტირება, რომლებიც ხასიათით, ვადებით და შემოსავლებით იდენტურები არიან და მათ საფუძველზე ფასიანი ქაღალდების გამოშვება; იმ საწარმოთა ვადების რესტრუქტურისაცა, რომლებიც პოტენციური ბანკოტები არიან. ეს ხდება კრედიტორი ბანკებისაგან აღნიშნულ საწარმოთა სავალო ვალდებულებების გამოსყიდვით ფასდაკლებით და მათ საფუძველზე ახალი აქციების გამოშვებით.

ინფლაციის პირობებში საინვესტიციო ბანკების საქმიანობისათვის დამახასიათებელია რისკის მაღალი დონე. საბანკო პრაქტიკაში ცნობილია რამდენიმე მეთოდი, რაც რისკის შემცირების საშუალებას იძლევა. ერთ-ერთი ასეთი მეთოდია კრედიტების სეკურიტიზაცია (credit securitization) – ეს ნიშნავს საკრედიტო ოპერაციაში ორი ბანკის მონაწილეობას, რამდენადაც ნებისმიერი საკრედიტო გარიგება ხორციელდება ორ ეტაპად. (პირობების შემუშავება და გარიგების დადება: ფულის მიცემა სესხის ამღებისათვის), სეკურიტიზაციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ ეს ეტაპები განახორციელონ

სხვადასხვა ბანკებმა. დასავლეთის პრაქტიკაში შემუშავებულია კრედიტების სეკურიტიზაციის სხვადასხვა ვარიანტები (იხ. Кидуэлл; Пемерсон, Блэкуэлл).

### **საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები**

საინვესტიციო ინსტიტუტების ერთ-ერთი ფორმაა ფინანსური კომპანიები და საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები. ფინანსური კომპანია ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას, საფონდო ოპერაციებს და სხვა ფინანსურ გარიგებებს, მაგ. ფიზიკური და იურიდიული პირების დაკრედიტებას.

საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფი არის საწარმოთა დაწესებულებათა, ორგანიზაციათა, საფინანსო-საკრედიტო დაწესებულებათა და საინვესტიციო ინსტიტუტების ჯგუფი, რომელთა კაპიტალები გაერთიანებულია ნებაყოფლობით საწყისებზე ან ჯგუფის ერთ-ერთ მონაწილის მიერ სხვა მონაწილეთა შეძენილი აქციების კონსულიდაციის გზით. საქმის არსიდან გამომდინარე, საფინანსო სამრეწველო ჯგუფები წარმოადგენენ მსხვილი სამრეწველო კაპიტალისა და მსხვილი საბანკო კაპიტალის გაერთიანება-შეზრდას. საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების შექმნა შეიძლება განხორციელდეს შემდეგი გზებით:

მონაწილეების მიერ ღია სააქციო საზოგადოების ჩამოყალიბებით.

ჯგუფის მონაწილეების მიერ მათ განკარგულებაში არსებული აქციების პაკეტების გადაცემით ჯგუფის ერთ-ერთი მონაწილისათვის ნდობით მმართველობაში;

ჯგუფის ერთ-ერთი მონაწილის მიერ სხვა საწარმოებისა, ორგანიზაციებისა და დაწესებულებების აქციების პაკეტების შეძენის გზით, რომლებიც ჯგუფის მონაწილეები ხდებიან.

საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ჩამოყალიბების პროცესი რეგულირდება სახელმწიფოს მიერ, კერძოდ ეს ხდება ჯგუფის შედგენის პროექტის წინასწარი ექსპერტიზის გზით, ჯგუფების შექმნა დასტურდება სპეციალურ რეესტრში მათი შეტანით.

### **წამოჭრილობები**

ფინანსური ინსტიტუტების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სახეობაა ფასიანი ქაღალდების დებოზიტარიუმები. ფასიანი ქაღალდების შენახვა შეიძლება ორგანიზებული იქნას ან მათი მფლობელების მიერ, ან



ფასიანი ქაღალდების სპეციალური საცაკების – დეპოზიტარიუმების მეშვეობით.

სადეპოზიტარო საქმიანობა შეიძლება განახორციელონ მხოლოდ შემდეგმა იურიდიულმა პირებმა: ა) საინვესტიციო ინსტიტუციებმა (საინვესტიციო კონსულტანტების, საინვესტიციო ფონდებისა და საჩეკო საინვესტიციო ფონდების გარდა); ბ) საფონდო ბირჟებმა; გ) სპეციალურმა დეპოზიტარიუმებმა, რომლებიც ახორციელებენ მხოლოდ დეპოზიტარული საქმიანობას; დ) საანგარიშსწორებო დეპოზიტარულმა ორგანიზაციებმა, რომლებიც ახორციელებენ დეპოზიტარულ საქმიანობას და ფულადი ანგარიშსწორების და ფულადი ვალდებულებების კლირინგის ორგანიზაციულ საქმიანობას, ასევე მოთხოვნებს, რასაც ადგილი აქვს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებების დროს.

პირს, რომელიც შეთანხმების პირობებში სარგებლობს დეპოზიტარიუმის მომსახურებით, დეპონენტს უწოდებენ. ამ შემთხვევაში დეპონენტსა და დეპოზიტარიუმს შორის იდება სპეციალური ხელშეკრულება, რომელიც არეგულირებს მათ ურთიერთობას სადეპოზიტარო საქმიანობის დარგში. ამ ხელშეკრულებას ქვია დეპო ანგარიშის ხელშეკრულება. დეპო ანგარიში წარმოადგენს ჩანაწერების ერთობლიობას დეპოზიტარიის საადრიცხვო რეგისტრებში, რაც აუცილებელია ამ უკანასკნელის მიერ დეპო ანგარიშის ხელშეკრულების შესასრულებლად დეპონენტთან მიმართებაში.

ფასიანი ქაღალდების შენახვა დეპოზიტარიებში შეიძლება განხორციელდეს ორი – დახურული და ღია წესით. პირველ შემთხვევაში დეპოზიტარები ვალდებული არიან მიიღონ და შეასრულონ დეპონენტის დავალება ნებისმიერ კონკრეტულ ფასიან ქაღალდთან მიმართებაში, რომელიც აღირიცხება მათ დეპო ანგარიშზე, ცხადია, ამ ფასიან ქაღალდს უნდა ჰქონდეს ინდივიდუალური ნიშნები (ნომერი, სერია, თანრიგი). ფასიანი ქაღალდების შენახვის ღია წესი წარმოადგენს დეპოზიტარში ურთიერთშემცვლელ ფასიან ქაღალდებზე უფლებათა რეგისტრაციის წესს, რომლის დროსაც დეპონენტს შეუძლია დეპოზიტარს მისცეს დავალება მხოლოდ განსაზღვრული ოდენობის ფასიან ქაღალდებზე, რომლებიც

აღრიცხულია მათ დეპო ანგარიშებზე, მათი ინდივიდუალური ნიშნების მითითების გარეშე.

უშუალოდ ფასიანი ქაღალდების შენახვის გარდა დეპოზიტარიუმს შეუძლია შეასრულოს სხვა ფუნქციებიც, მათგან აღსანიშნავია შემდეგი:

- 1) ინფორმაციის გაცვლის ორგანიზაცია, რომელიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ფლობასთან, ემიტენტს (რეესტრის მფლობელსა) და დეპონენტებს (კლიენტებს) შორის,
- 2) შემოსავლების მიღება ფასიანი ქაღალდებიდან, რომლებიც ინახება დეპოზიტარიუმში, მათი დეპონენტების ანგარიშზე გადატანის გზით;
- 3) დეპონენტების ფასიანი ქაღალდების ვალდებულებებით დატვირთვის აღრიცხვა, ასევე მათი შეწყვეტა;
- 4) ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრებთან შეთანხმებით რეესტრების წარმოება იმ ფასიანი ქაღალდების გამოკლებით, რომელთა მიხედვით დეპოზიტარი გამოდის როგორც ნომინალური მფლობელი.
- 5) ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების გადაცემა დეპონენტების დაწვლებით მესამე პირებისათვის.
- 6) ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შემოწმება უტყუარობაზე და გადახდის უნარიანობაზე;
- 7) ფასიანი ქაღალდების მიხედვით კლირინგი (ურთიერთვალდებულებებისა და მოთხოვნების განსაზღვრა ფასიანი ქაღალდების მიწოდებისას (გადაცემისას) ოპერაციის მონაწილისათვის);
- 8) ფასიანი ქაღალდების ინკასაცია და გადატანა, ბრუნვიდან ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების ამოღება მათი მიმოქცევის პირობების შესაბამისად;
- 9) ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებების რეგისტრაცია.

## 2.4. ფინანსური შუამავლების ძირითადი ჯგუფები

აშშ-ში და სხვა განვითარებულ ქვეყნებში დიდი ხანია ჩამოყალიბდა სპეციალიზებული და საკმაოდ ეფექტიანი საშუამავლო სისტემები, რომლებიც მუშაობენ ცალკეულ საფონდო და საფინანსო ბაზრებზე. მაგრამ სიტუაცია სწრაფად იცვლება და ცალკეული ორგანიზაციები იწყებენ მომსახურების ორგანიზაციას, რაც ადრე მათთვის დამახასიათებელი არ იყო, რაც განაპირობებს მათი საქმიანობის სფეროებს შორის საზღვრების წაშლას. მიუხედავად ამისა, მაინც შენარჩუნებულია ფინანსური შუამავლების განსაზღვრული

კლასიფიკაცია. დიდი მნიშვნელობა აქვს მისი ძირითადი ჯგუფების დახასიათებას.

## **კომერციული ბანკები**

კომერციული ბანკები (commercial banks), ტრადიციული „უნივერსალური ფინანსური მაღაზიები“, ემსახურებიან მენაბრეთა და სესხის ამღებთა ფართო წრეს. ისტორიულად ისე ჩამოყალიბდა სიტუაცია, რომ – მნიშვნელოვანი დაწესებულებები, კომერციული ბანკები – მუშაობდნენ კერძო და კორპორაციული მენაბრეების მიმდინარე ანგარიშებზე და მათი მეშვეობითაც ფედერალური სარეზერვო სისტემა აფართოვებდა ანდა კვეცავდა ფულის მასას. ოღონდ დღეისათვის დაწესებულებათა რამდენიმე ტიპი ასევე ახორციელებენ მომსახურებას ჩეკების ემისიის კუთხით და ასე რომ, მის სიდიდეზე გავლენას ახდენენ. და პირიქით, კომერციული ბანკები იწყებენ ფინანსური მომსახურების სულ უფრო ფართო წრის შეთავაზებას მომხმარებლისათვის საბროკერო მომსახურების ჩათვლით, აქციების ყიდვა-გაყიდვისას და სადაზღვევო საქმიანობას.

უნდა აღინიშნოს, რომ კომერციული ბანკები განსხვავდებიან საინვესტიციო ბანკებისაგან. კომერციული ბანკები გაასესხებენ თავიანთ საკუთარ სახსრებს, მაშინ, როცა საინვესტიციო ბანკები ეხმარებიან კომპანიებს მოიზიდონ კაპიტალი სხვა პირებიდან. 1933 წლამდე კომერციული ბანკები სთავაზობდნენ მომხმარებელს საინვესტიციო საბანკო მომსახურებასაც, მაგრამ 1933 წლის გლასს-სტიგალის აქტმა, ამ უკანასკნელთ აუკრძალა ამგვარი საქმიანობა. მაგ. Morgan Bank გაყოფილი იქნა დამოუკიდებელ ორგანიზაციად, რომელთაგან ერთი დღეისათვის არის Morgan Guaranty Trust Company კომერციული ბანკი, მაშინ როცა მეორე Morgan Stanley Dean Witter – არის უმსხვილესი საინვესტიციო საბანკო სახლი. აღსანიშნავია, რომ ევროპის და იაპონიის ბანკების უმეტესობას შეუძლია როგორც კომერციული, ასევე საინვესტიციო მომსახურების გაწევა. ეს გარემოება ხელს უშლიდა აშშ-ის ბანკებს მონაწილეობა მიეღოთ საერთაშორისო კონკურენციაში სხვების თანასწორად და ამიტომაც 1999 წელს კონკრესმა ძირითადად გააუქმა გლასს-სტიგალის აქტი.

სასესიო შემნახველი ასოციაციები (saving and loan associations, S&Ls) ტრადიციულად ემსახურებიან კერძო რეზიდენტ პირებს, იზიდავენ ფულად სახსრებს უამრავი მცირე მეანაბრებისაგან და ამის შემდეგ ამ ფულს სესხად აძლევენ უძრავი ქონების მყიდველებს და სხვა მსესხებლებს. რამდენადაც მეანაბრებისათვის უფრო მნიშვნელოვანია ლიკვიდობის ხარისხი, ვიდრე გირაოში უძრავი ქონების ჩადება სესხის შემნახველი ასოციაციებისათვის უპირველესი ხდება ასეთი კრედიტების ლიკვიდობის ფორმირება. ამის გარდა, სასესიო შემნახველ ასოციაციებს ჩვეულებრივ დიდი გამოცდილება აქვთ კრედიტების ანალიზის დარგში და საკრედიტო ხაზების გახსნაში, ვიდრე ცალკეულ მეანაბრებს, ამიტომ მათ შეუძლიათ შეამცირონ საკომისიოები კრედიტის შეზღუდვებსა და მიღებაზე და ამავედროულად აამაღლოს სესხების ხელმისაწვდომობა (ხელმისაწვდომი გახადოს კრედიტები) უძრავი ქონების გირაოთი და ბოლოს სესხის შემნახველი ასოციაციები ფლობენ კრედიტების მსხვილ, დივერსიფიცირებულ პორტფელებს და სხვა აქტივებს. ამავე დროს ისინი ანაწილებენ რისკებს ისეთი მეთოდებით, რომ წვრილი მეანაბრებისათვის შეუძლებელი იყოს უშუალოდ უძრავი ქონების უზრუნველყოფით სესხის გაცემა. ყოველივე ამ ფაქტორების ზემოქმედების შედეგად მეანაბრები იღებენ სარგებელს, აქვთ შესაძლებლობა ინვეტსირება გაუკეთონ უფრო ლიკვიდურ, უკეთესად სამართავ და უფრო ნაკლებ რისკიან აქტივებს, სესხის ამღებებიც ასევე მოგებულნი არიან, რამეთუ იღებენ მსხვილ სესხებს შედარებით დაბალი დანახარჯებით, სხვა ნებისმიერ შემთხვევასთან შედარებით.

გასული საუკუნის 80-იან წლებში სასესიო შემნახველი ასოციაციების ინდუსტრია სერიოზული პრობლემების წინაშე აღმოჩნდა, მათგან აღსანიშნავია შემდეგი:

მოკლევდიანი საპროცენტო განაკვეთები, რომლებიც გადაიხდებოდა შემნახველი ანგარიშების მიხედვით, მნიშვნელოვნად გაიზარდა ასოციაციებზე გაცემული კრედიტების განაკვეთებთან შედარებით;

კომერციულ უძრავი ქონებაზე ადგილი ჰქონდა ფასების მნიშვნელოვან დაცემას, რამაც ბევრი საწარმოს გაკოტრება გამოიწვია. ყოველივე ამან აიძულა ბევრი სასესიო შემნახველი ასოციაცია ან

გერთიანებულიყვნენ მსხვილ და ძლიერ საკრედიტო დაწესებულებებთან, ანდა დახურულიყვნენ;

### **თანაზიარი კრედიტი სალაროები**

თანაზიარი კრედიტის სალაროები (ურთიერთ დახმარების, **Mutual Saving Banks**) წააგავს სასესხო შემნახველ ასოციაციებს. ასეთი ორგანიზაციები ისტორიულად უპირატესად გავრცელებულია აშშ-ს ჩრდილო-აღმოსავლეთ შტატებში. ისინი ღებულობენ დანაზოგებს ძირითადად წვრილი მეანაბრებიდან და გასცემენ კრედიტებს უძრავი ქონების, ავტომობილების და მსხვილი საყოფაცხოვრებო ტექნიკის მყიდველებზე;

### **საკრედიტო კავშირები**

საკრედიტო კავშირები (**credit unions**) – ესაა კოოპერატიული ასოციაციები, რომელთა წევრები უმეტეს შემთხვევაში როგორღაც დაკავშირებულნი არიან ერთმანეთთან. მაგ. მუშაობენ ერთ ფირმაში. საკრედიტო კავშირის წევრთა დანაზოგები სესხად მიეცემა მხოლოდ კავშირის სხვა წევრებს ძირითადად სახლების, ავტომობილების, ხანგრძლივი მოხმარების საგნების შესაძენად, საკრედიტო კავშირები ხშირად გამოდიან შედარებით იაფი ფულადი სახსრების წყაროდ, რომლებიც ხელმისაწვდომია ცალკეული სესხის ამღებთათვის.

### **სიცოცხლის დაზღვევის საზოგადოებები**

სიცოცხლის დამზღვევი საზოგადოებები (**life insurance companies**) ღებულობენ დანაზოგებს სადაზღვევო პრემიის სახით; ისინი ამ სახსრებს ინვესტიციების სახით აბანდებენ აქციებში, ობლიგაციებში, უძრავ ქონებაში და იპოთეკურ ფასიან ქაღალდებში, და ბოლოს, ახორციელებენ დაზღვეული მხარის ბენეფიციარებისათვის გადახდებს.

### **თანაზიარი ფონდები**

თანაზიარი ფონდები (**mutual funds**) – ესაა კორპორაციები, რომლებიც ფულს იღებენ მეანაბრებისაგან და შემდგომში მიღებულ სახსრებს იყენებენ საწარმოების და სახელმწიფო სტრუქტურების მიერ გამოშვებული აქციების, გრძელვადიანი და მოკლევადიანი

სავალო ინსტრუმენტების შესაძენად. ეს ორგანიზაციები აერთიანებენ სახსრებს და ამით ამცირებენ რისკებს ღირფერსიფიკაციის მეშვეობით. ისინი ასევე აღწევენ მასშტაბურ ეფექტს ფასიანი ქაღალდების ანალიზისას, პორტფელების მართვისას და ფასიანი ქაღალდების ყიდვისას და გაყიდვისას. სხვადასხვა თანაზიარი ფონდები იქმნება იმისათვის, რომ დაკმაყოფილდეს მენაბრეთა სხვადასხვა სახის მოთხოვნები. არსებობს ობლიგაციების ფონდები – მათთვის, ვისაც სურს რისკის მინიმუმამდე შემცირება, აქციების ფონდები ინვესტორებისათვის, რომლებიც მზად არიან გაიზიარონ მნიშვნელოვანი რისკები დიდი მოგების მიღების იმედით. და ბევრი სხვა ფონდები. უნდა აღინიშნოს, რომ საპროცენტო შემოსავლის მომტანი ფულის ბაზრის ბევრი თანაზიარი ფონდების (money market funds) ჰაი, თავადაც ხშირად ხდება ბაზარზე ვაჭრობის ობიექტი. საერთოდ კი ცნობილია ათასობით სხვადასხვა თანაზიარი ფონდები, რომელთაც გააჩნიათ ათობით სტრატეგია სხვადასხვა ტიპის ინვესტორების ინტერესების დასაკმაყოფილებლად.

## **საპენსიო ფონდები**

საპენსიო ფონდები (pension funds) – ესაა ფონდები, რომლებიც ახორციელებს საპენსიო გეგმებს და რომელთა დაფინანსება ხდება კორპორაციების ანდა სამთავრობო სააგენტოების მიერ მათი მუშაკების სასარგებლოდ. ეს ფონდები უმეტესწილად იმართებიან კომერციული ბანკების სატრასტო განყოფილებებს ანდა სიცოცხლის დაზღვევის საზოგადოებების მიერ. საპენსიო ფონდები სახსრებს ათავსებენ უმეტესწილად ობლიგაციებში, აქციებში, გირავნობისა და იპოთეკურ ფასიან ქაღალდებში და უძრავ ქონებაში.

ცვლილებები საპენსიო ფონდების სტრუქტურაში უკანასკნელი ათწლეულების მანძილზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენდნენ როგორც ცალკეულ ადამიანებზე, ასევე ფინანსურ ბაზრებზე, ისტორიულად მსხვილი კორპორაციებისა და სახელმწიფო დაწესებულებების უმეტესობა იყენებდნენ ე.წ. საპენსიო უზრუნველყოფის დაფინანსების სისტემებს (defined benefit plans) თავიანთი თანამშრომლებისათვის. ასეთი სისტემის პირობებში დამქირავებელი გარანტირებულს ხდის საპენსიო უზრუნველყოფის ფიქსირებულ დონეს, რომელსაც მიიღებს თანამშრომელი პენსიაზე გასვლისას, ამასთან ვალდებულია იმისა, რომ წინასწარ იქნას

ინვესტირებული ამისათვის საკმარისი სახრები, აკისრია დამქირავებელს. დადგენილი შეღავათების სისტემის პირობებში თანამშრომლებს არაფრის ან თითქმის არაფრის თქმა შეუძლიათ იმასთან მიმართებაში თუ როგორ ხდება სახსრების ინვესტირება მათი საპენსიო გეგმების მიხედვით. ამ გადაწყვეტილებასაც დამქირავებელი (ხშირად პროფკავშირები) – ღებულობს. აღსანიშნავია ისიც, რომ სწორედ დამქირავებელი და არა თანამშრომლები იღებს თავის თავზე მოცემული სისტემის დროს ინვესტიციების მიერ მოგების მიღება არ მიღების რისკს.

უკანასკნელ წლებში ბევრი კომპანია (ფაქტიურად ყველა ახლად შექმნილი ფირმა, განსაკუთრებით სწრაფად განვითარებადი კომპანიები მაღალი ტექნოლოგიების სფეროში) იყენებენ დადგენილი შენატანების სისტემას (defined contribution), რომლის მიხედვითაც დამქირავებლები ახდენენ განსაზღვრულ გადახდებს საპენსიო ფონდ-აქტივებში ინვესტირებისათვის, ამ უკანასკნელს ახლა უკვე ირჩევს თვითონ მუშაკი. ფიქსირებული შენატანების სისტემის დროს, მუშაკი ვალდებულია ინვესტირების შესახებ სწორი გადაწყვეტილების მიღებაზე და თვითონვე თავის თავზე იღებს ამ გადაწყვეტილებასთან დაკავშირებულ რისკსაც.

### **და მისი გეგმა 401K**

საპენსიო ფონდებში ფიქსირებული შენატანების ყველაზე გავრცელებული ვარიანტია ე.წ. გეგმა 401 (K). მან ეს დასახელება მიიღო ფედერალური აქტის განყოფილების დასახელების შესაბამისად. საბიუჯეტო ორგანიზაციებს, უნივერსიტეტების ჩათვლით, შეუძლიათ გამოიყენონ აღნიშნულის ძალზე მსგავსი 403 (b) გეგმა. ნებისმიერ შემთხვევაში თანამშრომლებმა დამოუკიდებლად უნდა აირჩიონ რიგი ალტერნატიული ვარიანტიდან ერთ-ერთი თავიანთი სახსრების დასაბანდებლად. როგორც წესი, დამქირავებელი კისრულობს ვალდებულებას შეიტანოს ფიქსირებული გადასახადები გეგმაში, მაგრამ თანამშრომელსაც შეუძლია განახორციელოს აქ დამატებითი გადახდები. ამის შემდეგ დამქირავებელი აფორმებს ხელშეკრულებას სადაზღვევო კომპანიასთან, ასევე ერთ ან რამდენიმე თანაზიარ ფონდთან, ხოლო თანამშრომლები ირჩევენ ფულის დაბანდების ვარიანტს – დაწყებული პრაქტიკულად ურისკო ინვესტირებისაგან

ფედერალურ სახაზინო ფონდებში და დამთავრებული უფრო რისკიან, მაგრამ უფრო შემოსავლიან ფონდებში. ეს უკანასკნელები ახდენენ ინვესტირებას მუნიციპალური ორგანოების და კორპორაციების ობლიგაციებში, ასევე კომპანიების და სხვა ფონდების აქციებში და პაიში. უმრავლესი მოქმედი საპენსიო გეგმებიდან მუშაკს შეუძლია ასევე განსაზღვრულ პირობებში გადაიტანოს თავისი დაბანდებები ერთი კატეგორიის ფონდიდან მეორეში. შესაბამისად, თუ კი მუშაკი ჩათვლის, რომ მოცემულ მომენტში აქციების ბაზარი ზედმეტადაა შეფასებული, მას შესაძლებლობა აქვს მოითხოვოს თანაზიარი ფონდისაგან გადაიტანოს მისი დაბანდებები საფონდო ბაზრიდან ფულის ბაზარზე და პირიქით და ამ გზით აირჩიოს მისი შეხედულებით თავის საპენსიო პორტფელში ოპტიმალური შეფარდება აქციებსა და ობლიგაციებს შორის.

ჩამოთვლილ ცვლილებებს საპენსიო გეგმების სტრუქტურაში ჰქონდა ორი მნიშვნელოვანი შედეგი: ჯერ ერთი, ცალკეული ადამიანები ახლა იძულებულნი გახდნენ თვითონ მიეღოთ გადაწყვეტილება თავიანთი საპენსიო დაგროვილი თანხის დაბანდების შესახებ ამა თუ იმ აქტივებში. რამდენადაც მსგავსი გადაწყვეტილებების შედეგები შეიძლება ნიშნავდეს კომფორტულ ცხოვრებას პენსიაზე გასვლის შემდეგ და იმასაც, რომ ადამიანი შეიძლება აღმოჩნდეს ქუჩაში, მნიშვნელოვანია, რომ საპენსიო ფონდებში დადგენილი შენატანების სისტემაში ჩართული ადამიანები ერკვეოდნენ ინვესტირების საფუძვლებში. მეორე, მაშინ როცა ფიქსირებული საპენსიო უზრუნველყოფის გეგმების მენეჯერები ჩვეულებრივ ფულს დებენ აქციებში და განსაკუთრებით ობლიგაციებში, ადამიანთა უმეტესობა ახლა, 401 (K) გეგმის მიხედვით ინვესტირებას ახდენენ თანაზიარ (ВЗАИМЕСЯ) ფონდებში. რამდენადაც საპენსიო ფონდში დადგენილი შენატანების სისტემების აქტივები 401 (K) გეგმის მიხედვით სწრაფად იზრდება, იმდენად სწრაფად ვითარდება თანაზიარი ფონდების იენდუსტრია. ეს, თავის მხრივ, დადებითად მოქმედებს მთლიანად ფასიანი ქაღალალების ბაზარზე და იმ მეწარმეთა ბიზნესზეც, რომელთაც უხდებათ მოიზიდონ კაპიტალი ფინანსური ბაზრიდან.

ისტორიულად ისე ჩამოყალიბდა ტენდენცია, რომ ფინანსური ინსტიტუტები მნიშვნელოვანწილად რეგულირდებოდნენ. ამ



რეგულირების ძირითადი მიზანი იყო გარანტირებული ყოფილიყო მათი მდგრადობა და ამით დაცული ყოფილიყო ინვესტორები. ოღონდაც მსგავსი რეგულირება არც თუ იშვიათად, ვთქვათ კრძალავდა საერთო ეროვნული კომერციული ბანკების შექმნას, საფინანსო ინსტიტუტების მიერ აქტივების შესაძლო შეძენას, ზღვრულ საპროცენტო განაკვეთებს, რომელთა გადახდაც მათ შეეძლოთ, ასევე შეზღუდვები მომსახურების სახეებზე. ყოველივე ეს ხელს უშლიდა კაპიტალის თავისუფლად მოძრაობას და ამით ზიანი მოჰქონდა კაპიტალის ბაზრისათვის და მთლიანად აშშ-ს ეკონომიკისათვის. აღიარა რა აღნიშნული ფაქტი, ქვეყნის კონგრესმა მოახდინა მარეგულირებელი ნორმატივების რიგი კორექტივების სანქციონირება, ასევე მეტი ცვლილებები მოსალოდნელი მომავალში.

განზორციელებული ღონისძიებების შედეგად, რომლებიც მიმართული იყო ფინანსური მომსახურების დერეგულირებისაკენ, ზოხდა ზღვრის წაშლა სხვადასხვა ტიპის საფინანსო დაწესებულებებში შორის. სინამდვილეში დღეისათვის აშშ-ში შეინიშნება მსხვილი ფინანსური კორპორაციების შექმნის ტენდენცია, რომელთა შემადგენლობაში შედიან ბანკები, სასესხო შემსახველი ასოციაციები, საინვესტიციო საბანკო სახლები. სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო და თანაზიარი ფონდები, რომელთაც განყოფილებები აქვთ მთელს ქვეყანაში და მთელს მსოფლიოში. ასეთი კორპორაციების მაგალითია ფირმები, რომელთა უმეტესობამ მუშაობა დაიწყო ერთ განსაზღვრულ სფეროში, მაგრამ დღეისათვის ახდენენ ფინანსური სექტორის უმეტეს მომსახურებებს. ასეთი კორპორაციებია: Merrill Lynch, American Express, Citigroup, Fidelity და Prudential.

ცხრილი 2.2-ის სვეტში ჩამოთვლილია 2005 წლის შუახანებისათვის ათი უმსხვილესი საბანკო პოლდინგი აშშ-ში, ხოლო B სვეტში – მსოფლიოს უმსხვილესი ბანკები. ათ უმსხვილეს მსოფლიო კომპანიას შორის მხოლოდ ორი მდებარეობს აშშ-ში (Citigroup და Bank of America). მართალია, ბანკები მნიშვნელოვნად გამსხვილდნენ შერწყმის შედეგად, ისინი ისევ რჩებიან ყველაზე მსხვილ ბანკებად მსოფლიო სტანდარტების მიხედვით. ცხრილი 2.2-ის C სვეტში ჩამოთვლილია 10 ყველაზე მსხვილი საინვესტიციო ბანკი – ანდერრაიტიერი ფასიანი ქაღალალების ემისიის

**კვპ-ს 10 მსხვილი საბანკო აოღლინებაი კომპანია და  
მსოფლიო საბანკო კომპანიები და ათი ნაშყვანი  
ბანკი-ანღარაკიბერი**

A. აშშ-ს უმსხვილესი საბანკო კოღლინგები	B. მსოფლიოს უმსხვილესი ბანკები	C. მსხვილი საიუნესტიციო ბანკები ანღერაირეტები ფასიანი ქალღღების ემისიის მიხედვით
Citigroup Inc.	Deutsche Bank AG (Frankfurt).	Merrill lynch
Bank of America Corp	UBS Group (zurich)	Salomon Smith Barneu
Chase Manhattan Corp.	Citigroup (New York)	Morgan Stanley Sean Witter
J.P. Morgan & Co.	Bank of America (Charlotte)	Goldman sachs
Bank One Corp	Bank of Tokyo (Tokyo)	Credit Suisse First Boston
First Union Corp	Hypovereins Bank AG (Munich)	Lehman Brothers
Wells Fango & Co. Inc	ABN – AMRO Bank NV (Amsterdam)	Deutsche Bank
Fleet Financial Group	HSB Choldings PLC (London)	J.P. Morgan
Sun Trust Banks Inc	Credit Suisse Group (zurich)	Chase Manhattan
National City Corp.	ING Croup (Amsterdam)	ABN-AMRO

თვალსაზრისით, 6 წამყვანი ანდერრაიტერი ასევე ასრულებს კომერციული ბანკების ფუნქციებს (ანდა შედინან კომპანიათა საბანკო პოლდინგებში). ეს იმის დასტურია, რომ იშლება ზღვარი სხვადასხვა ტიპის ფინანსურ დაწესებულებებს შორის.

### მეორე მხარეები

ძალემა, რომელთაც განაპირობეს ელექტრონული გზით განხორციელებული ონლაინური ვაჭრობა, ტრადიციული ბირჟების გვერდის ავლით, ასევე ხელი შეუწყვეს შესაბამისი კომუნიკაციებისა და კავშირის სისტემების შექმნას. ეს სისტემები, რომლებიც ცნობილია კომუნიკაციების ელექტრონული ქსელის სახელწოდებით (electronic communication nets, ECNs), იყენებენ თანამედროვე ტექნოლოგიებს იმისათვის, რომ შეამსუბუქოს მყიდველთა და გამყიდველთა გარიგებები, მინიჭოს მათ თანამედროვე საკომუნიკაციო შესაძლებლობები. კომპანია Fidelity Brokerage Services Inc-ის პრეზიდენტი ბობ მაცარელა თვლის, რომ ონლაინური ვაჭრობები უკვე იკავებენ ვაჭრობის 20-35%-ს დიდერთა ეროვნული ასოციაციის ავტომატური კოტირების სისტემაში (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System, NASDAQ). ინტერნეტის ქსელი, პირველი და მსხვილი ელექტრონული საკომუნიკაციო სისტემა Goldman Sachs J.P. Morgan და E\* Trade-სთან ერთად მონაწილეობს მეორე ქსელის Archipelago-ს ორგანიზებაში, რომელმაც ახლახან განაცხადა თავისი გეგმების შესახებ შექმნას საკუთარი ონლაინური ბირჟა. ანალოგიურად კომპანია Charles Schwab-მ ახლახანს გამოაქვეყნა თავისი გეგმების შემდეგი ფირმების გაერთიანების შესახებ: Fidelity Investments, Donaldson, Lufkin & Jenrette და Spear, Leeds & Kellogg იმისათვის, რომ შეიმუშავოს კიდევ ერთი ECN ევროპაში Eurex, შვეიცარია-გერმანიაში BCN, ახდენენ ფიუნერსული კონტრაქტებით ვაჭრობის ორგანიზაციას. აღნიშნულმა შერწყმამ პრაქტიკულად მთლიანად შეცვალა ბოლო პერიოდში ფიუნერსული კონტრაქტები პარიზის, ლონდონის და ფრანკფურტის ტრადიციულ ბირჟებზე. უფრო მეტიც, ახლახანს მან გაუსწრო ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟას (Chicago Board of Trade, CBOT) ვარჯობების მოცულობით და მსოფლიო ლიდერი გახდა ფიუნერსული კონტრაქტებით ვაჭრობაში. გაკეთდა რა განცხადებები ანალოგიური ელექტრონული საკომუნიკაციო ქსელის შექმნის

გეგმების შესახებ აშშ-ში, უკანასკნელ წლებში, გამოიწვია ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟაზე ადგილებზე ფასების 50%-ით შემცირება.

ელექტრონული საკომუნიკაციო ქსელები ვითარდება იმ მიმართულებით, რომ ინვესტორებს შესაძლებლობა მისცენ სადღელამისო რეჟიმით მონაწილეობდნენ ვაჭრობაში. მსხვილ კლიენტებს, რომელთაც სურთ მონაწილეობა მიიღონ ვარჭობაში მას შემდეგაც კი, როცა ოფიციალური საბირჟო ბაზრები დაკეტილია, შეუძლიათ გამოიყენონ ელექტრონული საკომუნიკაციო ქსელი ნიუ-იორკის (NYSE) და საფონდო ბირჟების გვერდის ავლით. იაფი სადღელამისო ვაჭრობის ახალი ქსელების შექმნის ტენდენცია, ცხადია, მომგებიანია ინვესტორებისათვის. მიუხედავად ამისა, უნდა აღინიშნოს, რომ იგი გარკვეულ სირთულეებს ქმნის და საბირჟო ვაჭრობის მარეგულირებელი და გარიგებათა დადების საგარანტიო ორგანოებისათვის. ეს გამოწვეულია იმ ფაქტორით, რომ მათ ახლა მეტი შანსი აქვთ რეაგირება მოახდინონ ბირჟებზე მიმდინარე მოვლენებზე და ეს კეთდება ძალზე ოპერატიულად.

## 2.5. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და მათი საქმიანობის სახეები.<sup>1</sup>

პროდუქციის დოვლათის ან მომსახურების ბაზრისაგან განსხვავებით, ფასიანი ქაღალდების ბაზარს აქვს მკვეთრად გამოხატული სპეციფიკა, რომელიც გამოიხატება მისი მონაწილეებისადმი წაყენებულ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი და პროფესიონალური ხასიათის მოთხოვნებში, ასევე ბაზარზე საქმიანობის სახეების რეგლამენტაციაში.

### **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები**

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები არიან:

• ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები – სამეურნეო სუბიექტები, რომელთაც სურთ მიიღონ დაფინანსების დამატებითი წყაროები, ასევე აღმსრულებელი ხელისუფლების ორგანოები და ადგილობრივი თვითმართველობის ორგანოები, რომლებიც უშვებენ სესხებს სახელმწიფო და მუნიციპალური ხარჯების დასაფარავად. ისინი

<sup>1</sup> აღნიშნულ საკითხს ჩვენ კიდევ დაუბრუნდებით ნაშრომში „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ (ავტორის შენიშვნა).

სრულად არიან პასუხისმგებელი ვალდებულებების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების მფლობელების წინაშე.

- ფასიანი ქაღალდების მფლობელები – პირები, ვისაც ეს ქაღალდები ეკუთვნის მათზე სრული უფლებით. ესენია ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომელთაც აქვთ დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები და სურთ მოახდინონ მათი ინვესტირება დამატებითი შემოსავლების მისაღებად. განასხვავებენ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს – სადაზღვევო კომპანიებს, საპენსიო ფონდებს, სასესზო – შენახველ ფონდებს და სხვა. აქვე გამოიყოფა სხვა ინვესტორები, მოსახლეობა, საწარმოები და ორგანიზაციები. ინვესტორები იძენენ ფასიან ქაღალდებს თავის სახელზე და თავის ანგარიშით;

- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები – იურიდიული პირები, მათ შორის საკრედიტო ორგანიზაციები და მოქალაქეები (ფიზიკური პირები), რომლებიც დარეგისტრირებული არიან მეწარმეების სახით და ახორციელებენ სამეურნეო თუ სხვა სახის საქმიანობას შესაბამისი კანონმდებლობის მიხედვით.

სამეწარმეო საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მიეკუთვნება:

- ბროკერული საქმიანობა, რომლის დროსაც ხორციელდება სამოქალაქო-სამართლებრივი გარიგებები ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში დამოწმებული ან კომისიონერი პირების მეშვეობით, რომლებიც მოქმედებენ ხელშეკრულების საფუძველზე, ან საკომისიოს საფუძველზე, გარიგებები შეიძლება განახორციელოს ასევე მინდობილობის მქონე პირმა ასეთი ხელშეკრულების არარსებობის შემთხვევაში. ბაზრის პროფესიონალი მონაწილის როლში ამ შემთხვევაში გამოდის ბროკერი.

- დილერული საქმიანობა – ესაა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებათა დადება თავისი სახელით და თავისი ანგარიშით განსაზღვრულ ფასიან ქაღალდზე ყიდვის ან გაყიდვის ფასების საჯაროდ გამოცხადების გზით. ბაზრის პროფესიონალი მონაწილის როლში ამ დროს გამოდის დილერი. დილერის როლში გამოდის მხოლოდ იურიდიული პირი, რომელიც არის კომერციული ორგანიზაცია.

- საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების მართვის ხაზით. იგი ხორციელდება იურიდიული პირის მიერ ან ინდივიდუალური მეწარმის მიერ თავისი სახელით გარკვეული გასამრჯელოს საფასურად იმისათვის, რომ გარკვეული ვადის განმავლობაში ახდენდა ფინანსური აქტივების ნდობით მართვას, რომელიც მას გადაეცა მფლობელობაში და ეკუთვნის სხვა პირს. ამ პირის ინტერესებიდან გამომდინარე ან

მის მიერ მითითებული მესამე პირის ინტერესების შესაბამისად. ასეთ აქტივებს მიეკუთვნება: ფასიანი ქაღალდები, ფულადი სახსრები, რომლებიც მიღებულია ნდობითი მართვის პროცესში. ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეს ამ შემთხვევაში ეწოდება მმართველი.

• კლირინგული საქმიანობა – ესაა საქმიანობა ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრის მიმართულებით. (ინფორმაციის შეკრება, შეჯერება და კორექტირება ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებების შესახებ და მათზე ბუღალტრული დოკუმენტების მომზადება), მათი ჩათვლა ფასიანი ქაღალდების მოწოდებისას და მათ მიხედვით ანგარიშსწორება;

• დეპოზიტარული საქმიანობა – მომსახურების გაწევა ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვასთან დაკავშირებით, მათზე უფლებების გადაცემასთან დაკავშირებით. ასეთი მომსახურების გაწევა შეუძლია მხოლოდ იურიდიულ პირებს, რომელთაც ასეთ სიტუაციაში დეპოზიტარებს უწოდებენ.

• საქმიანობა საქმიანი ქაღალდების მფლობელებს რეესტრის წარმოებასთან დაკავშირებით – აღნიშნული საქმიანობა გულისხმობს მონაცემების შეგროვებას, ფიქსაციას, დამუშავებას, შენახვას და გადაცემას, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების სისტემასთან. ასეთ მომსახურებას ეწვეიან მხოლოდ იურიდიული პირები, რომელთაც ამ შემთხვევაში რეესტრის მფლობელად (რეგისტრატორად) მოიხსენიებენ. რეესტრის წარმოებისათვის დაუშვებელია ამ საქმიანობას შეთავსება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა პროფესიონალური საქმიანობის სახეებთან. რეესტრის წარმოება შეუძლია თვითონ ებიტენტს, ოღონდ მაშინ, თუ კი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რიცხვი აღემატება 500. რეესტრის მფლობელი შეიძლება იყოს დამოუკიდებელი სპეციალიზებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილე ორგანიზაცია.

• საქმიანობა, რომელიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობის ორგანიზაციასთან. ესაა მომსახურების გაწევა, რომელიც ხელს უწყობს სამოქალაქო-სამართლებრივი გარიგებების დადებას ფასიანი ქაღალდებთან მიმართებაში ბაზრის მონაწილეებს შორის.

## საფონდო ბირჟა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს შორის ურთიერთმოქმედების ორგანიზაცია ხორციელდება საფონდო ბირჟების მეშვეობით, რომლებიც წამყვან ადგილს იჭერენ ბაზრის ინფრასტრუქტურის ორგანიზაციის სისტემაში. საფონდო ბირჟა არის ძირითადი ორგანიზაციული ფინანსური ბაზარი ანუ ადგილი, სადაც ხორციელდება ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე, ხოლო ფასწარმოქმნის პროცესი ხორციელდება სტიქიურად. თანამედროვე პირობებში მსოფლიოში ფუნქციონირებს 150-მდე საფონდო ბირჟა. მათგან ყველაზე მსხვილის ნიუ-იორკის, ტოკიოს და ლონდონის ბირჟები ცხრილი 2.2.

ცხრილი 2.2.

### მსოფლიოს უმსხვილესი საფონდო ბირჟები<sup>1</sup>

ბირჟა	დაარსების წელი	ლიცინივში კომპანიების რიცხვი	საერთო საბაზრო კაპიტალიზაცია
ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა (New York Stock Exchange. NYSE) NYSE-s სახელწოდებით ბირჟა მოქმედებს 1863 წლიდან	1792	3000	13 ტრილიონი \$
ტოკიოს საფონდო ბირჟა (Tokio Stock Exchange, TSE).	1878	1700	300,2 ტრილიონი ან 2,4 ტრილიონი \$
ლონდონის საფონდო ბირჟა (London Stock Exchange. LSE)	1773	2600	374 მლრდ ფუნტი სტერლინგი

საბირჟო საქმიანობის დაწყება უკავშირდება ე.წ. სათამასუქო ბაზრობების საქმიანობას, რომლებიც იმართებოდა დასავლეთ ევროპის მსხვილ ქალაქებში XIII-XV საუკუნეებში. თავდაპირველად ეს იყო ჩვეულებრივი სავაჭრო შეკრებები, რომლებიც შემდგომში გაფორმდნენ სასაქონლო ბირჟებად. საბირჟო საქმიანობის განვითარების კვალობაზე წარმოიშვა ცალკეული ოპერაციები ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით, რაც დღეისათვის ტიპიურია სასწრაფო ბირჟებისათვის (მაგ. თამასუქებით ვაჭრობა და ვალუტასთან დაკავშირებული გაცვლითი ოპერაციები). საფონდო ბირჟები

<sup>1</sup>Reilly, Brown. გვ. 114-117.

ჩამოყალიბდა მოგვიანებით და იგი დაკავშირებულია აქციონერული კაპიტალის წარმოშობასთან. ყველაზე ადრე საფონდო ბირჟები ჩამოყალიბდა ანტიერპენში – 1531 წელს, ტულუზაში და ლიონში – 1599 წ.; რუანში – 15586 წ. პამბურგში – 1558 წ.; ლონდონში -1566 წ. ბურჟში – 1570 წ.; ამსტერდამში – 1586 წ. და სხვა.<sup>1</sup>

ამასთან დაკავშირებით ომსტილინი სავსებით სამართლიანად აღნიშნავდა, რომ როგორც რომი ერთ დღეს არ აშენებულა, ასევე არ შეიძლება ისეთი ორგანიზაცია, როგორიცაა ბირჟა, აღმოცენდეს ერთ დღეში.<sup>2</sup>

საბჭოთა პერიოდის შემდგომ ბირჟების განვითარება რუსეთში გასული საუკუნის 90-იანი წლებიდან იწყება. 1997 წლისათვის ქვეყანაში 20-მდე ბირჟა ფუნქციონირებდა. მაღალგანვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებთან შედარებით ეს ციფრი საკმაოდ დიდია. ასე მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში 6 ბირჟა ფუნქციონირებს. აშშ-სა და საფრანგეთში – შესაბამისად 7 და 7; გერმანიასა და იაპონიაში – 8, ინდოეთში – 11, საქართველოში 30-იანი წლებიდან წარმოიშვა პირველი ბირჟები. დღეს ფუნქციონირებს ბირჟა.

მსხვილი ფირმისათვის სოლიდარული ბირჟის ლისტიინგში მონაწილეობა არა მარტო პრესტიჟული, არამედ დაფინანსების არსებით წყაროებზე ხელმისაწვდომობის გარანტიაა. ამიტომ ბუნებრივია, ფირმები ცდილობენ თავიანთი ფასიანი ქაღალდებით გავიდნენ არა მარტო ეროვნულ, არამედ უცხოეთის საფონდო ბირჟებზე. ასე მაგ. 2001 წლისათვის 439 უცხოური ფირმა თავიანთი ფასიანი ქაღალდების კოტირებას ახდენდა ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე.<sup>3</sup>

საბირჟო საქმის საერთაშორისო პრაქტიკაში ჩვეულებრივი მოვლენაა ის, რომ ბირჟები საკმაოდ მკაცრ მოთხოვნებს უყენებენ ფირმებს, რომელთაც სურვილი აქვთ დარეგისტრირებულნი იყვნენ ამ ბირჟებზე. ეს მოთხოვნები სპეციფიკური ხასიათისაა, ე.ი. განისაზღვრება თვითონ ბირჟის მიერ. ასე მაგ. იმისათვის, რომ ფირმა დაშვებული იყოს ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ლისტიინგში, იგი უნდა აკმაყოფილებდეს შემდეგ მინიმალურ კრიტერიუმებს (2001 წ. მონაცემებით);

<sup>1</sup> აღნიშნული საკითხები ჩვენ პირველად შევისწავლეთ და გადმოცემულია სახელმძღვანელოში „საბირჟო და ინვესტიციური ბაზრების განვითარების პერსპექტივები საქართველოში“. თბ., 2001.

<sup>2</sup> Штиллих О. Биржа и ее деятельность. Пер. с нем. СПб, 1992. გვ. 181.

<sup>3</sup> Reilly, Brown. გვ. 84



- გადასახადებით დაბეგრული წლიური მოგება ბოლოწლების განმავლობაში – 2,5 მლნ \$;
- გადასახადებით დაბეგრული წლიური მოგება ბოლო ორი წლის განმავლო ბაში – 2 მლნ \$;
- ემიტირებული აქციების რაოდენობა – 1,1 მლნ;
- საჯაროდ სავაჭრო აქციების საბაზრო ფასი – 100 მლნ \$;
- აქციონერთა რიცხვი, რომლებიც ლოტების სახით ფლობენ 100 აქციასა და მეტს – 2000.<sup>1</sup>

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ სავაჭრო ადგილის ფლობა სოლიდურ საფონდო ბირჟაზე საკმაოდ ძვირი სიამოვნებაა, თუმცა წარმოდგენს კაპიტალის საკმაოდ მომგებიამად დაბანდების საშუალებას. ასე მაგ. 2000 წელს სავაჭრო ადგილი NYSE-ზე გაიყიდა რეკორდურ თანხად – 2,65 მლნ-\$-ად; 2003 წლისათვის ადგილის ფასი აქ მერყეობდა 1,65-დან 2 მლნ დოლარამდე.<sup>2</sup>

ყველა ფირმას არა აქვს შანსი თავისი ფანიანი ქალაქებით გავიდეს სოლიდურ მოქმედ ბირჟებზე. ამასთან საქმე მარტო არსებით რაოდენობრივ მაჩვენებლებში არაა. საჭიროა დროებითი შეზღუდვების დაცვაც. ამასთან ერთად, თანამედროვე ბიზნესის სპეციფიკაა მაღალი ტექნოლოგიების ფირმებისათვისაა დამახასიათებელი განსაკუთრებული დინამიკა (ე.წ. high tech companies). ასეთი ფირმების აქციები ერთობ მიმზიდველად გამოიყურებიან ინვესტორთა გარკვეული ჯგუფებისათვის. ოღონდ ფორმალური ნიშნებით ასეთი კომპანიები ვერ ახერხებენ ლისტინგში გასვლას ტრადიციულ ბირჟებზე. სწორედ ამიტომ თავის დროზე ჩამოყალიბება დაიწყო კაპიტალის ალტერნატიულმა ბაზრებმა. მათ შორის დიდი აღიარება ჰპოვეს აქციების კომპიუტერიზებულმა არასაბირჟო კოტირებებმა აშშ-ში – ფასიანი ქალაქების დილერების ეროვნული ასოციაციის ავტომატიზირებულმა კოტირებებმა, (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ). ამ სისტემას განაგებს ბროკერებისა და დილერების არასახელმწიფო ორგანიზაცია აშშ-ში, რომელიც ცნობილია როგორც ფასიანი ქალაქების დილერთა ეროვნული ასოციაცია (National Association of Securities Dealers).

<sup>1</sup> Reilly, Brown. გვ.114-115.  
<sup>2</sup> იქვე, გვ.116.

1971 წელს შექმნილი NASDAQ-ის სისტემა აერთიანებს 3500-მდე დილერს და კოტირებას უკეთებს 4500-ზე მეტ ფასიან ქაღალდებს. NASDAQ-ის ლისტინგის პროცედურა გამარტივებულია, ხოლო ემიტენტებისადმი მინიმალური მოთხოვნები წარმოდგენილია ე.წ. სტანდრტების ორი ნაკრების სახით. იმისათვის, რომ ფირმა დაშვებული იქნას აღნიშნული ორგანიზაციის ლისტინგზე, იგი უნდა აკმაყოფილებდეს წარმოდგენილი სამი სტანდრტიდან ერთ-ერთს მაინც (იხ. ცხრილი 2.3.).

მიუხედავად დიდი რისკისა, ახალი ადგილი აქ მოწინავე ტექნოლოგიების ბუმის პერიოდში გასული საუკუნის 80-იან წლებში საკმაოდ პოპულარული იყო.

2004 წელს აქციებით ვაჭრობის წლიური მოცულობის მაჩვენებელმა NASDAQ-ის მიხედვით პირველად გადააჭარბა მისი მთავარი კონკურენტის - NYSE -ს ანალოგიურ მაჩვენებელს. ამ ბირჟის ძირითადი უპირატესობაა ოპერატიულობა: ყველა კოტირება დილერებისათვის მაშინვე ხელმისაწვდომი ხდება. ამერიკელების, ევროპის თანამგობრობის დადებითი გამოცდილების გათვალისწინებით ბრიუსელში შეიქმნა NASDAQ-ის ევროპული ანალოგი - ევროპის ფასიანი ქაღალდების კოტირების დილერთა ასოციაციის ავტომატიზირებული სისტემა [European Association of Security Dealers Automated quote System - EASDAQ-is]. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების და ფუნქციონირების შემთხვევაში დაისმება საკითხი ანალოგიური ორგანიზაცია შეიქმნას საქართველოშიც - მაღალტექნოლოგიური კომპანიების აქციების ბაზარი კაპიტალისადმი მინიმალური მოთხოვნით აქ კოტირებადი კომპანიების მიმართ.

ბირჟა იქმნება არაკომერციული პარტნიორობის ან სააქციო საზოგადოების ფორმით, ამასთან საფონდო ბირჟის არც ერთ აქციონერს და მის აფილირებულ პირს არ შეუძლია ფლობდეს ყოველი კატეგორიის აქციის 20%-ს და მეტს. (პარტნიორობის შემთხვევაში - ხმების 20%-ს და მეტს). ეს შეზღუდვა არ გამოიყენება საფონდო ბირჟის წევრ აქციონერის მიმართ. საფონდო ბირჟის არაკომერციული პარტნიორები - წევრები შეუძლიათ იყვნენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები. ამასთან ერთად ასეთი ბირჟის წევრად გახდომის, იქედან გამოსვლის ან გარიცხვის წესი განისაზღვრება თვითონ ბირჟის მიერ დამოუკიდებლად მისი შიდა დოკუმენტების საფუძველზე.

NASDAQ-ს მოთხოვნები ლისტინგში ჩასართავად<sup>1</sup>

მოთხოვნები	ლისტინგში ჩართვა			ლისტინგში ყოფნა	
	სტანდარტი I	სტანდარტი II	სტანდარტი III	სტანდარტი I	სტანდარტი II
წმინდა მატერიალური აქტივები მლნ \$	6	18	-	4	
საბაზრო კაპიტალიზაცია მლნ \$	-	-	75	-	50
ყველა აქტივის ღირებულება მლნ \$		-	75		50
მთლიანი ამონაგები მლნ \$	-	-	75		50
მოგება დაბეგვრამდე (ბოლო წელს ან ბოლო ორ-სამ წელს) მლნ \$	1			-	-
საჯაროდ განთავსებული აქციების რიცხვი (იმ აქციების გამოკლებით რომელიც ეკუთვნის ემიტენტის მენეჯერებს, ასევე ბუნებრივი პირებს რომელთაგან თვითოეული ფლობს აქციების (0%-ს). ათასი ცალი	1100	1100	1100	750	1100
საოპერაციო ისტორია ანუ ბიზნეს ისტორია) წელი.	-	2	-		
საჯაროდ განთავსებული აქციების საბაზრო ღირებულება. მლნ \$	8	18	20	5	15
მყიდველის მინიმალური ფასი (კურსი) \$	5	5	5	1	5
იმ აქციონერთა რიცხვი, რომელიც ფლობს ლოტებს არანაკლებ 100 აქციისა	400	400	400	400	400
მარკეტმაიკერების რიცხვი	3	3	4	2	4
კორპორაციული მართვის სისტემის არსებობა	ღიახ	ღიახ	ღიახ	ღიახ	ღიახ

<sup>1</sup>Reilly, Brown. გვ. 123.

ვაჭრობის მონაწილეები საფონდო ბირჟაზე შეიძლება იყვნენ მხოლოდ ბროკერები, დილერები და მმართველები. სხვა პირებს შეუძლიათ განახორციელონ ოპერაციები ბირჟებზე მხოლოდ ვაჭრობის მონაწილე ბროკერების შუამავლობით. ვაჭრობას საფონდო ბირჟაზე, რომელიც შექმნილია არაკომერციული პარტნიორობის ფორმით, ახორციელებენ მხოლოდ მისი წევრები. ვაჭრობაში მონაწილეობის დაშვების წესი, ვაჭრობის მონაწილეთა წევრობიდან გარიცხვა განისაზღვრება საფონდო ბირჟის მიერ დადგენილი წესებით. ამასთან ვაჭრობის მონაწილეთა არათანასწორი მდგომარეობა, აგრეთვე ვაჭრობაში მონაწილეობის უფლების სხვა პირზე გადაცემა დაუშვებელია. საფონდო ბირჟა ვალდებულია დაამტკიცოს ვაჭრობაში მონაწილეობის ვაჭრობის ჩატარების ფასიანი ქაღალდების ლისტინგის (დელისტინგის) წესები, ასევე გარიგებათა სპეციფიკაცია, რომლებიც შეესაბამება აღმასრულებელი ხელისუფლების ფედერალური ორგანოს ნორმატიულ-სამართლებრივი ნორმატივების მოთხოვნებს ფასიანი ქაღალდების ბაზართან მიმართებაში. საფონდო ბირჟა ვალდებულია უზრუნველყოს ჩატარებული ვაჭრობების საჯაროობა და საქვეყნოობა. ბირჟას უფლება აქვს დააწესოს ვაჭრობის მონაწილეებისათვის შენატანები, მოსაკრებლები და სხვა გადახდები მის მიერ გაწეული მომსახურების საფასურად. ასევე მის მიერ დაწესებული წესების დარღვევისათვის ჯარიმების სიდიდე და ამოღების წესები.

### **ბირჟის ძირითადი საპრობლემები**

მსოფლიო პრაქტიკაში განასხვავებენ ბირჟების ორ ძირითად სახეობას:

ა) ჩაკეტილი, დახურული ბირჟა, სადაც ვაჭრობაში მონაწილეობის უფლება აქვს მხოლოდ ბირჟის წევრებს და ბ) ბირჟები, სადაც თავისუფლად დაიშვება მონაწილეები.

ბირჟის საქმიანობის განსაკუთრებული საკითხია აუცილებელი პირობების შექმნა ფასიანი ქაღალდების ნორმალური მიმოქცევისათვის, მათი საბაზრო ფასის განსაზღვრა და მათ შესახებ არსებული ინფორმაციის ჯეროვანი გავრცელება. მისი ძირითადი ფუნქციაა ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და გაყიდვის ოპერაციების ორგანიზება. ფინანსური რესურსების გადანაწილება, ფასიანი ქაღალდებისა ემიტენტებისათვის დამატებითი ფინანსური რესურსების მიწოდება, ფინანსური რესურსების

დამზოგველებსათვის მათ მიერ დაგროვილი ფინანსური სახსრების შენახვისა და მომგებიანად გამოყენების შესაძლებლობა, საფონდო ბირჟის აგენტების ინფორმაციული უზრუნველყოფა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების გამოვლენა და სხვა.

საფონდო ბირჟის ბრუნვაში დაიშვება:

- ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც გავლილი აქვთ კანონმდებლობით გათვალისწინებული ემისიის პროცედურა და საფონდო ბირჟის მიერ ჩართულნი არიან იმ ფასიანი ქაღალდების სიაში, რომლებიც დაშვებულია საბირჟო მიმოქცევაში შიდა დოკუმენტების შესაბამისად, ის ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც შეტანილი არ არიან საფონდო ბირჟაზე მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდების სიაში, შეიძლება იყვნენ გარიგების ობიექტები ბირჟაზე იმ წესების შესაბამისად, რომლებიც გათვალისწინებულია შიდა დოკუმენტებით.

- სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები ქვეყნის კანონმდებლობის შესაბამისად.

საფონდო ბირჟას უფლება არა აქვს განახორციელოს საინვესტიციო ინსტიტუტის სხვა სახის საქმიანობა. ასევე გამოუშვას ფასიანი ქაღალდები საკუთარი აქციების გარდა. ბირჟის საქმიანობის აუცილებელი პირობაა შესაბამისი ლიცენზიის არსებობა.

## 2.6. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინდიკატორები

### საფონდო ინდიკატორები

მალაღმანეთარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მალაღ დონეზე ფუნქციონირებს, აქციების კურსის ცვლილებაში საერთო ტენდენციის განსაზღვრისათვის გამოიყენება სპეციალური ინდიკატორები – საფონდო ინდექსები. მათგან ყველაზე ცნობილი ინდექსებია: აშშ-ში – დოუ ჯონსის (Dow Jones Industrial Average) და ინდექსი „სტანდ ენდ პურსი“ (Stanrd & Poors SOO Stock Price Index). დიდ ბრიტანეთში – ინდექსები ფუტსი (Financial Times Stock Indices „Footsic“); იაპონიაში – ინდექსი ნიკეი (Nikkei 225 Index). კანადაში – ტორონტოს საფონდო ბირჟის ინდექსი (TSE 300 Composite Index).

საფონდო ბაზრების ფორმალიზებული განზოგადოებული ინდიკატორის კონსტრუირების პირველი ცდა, რომელიც არის თავისებური გასაშუალოებული მახასიათებელი და რომელიც ასახავს

საფონდო ბაზარზე მიმდინარე ტენდენციები, განახორციელა ჩ. დოუმ. 1882 წელს მან დაიწყო იმ კომპანიების ჩამონათვალის გამოქვეყნება, რომელთა აქციები წარმატებით და დიდი ოდენობით მიმოიქცეოდნენ ბირჟებზე. დოუ იმთავითვე არ გამორიცხავდა ამ ჩამონათვალის პერიოდული ცვლილებების შესაძლებლობას, რაც ბირჟაზე დარეგისტრირებული კომპანიების საქმიანობის დაცემა აღმავლობის გარდაუვალი ტენდენციაა. ასევე გარდაუვალია ემიტენტების რიცხვისა და ბაზრის მონაწილეთა ზრდა. უნდა აღინიშნოს რომ XIX ს. 80 იანი წლების დასაწყისში ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის საშუალო დღიური მოციულობა შეადგენდა 250 ათას აქციას, 30 წლის შემდეგ ამ მაჩვენებელმა 100 მლნ. აქციას გადააჭარბა,

თვითონ დოუ-ჯონსის ინდექსი, რომელიც აიგო შედარებით წარმატებით მიმოქცევადი აქციების საფუძველზე პირველად გამოჩნდა 1884 წლის 3 ივლისს გაზეთში: „Afternoon News Letter“. იგი ახასიათებდა ბირჟაზე დახურვის ფასების დინამიკას 11 კომპანიისათვის (9 სარკინიგზო და 2 სამრეწველო). 1886 წლიდან, როცა ინდექსმა დოუ-ჯონსის სახელწოდება მიიღო, მოიცავდა 12 ამრეწველო კომპანიას, რომელთა რიცხვში შევიდა: „American Cottoncil“; „American Suga“; „American Tobacco“; „Chicago Gas“; „Distilling and Cattle Feeding“; „General Electric“; „Laclede Gas“; „National Lead“; „North American“; „Tennessee Coal & Iron“; „US Leather (preferred)“; „US Rubber“; 1928 წელს დოუ-ჯონსის ინდექსი მოიცავდა 30 მსხვილ კომპანიის აქციების დინამიკას. უნდა აღინიშნოს ის ფაქტი, რომ ჩამოთვლილი კომპანიებიდან დღეისათვის მხოლოდ კომპანია „General Electric“ შედის მასში. ინდექსის გათვლის მეთოდის დღემდე არსებითი ცვლილებები არ განუცდია. იმ ფირმების ჩამონათვალი, რომელთა აქციები ჩართულია ინდექსის გათვლაში, პერიოდულად იცვლება. ოღონდ ისეთი კომპანიები, როგორცაა „Boeing“, „Coca-Cola“, „General Motors“, „Dupont“ IBM რომლებიც ამერიკული ეკონომიკის სიმბოლოს წარმოადგენენ, ბოლო ათწლეულების მანძილზე მუდმივად შედიან ინდექსის შემადგენლობაში. როგორც წესი, ნებისმიერ ქვეყანაში გამოიყენება რამდენიმე ინდექსი. ასე მაგ. აშშ-ში შედარებით ხშირად გამოიყენება დოუ-ჯონსის 4 ინდექსი, რომლებიც ასახავენ აქციების კურსებს ცვლილების საერთო ტენდენციის 30 სამრეწველო და 20 სატრანსპორტო ფირმის, 15 კომუნალური მომსახურების კომპანიის მიხედვით (საერთო ინდექსი).

უნდა აღინიშნოს ის გარემოება, რომ ინდექსების წარმოების პერიოდიდან მოყოლებული ბევრი სხვა ინდექსი შეიქმნა, მაგრამ დოუ-ჯონსის ინდექსი ისევ რჩება შედარებით ავტორიტეტული ინდიკატორად საფონდო ბაზარზე.

ინდექსი S&P 500 გაითვლება 500 კომპანიის მიხედვით, რომელიც მოიცავს ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ფასიანი ქაღალდების ღირებულების 80%-ს (მოიცავს 400 სამრეწველო, 20 სატრანსპორტო, 40 საფინანსო და 40 კომუნალურ კომპანიას).

ამერიკული პრაქტიკისაგან განსხვავებით, დიდ ბრიტანეთში საფონდო ინდექსები გაითვლება საშუალო გეომეტრიული ფორმულის მიხედვით. აქ ყველაზე ცნობილი ინდექსი „Futsi 30“, რომელიც პირველად გათვლილი იქნა 1935 წელს. გავრცელებული ინდიკატორებიდან აღსანიშნავია აქტუარების ინდექსი (FT-Actuaries Index), რომელიც მოიცავს 700 ცნობილი კომპანიის აქციებს (ლონდონის საფონდო ბირჟის ფასიანი ქაღალდების ღირებულების 80%-ზე მეტი). ინდექსი „Futsi 100“ (Financial Times – Stock Exchange 100 – Share Index), რომელიც გაითვლება 1983 წლიდან 100 კომპანიის აქციების ღირებულების ცვლილებების მონაცემების საფუძველზე.

### **საფონდო ინდექსების მნიშვნელობის შესახებ**

საფონდო ინდექსებთან ერთად ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ელემენტი საფონდო ბაზრის მონაწილეთა კვალიფიკაციური საინფორმაციო უზრუნველყოფისათვის არის ფასიანი ქაღალდების რეიტინგების სისტემა, რომელიც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საპორტფელო ინვესტიციების განვითარების გეგმაში. ეკონომიკურად განვითარებულ ქვეყნებში ფუნქციონირებს სპეციალური სააგენტოები, რომლებიც დაკავებულნი არიან საფონდო ბაზრების მონაცემების დამუშავებით და ანალიზით ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა სახის რეიტინგების შემუშავებით რისკის დონისა და შემოსავლიანობის მიხედვით. მათ მიერ შედგენილი ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია ეხმარება ინვესტორებს შექმნან პორტფელები მათთვის ხელსაყრელი მაზასიათებლებით.

ფასიანი ქაღალდების შეფასების რეიტინგული სისტემა შეიქმნა აშშ-ში XX-ს დასაწყისში, სააგენტო „Moody’s“-ში. რომელიც იყო ფირმის: „Gan & Bradst rect, Inc“-ის ქალიშვილი კომპანია (დაარსებული 1909 წელს). მისი რეიტინგები მოიცავს თითქმის ორჯერ მეტ ფასიან ქაღალდს, „Stanrd & Poor’s“-თან შედარებით (ფირმა, Mceraw-

Hill, Inc-ის ქალიშვილი კომპანია. მნიშვნელობით მესამეა სააგენტო „Fitch Investors Service Inc“. ბოლო წლებში ფართო აღიარება პროფესიონალურ წრეებში მიიღო რეიტინგებმა, რომლებიც წარმოდგენილია სააგენტო „Daff and Phelps „-ის მიერ.

ევროპაში რეიტინგული შეფასებების სისტემამ გავრცელება გაცილებით გვიან ჰპოვა. ასე მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში ობლიგაციების რეიტინგული შეფასების სისტემა შეიქმნა მხოლოდ 1973 წელს. რეიტინგირებას პირველ რიგში ექვემდებარებიან ობლიგაციები. ობლიგაციების რეიტინგირების პროცედურის ქვეშ (Bond Ratings) მოიაზრება ობლიგაციისათვის რომელიმე პირობითი ინდიკატორის მინიჭება, რომელიც ხორციელდება მოცემულ ბაზარზე მბრუნავი ყველა ობლიგაციის რანჟირების შედეგად მათი ემიცენტების საიმედობის ხარისხის მიხედვით, იმ პირობების შესრულების პოზიციებიდან, რაც ემისიის პროსპექტითაა გათვალისწინებული. მინიჭებული რეიტინგი არის ერთგვარი ხარისხის სერტიფიკატი რომელზედაც შეიძლება ორიენტირებული იყვნენ ლენდერები, ე.ი. ფინანსური რესურსების პოტენციალური მიმწოდებლები ვადიანობის პირობებით. რეიტინგირების იდეა 100 წელზე მეტი ხნისაა, მისი ასახვით დაკავებულია ბევრი საინფორმაციო – ანალიტიკური სააგენტო, როგორც ზემოთ ავლინშნეთ, შედარებით ცნობილები ფინანსურ სამყაროში არის სამი სააგენტოს რეიტინგები: „Standrd and Poor’s“, „Moo dy’a“ და „Fitch Investors Service“ (ცხრილი 2.4.).

მოტანილი კლასიფიკაციიდან ირკვევა, რომ ყველაზე მაღალი კლასის და საიმედო, საინვესტიციოდ მიმზიდველები არიან ობლიგაციები, რომელთა რეიტინგია Aaa, Aa, AAA და AA. რეიტინგის შემცირებასთან ერთად იზრდება ამ ფასიანი ქაღალდის ფლობის რისკი, ე.ი. იგი ხდება სულ უფრო მეტად სპეკულაციური. ობლიგაციებს, რომელთაც არა აქვთ რეიტინგი, უწოდებენ მაღალშემოსავლიან ანუ ნივჭ-ყიფელ ბონდს ან „გადასაყრელ“ ობლიგაციებს (Junk Bonds).

დასასრულს ავლინშნავთ, რომ ანალოგიური მიდგომები გამოიყენება რეიტინგირების მიმართ სხვა ცალკეულ ქვეყნებში და რეგიონებში. მსგავს რეიტინგებს აქვს დიდი მნიშვნელობა დაფინანსების მიღებისას საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებიდან, ასევე გაკლენას ახდენენ ემიტენტების ფასიანი ქაღალდების კოტირებაზე საზღვარგარეთის საფონდო ბირჟებზე.



ობლიგაციების რეიტინგების შეფასებით დახასიათება

კატეგორია	სააგენტო			დახასიათება
	S&P	"Moody's"	"Fitch"	
უმაღლესი ხარისხი	AAA	Aaa	Aaa	საეალო ინსტრუმენტის უმაღლესი ხარისხი, რაც იმას ნიშნავს, რომ ემიტენტს (სესხის ამღები) აქვს ყველა შესაძლებლობა გადაიხადოს ვალის პროცენტები და ძირითადი თანხა. ასეთი კატეგორიის ობლიგაცია ხშირად იწოდება ოქროს ეარაყიან ფასიან ქაღალდად (dilt edge securities).
	AA	Aa	AA	საეალო ინსტრუმენტის უმაღლესი ხარისხი. წინა ჯგუფთან შედარებით, ეს ობლიგაციები ფასდება ცოტა დაბლა, ძირითადად პროცენტების გადახდის წყაროს დაბალი მარკის გამო.
საშუალო ხარისხი	A	A	A	ობლიგაცია ხასიათდება ბუერი მიმსიდეკელი საინვესტიციო მახასიათებლით. ოდონდ ისინი უფრო ადვილად ექცევიან იმ ფაქტორთა ზემოქმედების ქვეშ, რაც დაკავშირებულია ეკონომიკაში მდგომარეობის გაუარესებასთან.
	BBB	Baa	BBB	ემიტენტს აქვს ადექვატური შესაძლებლობები პროცენტების გადახდის და ვალის ძირითადი თანხის დაფარვის თვალსაზრისით, ოღონდ ამ ობლიგაციების დაცის ცალკეული ელემენტები შეიძლება დაიკარგოს ეკონომიკური პირობების გაუარესების შედეგად, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს ემიტენტის გადახდის უნარიანობის შემცირება.
საშუალო ცუდი	BB	Ba	BB	ობლიგაციას აქვს მცირე დაცვა ვალის პროცენტებისა და ძირითადი თანხის გადახდისას ეკონომიკის როგორც კარგ, ასევე ცუდ პირობებში.
	B	B	B	ობლიგაცია, როგორც წესი კარგავს მიმსიდეკელი საინვესტიციო ინსტრუმენტის მახასიათებელს. ემიტენტის გადახდის უნარიანობისადმი რწმენა გრძელვადიან ასექტში მცირეა.
დეფოლტი	CCC	Caa	CCC	ობლიგაციის დაბალი ხარისხი, არის დეფოლტის საშიშროება.
	CC	Ca	CC	მაღალ სპექულაციური ობლიგაციები, ხშირად ვარდებიან დეფოლტის სიტუაციაში.
			C	დაბალი რეიტინგის ობლიგაცია, რაც იმას ნიშნავს რომ მას ძალზე დაბალი საინვესტიციო ხარისხი აქვს.
C	C			რეიტინგი ენიჭება ობლიგაციებს, რომელთა მიხედვით ემისიის პირობების მიხედვით პროცენტი გადაიხდება მხოლოდ მოგების არსებობის შემთხვევაში, (ინცომო ბონდ), მაგრამ რომელთა მიხედვით პროცენტი არც ერთხელ არ გადახდილა.
D			DD- DDD D	დეფოლტის სიტუაციაში მყოფი ობლიგაციები, (გადაედებული ობლიგაციები). ესენი განსაკუთრებით სპექულაციური ობლიგაციებია და უნდა შეფასდნენ მხოლოდ მიმდინარე სალიკვიდაცი ღირებულების საფუძველზე.

## კითხვები საშინაო დავალებისა და ბაზემორებისათვის

✓ რატომ არის ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები საბაზრო ეკონომიკის განუყოფელი ატრიბუტები?

✓ რაში მდგომარეობს ფინანსური გაფართოებისა და ფინანსური შევიწროვების კონცეფციის არსი?

✓ რა პრინციპული განსხვავებაა პირველად და მეორად ბაზრებს შორის?

✓ რომელ ბაზრებზე პოულობენ ფირმები დაფინანსების წყაროებს?

✓ ვინ იღებს მეორად ბაზარზე მზარდი ფასების დინამიკის პირობებში?

✓ არის თუ არა განსხვავება კაპიტალის ბაზარსა და კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარს შორის?

✓ რომელია სწორი გამონათქვამი: „კაპიტალის ბაზარი“ თუ „კაპიტალების“ ბაზარი? დაასაბუთეთ თქვენე თვალსაზრისი.

✓ რაში მდგომარეობს განაკვეთი LUBOP-ის (ლიბორი) არსი?

✓ დაახასიათეთ სამეწარმეო საქმიანობის სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

✓ რა განსხვავდება დილერულ და საბროკერო საქმიანობას შორის?

✓ რა ძირითად ფუნქციებს ასრულებს საფონდო ბირჟა?

✓ რითი აიხსნება საფონდო ბირჟების მიერ იმ ფირმებისათვის წაყენებული გარკვეული მოთხოვნები, რომლებიც პრეტენზიას აცხადებენ ლისტინგში ჩართვაზე. შეიძლება თუ არა ეს მოთხოვნები ერთნაირი იყოს ყველა ბირჟისათვის?

✓ რით აიხსნება ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ვაჭრობები?

✓ თქვენი აზრით, რაში მდგომარეობს პრინციპული განსხვავება კლასიკურ საფონდო ბირჟებზე მიმოქცევადა აქციებსა და ე.წ. კაპიტალის ალტერნატიულ ბაზრებს შორის?

✓ რა ტიპურ ფუნქციებს ასრულებენ ფინანსური ინსტიტუტები?

✓ რა როლს ასრულებენ საინვესტიციო ინსტიტუტები ეკონომიკაში?

✓ რაში მდგომარეობს ფინანსური ბაზრების ინდიკატორების არსი? როგორ გაითვლება ისინი?

18. რაში მდგომარეობს ე.წ. „გადასაყრელი“ ობლიგაციების ემისიის არსი? დაასაბუთეთ რითაა განპირობებული ასეთი აქტივების ბაზრების არსებობა.

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერჯი“, 2007.

კოვზანაძე ი. კომერციული საქართველოს ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, 2002.

Инвестиции. Под ред В.В.Ковалёва. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005.

Кидуэл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.: Питер, 2008.

Бригхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.

Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006.

Brigham E. Gapenski L. Financial Managament (Theory and Practice). New York: The Dryden Press. 1994.

Elton E.J., Gruber M.J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963. 33-238.  
The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago.  
1965, 33-16.

**Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentice Hall, 1977.

**Rosenberg Jerry M.** Dictionary of Investing. John Wiley & Sons,  
Inc. 1993.

**Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium  
Under Conditions of Risk//Finance. 1964 Sept. 33-425-442.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed  
by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc.**, 1993.

**Moissin J.** Security Prices and Investment Criteria in Competitive  
Markets American Economic Rev. 1969 Dec. 33-749-756.

**Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.:  
Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C.** Financial Management and Policy, Prentice-Hall. 1995.

The new Corporate Finance. Where Theory Meets Practice /Ed  
by **D.H. Chew Jr. McCrow-Hill, inc.**, 1993.

## **მასაჲ თაჲი. ფინანსური ინსტრუმენტები**

**ამ თაჲის გახსნობით თქვენ გახსოვინებათ:**

- **ფინანსური ინსტრუმენტის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის მახასიათებელი თვისებები;**
- **ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაჲი ხელშეკრულების ხნების მიხედვით;**
- **ფინანსური აქტივები, მათი შეფასებენობა, აირველადი და ნარკოვებული ფინანსური ინსტრუმენტები;**
- **აირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია და თითოეული მათგანის დამახასიათებელი ნიშან-თვისება;**
- **ნარკოვებული ფინანსური ინსტრუმენტების ყველა სახე, მათი მახასიათებელი ნიშნებით და გამოყენების სფეროებით;**
- **ოპციონების განმარტება, მათი კლასიფიკაცია, სტრატეგია, განვითარების სავარტო ტენდენციები;**
- **ვარიანტების, სვოპების, რეჲო მვარაყიების ეკონომიკური უინაარსი, მათი გამოყენების სფეროები და როლი უირმის სანიწესტიყირო მიმზიდვალობის შეფასებაჲი.**

### 3.1. ფინანსური ინსტრუმენტები: არსი, სახეები, კლასიფიკაცია

საინვესტიციო საქმიანობაში, განსაკუთრებით კი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წამყვანი ცნება ხდება „ფინანსური ინსტრუმენტი“. ეს ერთ-ერთი ყველაზე ახალი და ყველაზე არაერთმნიშვნელოვნად განმარტებული ეკონომიკური კატეგორიაა, რომელიც ჩვენთან დასავლეთიდან შემოვიდა საბაზრო ეკონომიკის ელემენტების გავრცელებასთან ერთად. ასლა ამ კატეგორიას არამარტო აქტიურად იყენებენ ეროვნულ სამეცნიერო ლიტერატურაში, არამედ მას ნორმატიულ დოკუმენტაციაშიც მოიხსენიებენ. გარდა ამისა, ცალკეული სახის ახალმოდურ ფინანსურ ინსტრუმენტებს იყენებენ კიდევ ქვეყნის ფინანსურ ბაზარზე. არსებობს „ფინანსური ინსტრუმენტის“ ცნების განმარტებისადმი რამდენიმე მიდგომა. თავდაპირველად გავრცელებული იყო საკმაოდ გამარტივებული განმარტება, რომლის თანახმადაც გამოყოფდნენ ფინანსური ინსტრუმენტების სამ ძირითად კატეგორიას: 1) ფულადი სახსრები (სალაროში და ანგარიშსწორების ანგარიშზე არსებული სახსრები, ვალუტა); 2) საკრედიტო ინსტრუმენტები (ობლიგაციები, კრედიტები, დეპოზიტები); 3) საწესდებო კაპიტალში მონაწილეობის ხერხები (აქციები და ჰაიები).

კაპიტალების ბაზრის განვითარების, ახალი სახის ფინანსური აქტივების, ვალდებულებისა და მათზე ოპერაციების (ფორვარდული კონტრაქტები, ფიუჩერსები, ოფციონები, სვოპები და სხვა) გაჩენის კვალდაკვალ ტერმინოლოგია სულ უფრო ზუსტდებოდა; კერძოდ, აუცილებელი გახდა საკუთრივ ინსტრუმენტების გამოიჯვნა იმ საგნებისგან, რომლებთანაც ამ ინსტრუმენტებით მანიპულირებას ახდენენ ან რომლებიც ამა თუ იმ ინსტრუმენტს უდევს საფუძვლად, ე.ი. ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებებისგან. უფრო მეტიც, ფინანსების სფეროში ჩამოყალიბდა საფინანსო ინჟინირინგის სახელით ახალი მიმართულება (financial engineering), რომლის ფარგლებშიც

მოცემულია ტრადიციული და ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების სისტემატიზებული აღწერა. ამ დარგის ერთ-ერთი წამყვანი სპეციალისტის ჯ. ფინერტის განმარტებით „საფინანსო ინჟინერინგი მოიცავს ინოვაციური ფინანსური ინსტრუმენტებისა და პროცესების დაპროექტებას, დამუშავებასა და გამოყენებას, აგრეთვე, ფინანსების სფეროში პრობლემების გადაჭრისადმი ახალი მიდგომების შემოქმედებით ძიებას.<sup>1</sup> რაც შეეხება საკუთრივ „საფინანსო ინჟინრის“ ცნებას, მიაჩნიათ, რომ იგი პრაქტიკოსი ფინანსისტების წრეში გაჩნდა 1980-იან წლების შუა ხანებიდან, ლონდონელმა ბანკირებმა თავიანთ ბანკებში დაიწყეს რისკების მართვის განყოფილებების შექმნა. სწორედ ამ სამსახურების სპეციალისტებს უწოდეს საფინანსო ინჟინრები, რომლებმაც არსებული კანონმდებლობის ფარგლებში დაიწყეს ფინანსურ აქტივებზე ისეთი სპეციალური ოპერაციების გამოგონება, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელი იყო რისკების შემცირება ან გადაცემა. მოგვიანებით დაიწყეს ფინანსური ინსტრუმენტების დამუშავება ვადიან ბაზარზე სპეკულაციური ოპერაციებიდან მოგების მიღების, აგრეთვე კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციებისთვის, ე.ი. დაფინანსების წყაროების მობილიზების ოპერაციებისთვის ხელშეწყობის მიზნით.

ფინანსურ ინსტრუმენტებთან ამა თუ იმ დოზით შეხება აქვთ სხვადასხვა პროფესიონალებს: ბუღალტრებს, საფინანსო ანალიტიკებს, აუდიტებს, საფინანსო მენეჯერებს, საფინანსო ინჟინრებს და ა.შ. მიუხედავად ამისა, საყოველთაოდაა აღიარებული, რომ ამ სფეროში წამყვანი როლი ეკუთვნის სწორედ საფინანსო ინჟინრებს, რომლებიც სხვა სპეციალისტებისაგან განსხვავებით, არამარტო და არც იმდენად საფინანსო ინჟინერინგის ფარგლებში მომხდარი გამოგონებების გამოყენებლები არიან, რამდენადაც ქმნიან ახალ ინსტრუმენტებს ან არსებული ინსტრუმენტების ახალ კომბინაციებს. ეს კომბინაციები საშუალებას გვიქმნიან წმინდა ფინანსური მეთოდებით გადაიჭრას დაფინანსების, ლიკვიდობის ამალგების, დამატებით შემოსავლების მიღების, რისკის დაწვევის პრობლემები.

---

<sup>1</sup>Маршал Дж., Бансал В. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям. Пер.с англ. М.: ИНФРА-М, 1998, гл.33.

ფინანსური ინსტრუმენტარების შესახებ მონოგრაფიული ლიტერატურის სიუხვის მიუხედავად (იგულისხმება უპირველეს ყოვლისა, უცხოური წყაროები) ყველაზე სისტემატიზებულად ისინი გადმოცემულია ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდრტებში (ფასს)<sup>1</sup>. ამ რეგულაციებში არამარტო მოყვანილია ზოგადი განმარტებები და მოცემულია მათი გაშლილი ინტერპრეტაციები, არამედ განხილულია კიდევ არაერთგვაროვნად განმარტებული ფინანსური ინსტრუმენტების, აქტივებისა და ვალდებულებების ცალკეული მაგალითები. განხილულ კატეგორიას ეხება ორი სტანდრტი: „ფინანსური ინსტრუმენტების ახსნა და წარმოდგენა“ ფასს-32-ის თანახმად, ფინანსურ ინსტრუმენტად მიჩნეულია ნებისმიერი ხელშეკრულება, რომლის შედეგადაც ერთ კამპანიას უჩნდება ფინანსური აქტივი, მეორეს კი იმავედროულად – ფინანსური ვალდებულება ან წილობრივი ინსტრუმენტი.

### **ფინანსური ინსტრუმენტები**

ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაში ფუძემდებლური ხელშეკრულების ცნება. იგი გულისხმობს ორი ან რამდენიმე პირის შეთანხმებას სამოქალაქო უფლებებისა და მოვალეობების დადგენაზე, შეცვლაზე და შეწყვეტაზე. ხელშეკრულების დადება გულისხმობს გარკვეული ვალდებულების აღებას მისი მხარეების მიერ. ვალდებულება ერთგვარი ურთიერთობაა მონაწილე მხარეებს შორის. ვალდებულების თანახმად ერთი პირი (მოვალე) ვალდებულია მეორე პირის (კრედიტორის) სასარგებლოდ შეასრულოს გარკვეული მოქმედება, როგორცაა: გადასცეს ქონება, შეასრულოს სამუშაო, გადაიხადოს ფული და ა.შ., ან თავი შეიკავოს გარკვეული მოქმედებისგან, კრედიტორს კი უფლება აქვს მოვალეს მოსთხოვოს მისი მოვალეობის შესრულება.

ვალდებულება ჩნდება სამიდან ერთ-ერთის საფუძველზე: კანონი,

<sup>1</sup> ნორმატიული მუხრნობის გაფართოებასა და სრულყოფასთან ერთად ზოგიერთი სტანდარტი ან გაუქმდა, ან სხვას შეერწყა, რის გამოც ახლა 39-ის ნაცვლად 35 მოქმედებს. ამ რეგულაციორებს ასე თუ ისე პრაქტიკულად ყველა განვითარებული ქვეყანა აღიარებს; იგულისხმება, რომ სტანდარტები ჩართულია აღრიცხვისა და ანგარიშგების რეგულირების ეროვნულ სისტემებში, რაც უზრუნველყოფს საანგარიშგებო მონაცემების საკმარისად გამჭვირვალობას, მათ ერთგვაროვნად გაგებასა და ინტერპრეტირებას საერთაშორისო კონსტექტში.



ხელშეკრულება, დელიქტი. პირველ შემთხვევაში ვალდებულება ჩნდება როგორც კანონმდებლობის მოთხოვნათა დაცვის აუცილებლობა (მაგალითად, გადასახადების გადახდის ვალდებულება). ამ დროს ითვალისწინებენ იმ პირის ნებასურვილს, ვისაც კანონი ვალდებულებას აკისრებს (ფირმას ევალება გადასახადების გადახდა მისი მესაკუთრეებისა და ადმინისტრაციის სურვილის მიუხედავად). მეორე შემთხვევაში უმთავრესია ხელშეკრულების მონაწილე მხარეთა ნებასურვილი. ამასთან, არავის შეუძლია აიძულოს რომელიმე მხარე, იყოს ხელშეკრულების მონაწილე. მესამე შემთხვევაში ვალდებულება ჩნდება მიყენებული ზარალის შედეგად.

ბიზნეს ურთიერთობებში შესაძლებელია გვხვდებოდეს ყველა ეს მიზეზი, მაგრამ დომინანტი ცხადია, სწორედ ხელშეკრულებას ეკუთვნის. ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაში საუბარია მხოლოდ იმ ხელშეკრულებებზე, რომელთა შედეგად ცვლილება ხდება ფინანსურ აქტივებში, ვალდებულებებში ან კაპიტალში. ამ კატეგორიებს აქვს არა სამოქალაქო – სამართლებლივი, არამედ ეკონომიკური ბუნება, მათი განმარტებების პოვნა კი შეიძლება, მაგალითად, ფინანსური ანგარიშგების ზემოაღნიშნულ სტანდარტებში.

### ფინანსური აქტივები

ფინანსურ აქტივებს ეკუთვნის: ა) ფულადი სახსრები (ე.ი. სალაროში მყოფი სახსრები, საანგარიშსწორებო, სავალუტო და სპეციალური ანგარიშები); ბ) სხვა კომპანიიდან ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივის მოთხოვნის სახელშეკრულებო უფლება (მაგალითად, დებიტორული დავალიანება); გ) სახელშეკრულებო უფლება სხვა კომპანიასთან ფინანსური ინსტრუმენტების გაცვლაზე პოტენციურად მომგებიანი პირობებით (მაგალითად, ოფციონი აქციებზე, რომელიც მისი მფლობელის ბალანსშია მოყვანილი); დ) სხვა კომპანიის ნაწილობრივი ინსტრუმენტი (ე.ი. აქციები, პაიები).

ფინანსურ ვალდებულებას უწოდებენ ხელშეკრულებით განპირობებულ ნებისმიერ ვალდებულებას: ა) სხვა კომპანიისთვის ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივის მიწოდება. მაგალითად, კრედიტორული დავალიანება); ბ) სხვა კომპანიებთან ფინანსური აქტივების გაცვლა პროცენტულად არამომგებიანი პირობით (მაგალითად, ოპციონი აქციებზე, რომელიც მისი ემიტენტის ბალანსშია მოყვანილი).

წილობრივ ინსტრუმენტს უწოდებენ მეურნე სუბიექტის კაპიტალში (საწესდებო ფონდში) მონაწილეობის ხერხს. ნაწილობრივ ინსტრუმენტებთან ერთად საინვესტიციო პროცესში განსაკუთრებული მნიშვნელობის როლს თამაშობენ ის საჯალო ფინანსური ინსტრუმენტები (კრედიტები, სესხები და ობლიგაციები), რომლებსაც ემიტენტებისა (კრედიტორებისა) და მფლობელებისთვის (მსესხებლებისთვის) სპეციფიკური ქონებრივ-სამართლებრივი შედეგები მოაქვთ.

ფინანსური აქტივების განმარტებაში ნახსენები პოტენციური მომგებიანობა (არამომგებიანობა) შემდეგ გარემოებას გამოხატავს: აქციაზე ოფციონი ითვალისწინებს ემიტენტის ან ოპციონის მფლობელის მხრიდან ამა თუ იმ მოქმედების შესაძლებლობას ბაზარზე ჩამოყალიბებულ კონიუქტურაზე დამოკიდებულებით. აქციაზე ოპციონის ემიტენტი ვალდებულებას კისრულობს გარკვეული რაოდენობის აქციები მიყიდის ოპციონის მფლობელს მოლაპარაკებულ დროში და დათქმული ფასით. ოპციონის მფლობელს, თავის მხრივ უფლება აქვს იყიდოს ეს აქციები.

ამგვარად, იმისადა მიხედვით, თუ როგორია აქციების მიმდინარე საბაზრო ფასისა და შესრულების (ე.ი. ოპციონში მითითებული) ფასის თანაფარდობა, ოპციონის მფლობელსა და ემიტენტის მოქმედება და ფინანსური შედეგები განსხვავებული შეიძლება იყოს; თუ შესრულების ფასი ნაკლებია მიმდინარე საბაზრო ფასზე, მაშინ ოპციონის მფლობელისთვის მომგებიანია თავისი უფლების რეალიზება, ე.ი. ოპციონის შესრულება და აქციების ყიდვა; თუ ფასების თანაფარდობა ამის საპირისპიროა, მაშინ ოპციონი არ შესრულდება, სწორედ პირველი სიტუაცია, ე.ი. შემოსავლის მიღების პოტენციური შესაძლებლობა, არის ოპციონის შექმნის სტიმული (ამ დროს ემიტენტს აინტერესებს სახსრების მოზიდვა ოპციონების გაყიდვით) – აქ ჩნდება პოტენციური მომგებიანობაც ოპციონის მფლობელისთვის (იგი მიიღებს მოგების მიმდინარე ფასსა და შესრულების ფასს შორის სხვაობის სახით) და პოტენციური არამომგებიანობაც ემიტენტისთვის, რომელიც პირდაპირ ან ირიბ დანაკარგებს განიცდის ფასების არახელსაყრელი დინამიკის გამო.

როგორც მოყვანილი განმარტებიდან ჩანს, გამოიყოფა ორი სახის მახასიათებელი, რომლებიც საშუალებას იძლევა ფინანსურ

ინსტრუმენტთან კავშირის მქონედ მიჩნეულ იქნეს ესა თუ ის ოპერაცია: ჯერ ერთი, ოპერაციას საფუძვლად უნდა ედოს ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები; მეორე, ოპერაციას უნდა ჰქონდეს ხელშეკრულების (კონტრაქტის) ფორმა.

კერძოდ, საწარმოო მარაგები, მატერიალური და არამატერიალური აქტივები, მომავალი პერიოდების ხარჯები, მიღებული ავანსები და ა.შ. არ ხვდება ფინანსური აქტივების განმარტებაში. ამდენად, მართალია მათი ფლობა შესაძლებელია ფულადი ნაკადების პოტენციურ შემოსევას იწვევდეს, მაგრამ მომავალში რაიმე ფინანსური აქტივების მიღების უფლება არ ჩნდება. რაც შეეხება მეორე მახასიათებელს, მაგალითად, საგადასახადო დავალიანებასთან დაკავშირებით სახელმწიფოსთან წარმოქმნილ ურთიერთობას ვერ განვიხილავთ ფინანსურ ინსტრუმენტად, რადგან ამგვარ ურთიერთობებს კონტრაქტული ხასიათი არა აქვს.

### **ნასყიდობის ხელშეკრულება**

ხელშეკრულების ცნების მეშვეობით ინსტრუმენტის ზემოთ მოყვანილი განმარტება ძალიან ფართოდ შეიძლება ჩამოყალიბდეს. ეს ადვილად ჩანს ეკონომიკაში ერთ-ერთი ყველაზე უფრო გავრცელებული ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების მაგალითზე. ნასყიდობის ხელშეკრულების მიხედვით, ერთი მხარე (გამყიდველი) პასუხისმგებელია მეორე მხარეს (მყიდველს) საკუთრებაში გადასცეს ნივთი (საქონელი), ხოლო მყიდველი ვალდებულია მიიღოს ეს საქონელი და ფულის გარკვეული თანხა (ფასი) გადაიხადოს მასში. ნასყიდობის ხელშეკრულებით გამყიდველის ძირითადი ვალდებულებაა საქონლის გადაცემა, ამასთან ამ გადაცემის ყველა პირობა (ადგილი, დრო, რაოდენობა, თანმხლები დოკუმენტები და მოქმედებები, ანგარიშსწორების წესი, შეუსრულებლობით ან არასათანადოდ შესრულებით განპირობებული შედეგები) ხელშეკრულებაში შეიძლება იყოს დაწვრილებით მოცემული. ცნობილია საქონლის ფასის გადახდის სამი საბაზო ვარიანტი: წინასწარი გადახდა, ნაღდი ფულით გადახდა და გადავადებული გადახდა.

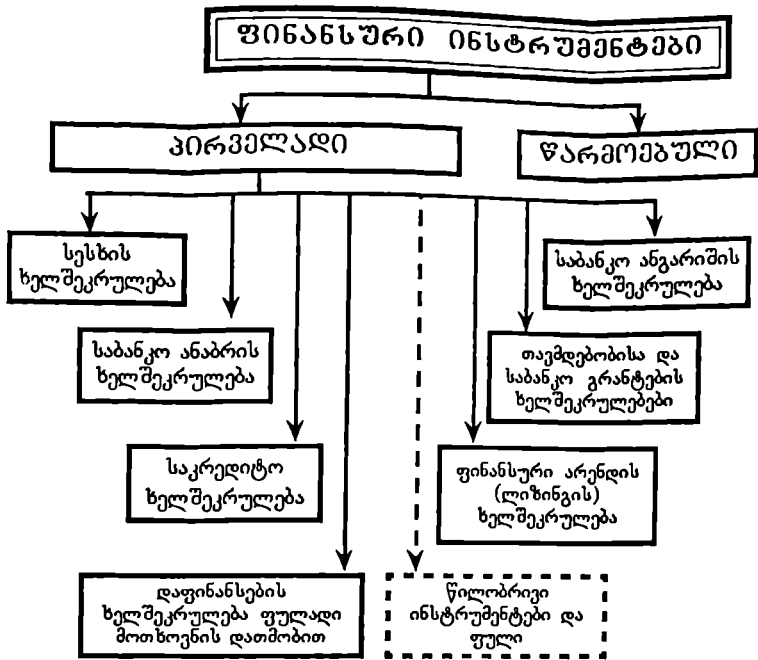
წინასწარ გადახდის შემთხვევაში გამყიდველს ერთდროულად უჩნდება ფინანსური აქტივი (კერძოდ კი – ავანსით მიღებული ფულადი სახსრები) და მყიდველებთან და დამკვეთებთან

სანგარიშსწორებით ვალდებულებები, ხოლო მყიდველს – ფინანსური აქტივი დებიტორული დავალიანების სახით. ამ შემთხვევაში ნასყიდობის ხელშეკრულება არ ჩაითვლება ფინანსურ ინსტრუმენტად, რადგან იგი ითვალისწინებს საქონლის, ე.ი. არაფინანსური აქტივის, მიწოდებას. გარდა ამისა, აქ არც ფინანსური ვალდებულება – არის საქონლის მიწოდების ვალდებულება. იგი, უბრალოდ, ფულადი ფორმითაა გამოხატული იმისთვის, რათა ჩართული იყოს ბუღალტრული აღრიცხვის სისტემაში. ნაღდით გადახდის შემთხვევაში არსებითად, ადგილი აქვს აქტივების ტრანსფორმირებას მყიდველისა და გამყიდველის ბალანსებში კვლავ არ არის ფინანსური ინსტრუმენტის ნიშნები.

საქმე უფრო რთულადაა მესამე შემთხვევაში. საქონელი უკვე მიწოდებულია, მაგრამ როგორც მყიდველს, ისე გამყიდველის ბალანსში შესაბამისად ჩნდება კრედიტორული დავალიანება (ე.ი. ფინანსური ვალდებულება) და დებიტორული დავალიანება (ე.ი. ფინანსური აქტივი). სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფორმალური პოზიციებიდან, ნასყიდობის ხელშეკრულება ამ შემთხვევაში ჯდება ფინანსური ხელშეკრულების განმარტებაში – მისი გამოყენების შედეგად ორ კონტრაქტს ერთდროულად გაუჩნდა ფინანსური აქტივი და ფინანსური ვალდებულება. მაგრამ ფინანსურ ინსტრუმენტზე ვერც აქ ვისაუბრებთ, რადგან ფინანსური აქტივი და ვალდებულება გაჩნდა ნასყიდობის ხელშეკრულების რეალიზაციის ბოლო ეტაპზე როგორც მისი შესრულების განსაკუთრებული ფორმის და ანგარიშსწორების მიღებული სისტემის შედეგი.

არაფერი იცვლება იმ შემთხვევაშიც, როცა საქონლად ფინანსური აქტივები, მაგალითად, ფასიანი ქაღალდები, გვეკლინება. ერთდროულად არც აქ ხდება ერთ კონტრაქტთან ფინანსური აქტივისა და მეორესთან ფინანსური ვალდებულის გაჩენა: სრულდება მხოლოდ აქტივების ბანალური ტრანსფორმაცია კონტრაქტების ბალანსებში.

აღსანიშნავია, რომ მოყვანილი არგუმენტები არაა აბსოლუტურად უდავო და მინც, ქვემოთ მოყვანილ კლასიფიკაციაში აქცენტი სწორედ ფინანსურ აქტივებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზეა გაკეთებული. იმის გათვალისწინებით, რომ განმარტების თანახმად ფინანსური ინსტრუმენტების არსი ხელშეკრულებებია, შეგვიძლია მოვიყვანოთ მათი ამგვარი კვალიფიკაცია (ნახ 3.1).



ნახ. 3.1. ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის შრაბანტი. პირველადი ინსტრუმენტები.

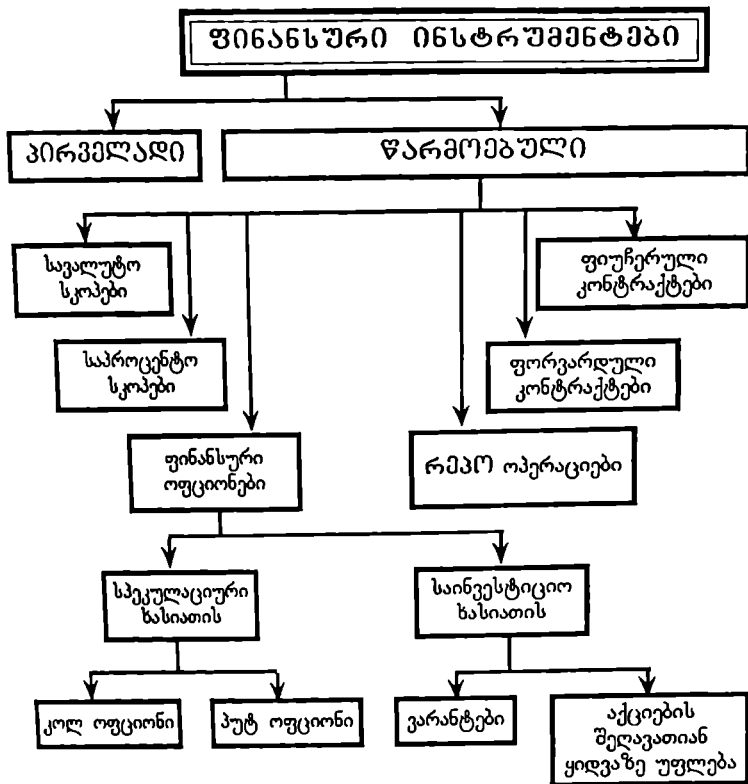
როგორც მოყვანილი სქემიდან ჩანს, ფინანსური ინსტრუმენტები დაყოფილია პირველად და წარმოებულ (ზოგჯერ მათ მეორედს ანუ დერივატივებს უწოდებენ) ინსტრუმენტებად. ქვემოთ მოტანილია მათი მოკლე დახასიათება.

### 3.2. პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები

პირველადს ეკუთვნის ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც გარკვევით ითვალისწინებენ რაიმე ფინანსური აქტივის ყიდვას, გაყიდვას, მიწოდებას, მიღებას, რის შედეგადაც ორმხრივი ფინანსური ვალდებულებები ჩნდება. სხვა სიტყვებით, მსგავსი ნიშნების მქონე ამ ხელშეკრულებათა ჯეროვნად შესრულების შედეგად ჩამოყალიბებული ფულადი ნაკადები წინასწარაა განპირობებული. ასეთი აქტივები შეიძლება იყოს ფულადი სახსრები, ფასიანი

ქალაქები, დებიტორული დავალიანება. და ა.შ.

პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტი მოტანილია 3.2. ნახაზზე.



ნახ. 3.2. ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის შრამენტი. წარმოებული ინსტრუმენტები.

### საინვესტიციო ხასიათის

სესხის ხელშეკრულების თანახმად, ერთი მხარე (გამსესხებელი) საკუთრებაში გადასცემს მეორე მხარეს (მსესხებელს) ფულს ან მსგავსი ნიშნების მქონე სხვა ნივთებს, ხოლო მსესხებელი ვალდებულებას იღებს გამსესხებელს დაუბრუნოს იმდენივე ფული

(სესხის თანხა) ან მის მიერ მიღებული სხვა ნივთების იმდენივე რაოდენობა, იმგვარივე და იმავე ხარისხის; გამსესხებელი შეიძლება იყოს ნებისმიერი ფინანსური და იურიდიული პირი. ამასთან, ხელშეკრულებას წერილობითი სახე აქვს, სესხის თანხის მიუხედავად. სესხის ხელშეკრულება დადებულად ითვლება ფულის ან სხვა ნივთების გადაცემის მომენტიდან. ხელშეკრულებაში განსაზღვრულია მხარეთა ფინანსური ვალდებულებები მისი პირობების დარღვევისთვის დაკისრებული სანქციების ჩათვლით. მხარეთა შეთანხმების შესაბამისად, მსესხებელს შეუძლია გასცეს თამასუქი, რომელიც ადასტურებს მის არაფრით განპირობებულ ვალდებულებას (უბრალო თამასუქი) ან თამასუქში მითითებული სხვა გამამხდელის ასეთივე ვალდებულებას (გადასაგზავნი თამასუქი), თამასუქში მითითებული ვადის დადგომისთანავე გაისტუმროს სესხის აღებული ფულის თანხა.

სესხის ხელშეკრულების დადება შესაძლებელია ობლიგაციების გამოშვებისა და გაყიდვის გზით. ობლიგაციად მიიჩნევენ ისეთ ფასიან ქაღალდს, რომელიც ადასტურებს მისი მფლობელის უფლებას, ობლიგაციის ემიტენტისგან გათვალისწინებულ ვადაში მიიღოს: ა) მისი ნომინალური ღირებულება ან სხვა ქონებრივი ეკვივალენტი; გ) ობლიგაციაში დაფიქსირებული პროცენტი ნომინალიდან ან სხვა ქონებრივი უფლებები. ამგვარად, ნებისმიერ შემთხვევაში სესხის ხელშეკრულების რეალიზაციის დროს გამსესხებელს უზნდება ფინანსური აქტივი, როგორც კუთვნილ პროცენტებთან ერთად სესხის თანხის მოთხოვნის უფლება, ხოლო მსესხებელს – ფინანსური ვალდებულება როგორც გამსესხებლისთვის ხელშეკრულების პირობების შესაბამისი თანხის გადაცემის ვალდებულება.

### საკრედიტო ხელშეკრულება

საკრედიტო ხელშეკრულება სესხის ხელშეკრულების განსაკუთრებული შემთხვევაა, როდესაც კრედიტორად გვევლინება ბანკი ან სხვა საკრედიტო ორგანიზაცია. საკრედიტო ხელშეკრულების თავისებურებებია: ა) ხელშეკრულება ყოველთვის წერილობითი ფორმისაა – წინააღმდეგ შემთხვევაში, მას ძალა არა აქვს; ბ) ხელშეკრულების საგანი შეიძლება იყოს მხოლოდ ფული; გ) ხელშეკრულების აუცილებელ ელემენტად ითვლება ამგვარი კრედიტით სარგებლიანობისათვის გადასახდელი პროცენტი.

## საფინანსო-საგარეო უწყის მიხედვით დებიტები (ფუნქციონალი)

ფაქტორინგის ხელშეკრულების მიხედვით ერთი მხარე (საფინანსო აგენტი) მეორე მხარეს (კლიენტს) გადასცემს ან ვალდებულებას იღებს გადასცეს ფულადის ახსრები მესამე პირის (მოვალის) მიმართ კლიენტის ფულადი მოთხოვნის ანგარიშში. ეს მოთხოვნა განპირობებულია კლიენტის მიერ მესამე პირისთვის საქონლის მიწოდებით, სამუშაოს შესრულებით ან მომსახურების გაწევით, ხოლო კლიენტი კისრულობს საფინანსო აგენტისთვის ამ ფულადი მოთხოვნის დათმობის ვალდებულებას ან უთმობს მას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საუბარია დებიტორული დავალიანების გაყიდვაზე, თანაც გარიგებაში პირდაპირ თუ ირიბად სამი მხარე მონაწილეობს: 1) ფინანსური აგენტი – დებიტორული დავალიანების მყიდველი ორგანიზაცია; 2) კლიენტი ანუ კრედიტორი – ვალის გამყიდველი ორგანიზაცია; 3) მოვალე-ორგანიზაცია, რომელიც ვალდებულია დაფაროს მოთხოვნის გაყიდული უფლება ხელშეკრულების საგანი შეიძლება იყოს როგორც ის ფულადი მოთხოვნა, რომლის გასტუმრების ვადა უკვე დამდგარია (არსებული მოთხოვნა), ისე ფულადი სახსრების მიღების ის უფლებაც, რომელიც მომავალში ჩნდება (მომავალი მოთხოვნა). მსოფლიო პრაქტიკაში გვხვდება ორი სახის ფაქტორინგი: კონვენციური ანუ ღია და კონფიდენციალური (ამ ბოლო შემთხვევაში კლიენტის კონტრაქტებმა არაფერი იციან საფინანსო აგენტისთვის ანგარიშების გადაცემაზე).

## საბანკო უწყის მიხედვით საგარეო უწყის მიხედვით

კანონის თანახმად ამ ხელშეკრულებით ბანკი ვალდებულებას კისრულობს მიიღოს და ჩარიცხოს კლიენტის ანგარიშზე ფულადი სახსრები, შეასრულოს კლიენტის გარკვეული თანხის გადარიცხვის განკარგულებები; შესაბამისი ანგარიშიდან გასცეს სახსრები, ან განახორციელოს სხვა ოპერაციები, მოტანილ განმარტებაში აღწერილია ორი სახის დამოკიდებულება ბანკსა და კლიენტს შორის: სახსრების ჩარიცხვა ანგარიშზე და კლიენტის დავალების შესრულება ანგარიშიდან გადახდების განხორციელების შესახებ, ხელშეკრულების გაფორმება საბანკო ანგარიშის გახსნის შესახებ დოკუმენტალური სახით სავალდებულო არ არის. საკმარისია



კლიენტის განცხადება ბანკის ხელმძღვანელის ნებართვის წარწერით. (განცხადებაზე თანართული დოკუმენტებს ჩამონათვალი დამატებულია ცენტრალიზებულად).

### **საბანკო ანაბრის (დეპოზიტის) ხელშეკრულების თანახმად ერთი მხარე (ბანკი) მეორე მხარისგან (მენაბრისგან) ან ამ მხარისთვის იღებს ფულის თანხას (ანაბარს) და ვალდებულებას კისრულობს ანაბრის თანხის დაბრუნებასა და პროცენტების გასტუმრებაზე ხელშეკრულებით გათვალისწინებული პირობებითა და წესით. ეს ხელშეკრულება სესხის ხელშეკრულების სახესხვაობაა, რომელშიც გამსესხებლის როლს მენაბრე თამაშობს, მსესხებლისა კი – ბანკი. ამასთან, ანაბრებზე ფულადი სახსრების მოზიდვისთვის ბანკი უნდა აკმაყოფილებდეს შემდეგ მოთხოვნებს: ჰქონდეს ცენტრალური ბანკის ლიცენზია, საბანკო საქმიანობის განხორციელების რამდენიმეწლიანი პრაქტიკა, კანონმდებლობით დაწესებული ოდენობის სარეზერვო ფონდი და სხვა. საბანკო ანაბრის ხელშეკრულებას ყოველთვის წერილობით აფორმებენ (სხვა შემთხვევაში მას ბათილად ცნობენ), ხოლო მისი არსებითი პირობაა ბანკის მიერ მენაბრისთვის პროცენტების გადახდის ვალდებულება. საბანკო ანაბრის ვალდებულება კრძალავს საქონლისთვის (მომსახურებისა და სამუშაოსთვის) ანგარიშსწორების ოპერაციების განხორციელებას, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ხელშეკრულების ვადის გასვლის შემდეგ იურიდიულ პირს ანაბარს უბრუნებენ უნაღლო წესით ან, კანონმდებლობით გათვალისწინებულ შემთხვევებში – ნაღდი ფულით. საბანკო ანაბრის ხელშეკრულების დადების წერილობითი დასტური შეიძლება იყოს: ფიზიკური პირისთვის – შემნახველი წიგნაკი ან სერტიფიკატი, იურიდიული პირისთვის – სადეპოზიტო სერტიფიკატი.**

### **წინაინდობი ანაბრის (წინაინდობით) ხელშეკრულება**

ამ ხელშეკრულების თანახმად არენდის გამცემი კისრულობს ვალდებულებას შეიძინოს საკუთრებაში არენდატურის მიერ მითითებული ქონება განსაზღვრული გამყიდველისგან და გადასცეს იგი არენდატორს გადახდის საფასურად დროებით საკუთრებაში და სარგებლობაში. ხელშეკრულება უნდა შედგეს წერილობითი ფორმით.

საარენდო ურთიერთობის ამ ფორმისათვის დამახასიათებელია:

- იჯარით გადასცემ ქონებას სპეციალურად იძენენ მოიჯარის დაკვეთით;

- სალიზინგო გარიგების ობიექტს გამყიდველი უშუალოდ გადასცემს ლიზინგის მიმღებს (თუკი ხელშეკრულება სხვა რაიმეს არ ითვალისწინებს);

- გარიგების ობიექტის მესაკუთრედ ლიზინგის მიმცემი რჩება, მაგრამ გადაცემული ქონების შემთხვევით გაფუჭების ან განადგურების რისკს ლიზინგის მიმღები იღებს თავის თავზე (თუკი ხელშეკრულება სხვა რაიმეს არ ითვალისწინებს);

- ფინანსური იჯარის ხელშეკრულება მინიმუმ სამ პირს აკავშირებს ერთმანეთთან (ქონების გამყიდველს, ლიზინგის მიმცემსა და ლიზინგის მიმღებს). ამიტომ იგი, არსებითად, კომბინაციაა სულ მცირე ორი, ურთიერთდაკავშირებული ხელშეკრულების: ნასყიდობის (ლიზინგის მიმცემსა და ქონების გამყიდველს შორის) და იჯარის (ლიზინგის მიმცემსა და ლიზინგის მიმღებს შორის) ხელშეკრულებების;

- ლიზინგის მიმცემს აქვს ქონების ხარისხსა და დაკომპლექტებაზე მოთხოვნა უშუალოდ წამოაყენოს, რაც სალიზინგო ხელშეკრულების ძირითადი პირობაა.

სამამულო პრაქტიკაში სალიზინგო ქონების ბალანსის მფლობელი განისაზღვრება ხელშეკრულებით. საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებულია, რომ სალიზინგო ქონება მოიჯარის ბალანსზე ირიცხებოდეს. ამგვარად, გარიგების შედეგად ლიზინგის მიმცემს უჩნდება ფინანსური აქტივი. გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდების სახით, ზოლო ლიზინგის მიმღებს – სალიზინგო გადასახდელთა ფინანსური ვალდებულება. ლიზინგის ხელშეკრულებები პრაქტიკულად დაურღვეველია (მათი გაწყვეტა პრინციპში კი შეუძლებელია, მაგრამ ეს დიდ ფინანსურ დანაკარგებს იწვევს), ამიტომ ხელშეკრულების შესრულებას ყოველთვის ახლავს თან ფულის ნაკადები, რომელთა ჯამი ფარავს ლიზინგის მიმცემის მიერ ქონების შექენაზე გაწეულ ხარჯებს. ლიზინგის ხელშეკრულების საფუძველია გარკვეული სახის აქტივის შექენისა და კლიენტისათვის მისი გადაცემის ოპერაცია. ამის მიუხედავად, ხელშეკრულება, არსებითად, დაკრედიტების

ოპერაცია, კლიენტი ქონებას იძენს სალიზინგო კომპანიის სახსრების ხარჯზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფორმალური ნიშნებითაც და არსებითადაც ამ ხელშეკრულებას თამამად შეიძლება ეწოდოს ფინანსური ინსტრუმენტი.

### **თავდებობის ხელშეკრულების განხილვა**

ზემოთ დახასიათებული ყველა ხელშეკრულებისთვის საერთო იყო ის გარემოება, რომ მათი შესრულების შედეგად ცვლილებები ხდებოდა კონტრაქტების უშუალოდ აქტივებსა და ვალდებულებებში. მაგრამ არსებობს სხვა ხელშეკრულებებიც, რომელთა დადება ფორმალურად არ იწვევს ბალანსის მუხლების შემადგენლობის დაუყოვნებლივ შეცვლას, მაგრამ რომლებიც პოტენციურად შეიცავენ ასეთი ცვლილების შესაძლებლობას. აქ საუბარია თავდებობისა და საბანკო გარანტიის ხელშეკრულებებზე.

თავდებობის ხელშეკრულებით თავდები მეორე პირის კრედიტორის წინაშე პრასუხისმგებლობას იღებს ამ პირის მიერ თავის ვალდებულებათა მთლიანად ან ნაწილობრივ შესრულებაზე. ხელშეკრულება აუცილებლად წერილობით უნდა იყოს გაფორმებული (წინააღმდეგ შემთხვევაში ხელშეკრულება ნამდვილი არაა – თავდებს ვალდებულება არ ეკისრება) და შესაძლებელია ითვალისწინებდეს როგორც ფაქტიური, ისე იმ ვალდებულებების უზრუნველყოფას, რომელიც მომავალში გაჩნდება. საბანკო გარანტიის ძალით ბანკი, სხვა საკრედიტო დაწესებულება ან სადაზღვევო ორგანიზაცია (გარანტი) სხვა პირის (პრინციპალის) თხოვნით წერილობით იძლევიან იმის ვალდებულებას, რომ პრინციპალის კრედიტორს (ბენეფიციარს) გარანტიის მიერ მიცემული პირობების შესაბამისად გადაუხდიან ფულის თანხას, თუკი ბენეფიციარი წერილობით მოთხოვნას წარადგენს მისი გადახდის შესახებ.

თავდებობისა და საბანკო გარანტიის ხელშეკრულებების დადების დროს დაუყოვნებლივ არ ხდება ცვლილებები ხელშეკრულების მონაწილე მხარეების აქტივებსა და ვალდებულებებში, ამიტომ თავდებობის (გარანტიის) თანხები ორმაგი ჩაწერის სისტემაში კი არ ექცევა, არამედ ბალანსგარეშე ანგარიშებში აღირიცხება. თუკი ეს ფინანსური აქტივი (თუმცა – მოვალის მიმართ) კრედიტორს უკვე ჰქონდა ბალანსში, თავდებისთვის (გარანტისთვის) შესაბამისი

ფინანსური ვალდებულება პირობითია და მას ბალანსგარეთ აღრიცხავენ. ამგვარად, ფორმალურად ეს ხელშეკრულებები არ ჯდება ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაში, თუმცა არსებითად ისინი ინსტრუმენტებად გვევლინება; მართლაც, მოვალის მიერ ვალდებულებათა შეუსრულებლობის დროს თავდებს (გარანტს) დაუყოვნებლივ უჩნდება ვალის დაფარვის ფინანსური ვალდებულება, კრედიტორს კი – ფინანსური აქტივი როგორც თავდების (გარანტის) მიმართ მოთხოვნა. გაცემულ თავდებობასა და გარანტიებს ითვალისწინებენ თავდების (გარანტის) ფინანსურ მდგრალობაზე მსჯელობის დროს.

### ინსტრუმენტის მფლობელის უფლებები

როგორც უკვე ვთქვით, ადრინდელ კლასიფიკაციებში წილობრივი ინსტრუმენტები და ფული ფინანსურ ინსტრუმენტებში შეჰყავთ, ამჟამად კი მათ ფინანსურ აქტივებს მიაკუთვნებენ. ამის მიზეზი ამ კატეგორიების გაგების არაერთგვაროვნებაა. ერთი მხრივ, ჩვენ საქმე გვაქვს ხელშეკრულებებთან: ა) სავალო ინსტრუმენტის, მაგალითად, აქციის შემთხვევაში ესაა ხელშეკრულება აქციის მფლობელსა და მის ემიტენტს შორის; ბ) ფულის შემთხვევაში ესაა ხელშეკრულება ფულადი ნიშნების მესაკუთრესა და სახელმწიფოს შორის. მეორე მხრივ: საქმეს ართულებს ის, რომ ორივე შემთხვევაში ემიტენტს (ფირმასა თუ სახელმწიფოს) ფინანსური ვალდებულება არ უჩნდება იმ აზრით, როგორც ეს ზემოთ იყო განსაზღვრული. ფორმალურად ხელშეკრულების მონაწილე მხარეებს შორის ჩნდება შემდეგი ურთიერთობები: აქციონერი იღებს უფლებას შესაბამის წილზე ემიტენტის მიმდინარე მოგებასა და წმინდა აქტივებში (ფირმის ლიკვიდაციის შემთხვევაში), ხმის უფლებას და სხვა, ფულადი ნიშნების მესაკუთრე კი უფლებას სახელმწიფო ქონების ნაწილზე.

### 3.3. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები

წარმოებულს ეკუთვნის ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ითვალისწინებენ საბაზრო აქტივის შეძენა-მიწოდების ან ამ აქტივის ზოგიერთი მახასიათებლის ცვლილებასთან დაკავშირებული შემოსავლის მიღება-გაცემის

უფლების ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობას. ამგვარად, პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტისგან განსხვავებით, არ ითვალისწინებს წინასწარ განსაზღვრულ ოპერაციას უშუალოდ საბაზრო აქტივზე – ეს ოპერაცია მხოლოდ შესაძლებელია, თანაც, იგი მხოლოდ გარკვეულ გარემოებათა ერთმანეთზე დამთვევისას მოხდება. დერივატივების მეშვეობით ყიდიან არა საკუთრივ აქტივებს, არამედ მათზე ოპერაციების შესრულების ან შესაბამისი შემოსავლის მიღების უფლებას. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ერთ-ერთი შესაძლო კლასიფიკაციის სქემა 3.2. მოტანილი იყო 409 გვერდზე.

წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტს „წარმოებულობის“ ორი ძირითადი ნიშანი აქვს: ჯერ ერთი, ამ ინსტრუმენტის საფუძველი ყოველთვის არის რაიმე საბაზრო აქტივი – საქონელი, აქცია, ობლიგაცია, თამასუქი, ვალუტა, საფონდო ინდექსი და ა.შ. მეორე, მისი ფასი უფრო ხშირად საბაზრო აქტივის ფასის საფუძველზე განისაზღვრება. ვინაიდან საბაზრო აქტივი რაიმე საბაზრო საქონელი ან ბაზრის მახასიათებელია, ამიტომ წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტის ფასი მუდმივად ვარირებს. სწორედ ამ მიზეზის გამო ეს ინსტრუმენტები შესაძლებელია საბაზრო ურთიერთობათა დამოუკიდებელი ობიექტები იყოს, ე.ი. ყიდვა-გაყიდვის ობიექტები გახდეს, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ნებისმიერ დერივატივს რამდენადმე ყოველთვის აქვს მიმზიდველობის პოტენციური შესაძლებლობა, როგორც ემიტენტის, ისე ბაზრის ნებისმიერი მონაწილის პოზიციიდან.

მრავალ ფინანსურ ინსტრუმენტსა და ოპერაციას ფასიანი ქაღალდები უდევს საფუძველად. ფასიანი ქაღალდი არის დადგენილი ფორმისა და სავალდებულო რეკვიზიტების მქონე დოკუმენტი და ადასტურებს იმ ქონებრივ უფლებებს, რომელთა განხორციელება ან გადაცემა მხოლოდ მისი წარდგენის შემთხვევაშია შესაძლებელი. პოპულარული ფასიანი ქაღალდებია: სახელმწიფო ობლიგაცია, თამასუქი, ჩეკი, დეპოზიტური და საშემნახველო სერტიფიკატები. კონოსამენტი, აქცია, საპრივატიზებო ფასიანი ქაღალდები და სხვა დოკუმენტები, რომლებიც კანონით და წესით ფასიანი ქაღალდების ჯგუფს ეკუთვნის.

### 3.3.1. სპეკულირება და კეჩიღობა

თანამედროვე ფინანსური ინსტრუმენტების (დერივატივების) წარმოშობა ძირითადად განპირობებული იყო, ბაზრის მონაწილეთა ჰეჯირებითი და სპეკულაციური მისწრაფებებით. გავიხსენოთ, რომ სპეკულირება (Speculation) ეს არის სახსრების დაბანდობა მაღალრისკიან ფინანსურ აქტივებში, როცა დიდია დანაკარგების რისკი, მაგრამ ამასთან ერთად არსებობს ინვესტორისათვის საინტერესო ალბათობა ზემომოსავლის მიღების შესახებ. როგორც წესი, სპეკულაციური ხასიათის ოპერაციები მოკლევადიანი ხასიათისაა, ხოლო შესაძლო დანაკარგების რისკს ამცირებენ ჰეჯირების დახმარებით. ბიზნესში, პრაქტიკულად, არც არსებობს ურისკო ოპერაციები, ამას ადასტურებს მარტივი მაგალითი. *კრედიტორმა გასცა სესხი მსესხებლის საკუთარი სახლის უზრუნველყოფით. ერთი შეხედვით, ეს ოპერაცია ურისკოდ გვეჩვენება, რადგანაც მეგალის უარის ან სესხის გადახდის უუნარობის შემთხვევაში ვალი დაიფარება სასამართლოს ჩარევით და მოვალის სახლის გაყიდვით. სინამდვილეში რისკი შენარჩუნებულია, იმდენად, რამდენადაც სტიქიური უბედურების ან ხანძრის შემთხვევაში სესხის ამღებმა შეიძლება თავისი ქონება დაკარგოს და გახდის უუნარო გახდეს.*

მოტანილი მოსაზრება მით უფრო სამართლიანია სპეკულაციური ხასიათის ოპერაციებთან მიმართებაში. ამიტომ ბუნებრივია წარმოიშვა იმის აუცილებლობა, რომ შემუშავებულიყო ბაზარზე ქცევის ვარიანტები და ქცევის ხერხები, რომლებიც რამდენადმე გაითვალისწინებდნენ რისკს. პრინციპში, ფინანსების მართვის ნებისმიერი სქემა რომელიც საშუალებას იძლევა გამორიცხოს ან მინიმუმზებული იქნას რისკი, იწოდება ჰეჯირებად.<sup>1</sup>

უფრო მკაცრი გაგებით, ჰეჯირება ეს არის სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტებით ყიდვა-გაყიდვის ოპერაცია, რომელთა მეშვეობით მთლიანად ან ნაწილობრივ კომპენსირებას უკეთებენ ჰეჯირებას ობიექტის ღირებულების ცვლილებით მიღებულ დანაკარგებს (აქტივი, ვალდებულება, გარიგება), ან მასთან გათანაბრებულ ფულად ნაკადებს. ფინანსური

<sup>1</sup>უნდა აღინიშნოს, რომ ჰეჯირება არ არის რისკის თავიდან აცილების ერთადერთი გზა. უფრო დაწვრილებით რისკების სახეებს, შეფასების მეთოდებს და თავიდან აცილების წესებს ჩვენ ცალკე განვიხილავთ. ავტორის შენიშვნა.

ინტრუმენტების განვითარების კვალობაზე დგინდება, რომ ისინი წარმატებით შეიძლება გამოყენებული იქნას არა მარტო ვადიან ბაზრებზე, არამედ კაპიტალის ბაზრებზე და ასევე მიმდინარე საქმიანობაში.

ჰეჯირების ოპერაციების მიზანია ფასების ცვლილების რისკი გადატანილი იქნას ერთი პირიდან მეორეზე. მიზეზები, რომლებიც ხსნიან ყოველი მხარის მონაწილეობას მსგავს ოპერაციაში, სხვადასხვაა. გაცილებით ხშირად გვხვდება ასეთი შემთხვევები – ჰეჯერი დაიზღვევა საბაზო აქტივზე ფასების ცვლილებისაგან. მეორე სპეკულირებას მოელის შემოსავლის მიღებას ფასების პროგნოზირებადი ცვლილებებისაგან. ჰეჯირების ყველაზე პოპულარული მეთოდებია: დაზღვევა, ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები, ოფციონები, საპროცენტო და სავალუტო სვოპები და ა.შ. არსებობს ორი სახის დაზღვევა: სავალდებულო და არასავალდებულო. პირველი გათვალისწინებულია კანონმდებლობით და მასზე დანახარჯები შედის პროდუქციის თვითღირებულებაში. დაზღვევის მეორე სახეობა ნებაყოფლობითი ხასიათისაა, ზოლო მისი გამოყენების აუცილებლობა და მიზნობრიობა განისაზღვრება რისკის ხარისხით, რომელიც ასოცირდება მოცემული ოპერაციით.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ფინანსურ ოპერაციებში რისკი გაითვალისწინება მოგების ნორმაში: რაც მაღალია რისკის დონე, მით უფრო მაღალია მოგების ნორმა. ხშირ შემთხვევაში მოგების ნორმა განისაზღვრება საექსპერტო გზით. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში შეიძლება გამოყენებული იქნას რიგი ფორმალიზებული ალგორითმები. კერძოდ, სესხის პროცენტით გაცემისას, შეიძლება შეძენილი იქნა გაცემული სესხზე სადაზღვევო პოლისი, ზოლო სესხის სარგებლობისათვის პროცენტი შეიძლება დადგინდეს ისე, რომ უზრუნველყოფილი იქნას გარანტირებული შემოსავალი ნებისმიერ შემთხვევაში (მოვალე გადახდისუნარიანი არის თუ არა).

### 3.3.2. ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები

ფორვარდები და ფიუჩერები, არიან რა ჰეჯირების შედარებით გავრცელებული ხერხები, შესაძლებლობას იძლევა დაზღვეულ იქნას ზოგიერთი აქტივი (ხორბალი, ლითონი და სხვა) ფასების მკვეთრი ცვლილებისაგან, რამდენადაც შესაძლებლობას იძლევიან შეძენილი იქნან ისინი ადრე შეთანხმებული ფასებით. ისინი წარმოადგენენ ფასიან ქაღალდებს და მიმოიქცევიან საფონდო ბაზრებზე.

ფორვარდული კონტრაქტი (Forward Contract), როგორც მისი შედარებით გავრცელებული ნაირსახეობა – ფიუჩერსი, წარმოადგენს შეთანხმებას საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვა-გაყიდვის შესახებ მომავალში მიწოდებისა და ანგარიშსწორების პირობით. კონტრაქტი სტანდარტიზებულია საქონლის რაოდენობისა და ხარისხის მიხედვით. კონტრაქტის თანახმად, გამყიდველი ვალდებულია მიაწოდოს განსაზღვრულ ადგილსა და დროს საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტის გარკვეული რაოდენობა; საქონლის მიწოდების შემდეგ მყიდველი ვალდებულია გადაიხადოს კონტრაქტის დადების მომენტში დათქმული ფასი. ზოგიერთი სახის კონტრაქტი არის ფასიანი ქაღალდები, შეიძლება რამდენჯერმე იქნას გაყიდული ბირჟაზე გარკვეული ვადის ფარგლებში (მათი შესრულების მომენტამდე). არსებობენ ისეთი კონტრაქტებიც, რომელთა მიხედვით ვალდებულება შეიძლება შეასრულეს საქონლისა ან ფინანსური ინსტრუმენტის არა უშუალო მიწოდების გზით, არამედ ფიუჩერსული ან ნაღდი ფულის ბაზრების მიხედვით, ფასების სხვაობის მიღებას ან გადახდის გზით. სხვა სიტყვებით, ფორვარდული ან ფიუჩერსული კონტრაქტის მფლობელს უფლება აქვს: ა) იყიდოს ან გაყიდოს საბაზო აქტივი კონტრაქტში მოცემული პირობების მიხედვით ან ბ) მიიღოს შემოსავალი საბაზო აქტივზე ფასების ცვლილების შედეგად.

იმისათვის რომ გარანტირებული იქნას კონტრაქტის შესრულება, აუცილებელია ნაღდი ფულით ან მათი ეკვივალენტებით უზრუნველყოფა ლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების სახით. თანხა, რომელიც საჭიროა ფიუჩერსებით ვაჭრობის განხორციელებისათვის, შეადგენს, როგორც წესი, საქონლის საერთო ღირებულების 8-15%-ს, რაც გათვალისწინებულია კონტრაქტით. ეს სახსრები წარმოადგენენ ვალდებულებების გარანტირებულ უზრუნველყოფას და უკან ბრუნდება კონტრაქტის შესრულებას ან პოზიციის დახურვის შემდეგ. ასე რომ, ვაჭრობის საგანი ასეთი სახის კონტრაქტებში არის ფასი, ხოლო ტერმინები კონტრაქტის „ყიდვა“ ან „გაყიდვა“ არის პირობითი და აღნიშნავს მხოლოდ გამყიდველის ან მყიდველის პოზიციის დაკავებას თავის თავზე შესაბამისი ვალდებულებების აღებით. კონტრაქტის შესრულების ვადის დადგომამდე მისი ნებისმიერი



მონაწილე უფლებამოსილია დადოს გარიგება საპირისპირო ვალდებულებების აღებით, ე.ი. იყიდოს ან გაყიდოს იგივე ოდენობის ეს კონტრაქტები იგივე ვადაში. ორი საპირისპირო კონტრაქტის პირობების თავის თავზე აღება მათ ურთიერთგადაფარავს და ამით მოცემულ მონაწილეს ათავისუფლებს ვალდებულებების შესრულებისაგან.

### **3.6. ოფისი უფლებამოსილი**

ფიუჩერსული ბაზრის ფუნქციონირება და მისი ფინანსური საიმედოობა მიიღწევა კლირინგის გზით, ამ უკანასკნელის ჩარჩოებში ხორციელდება ვაჭრობის მონაწილეთა აღრიცხვა, მონაწილეთა ანგარიშების მდგომარეობაზე კონტროლი და გარანტირებული სახსრების შემოტანა, ვაჭრონაში მონაწილეობის შემდეგ მოგების და წაგების ანგარიშსწორება. ყველა გარიგება ფორმდება საკლირინგო (საანგარიშსწორებო) პალატის მიერ, რომელიც გარიგების მესამე მონაწილე. ამასთან მყიდველი და გამყიდველი თავისუფლებია ურთიერთვალდებულებებისაგან, სამაგიეროდ ყოველი მათგანის წინაშე წარმოიშობა ვალდებულება კლირინგული პალატის მიმართ. პალატა ასრულებს გარანტის როლის იმთათვის, ვინც არ მოახდინა თავისი ვალდებულებების ლიკვიდირება შესრულების ვადისათვის. ასე რომ, კონტრაქტებთან დაკავშირებული ოპერაციების სამართლებრივი საფუძველია კლირინგული პალატის და საფონდო ბირჟების მონაწილეების ერთიმეორესთან დამაკავშირებელი ხელშეკრულებები. მისი ფინანსური საფუძველია ფულადი სახსრები ან მონაწილეების მიერ გირაოს სახით შემოტანილი მათი ექვივალენტები.

### **3.7. აქრის უფლებამოსილი**

ფიუჩერსები არის (Futures Contracts) ფორვარდული კონტრაქტის ერთ-ერთი ფორმა. ფასიანი ქაღალდის ეს სახეობა ძალზე გავრცელებულია საფონდო ბირჟებზე, ხოლო ინფორმაცია მათზე ქვეყნდება სპეციალურ პრესაში. ცხ. 3.1-ში მოტანილია პუბლიკაცია ხორბლის ფიუჩერსულ ფასებზე.

ცხრილში მოტანილი მონაცემები აღნიშნავენ (პირველი სტრიქონის მიხედვით):

გრაფა 1. ფასები პირველ წუთებში 15.09.2007.

ცხრილი 3.1

მონაცემები სოროლის ფიუნქციური კონტრაქტების შესახებ  
(ხუთშაბათი 15 სექტემბერი. 2007 წ.)

(ცენტებში 1 ბუშელზე)

მიწოდების კადა	გახნის ფასი	მაქსიმალური ფასი	მინიმალური ფასი	დახურვის ფასი	ფასების ცვლილება დღეში	მოლიანად		
						მაქსიმალური ფასი	მინიმალური ფასი	კონტრაქტების რიცხვი
09.2005	411,0	416,50	407,00	407,0	-6,25	421,00	272	423
10.2005	427,0	432,25	422,00	423,25	-5,50	432,25	289	47151
03.2007	430,5	436,00	426,50	427,00	-4,75	436,00	323	12 823

გრაფა 2. მაქსიმალური ფასი, რომელიც დაფიქსირდა 15.09.2007.

გრაფა 3. მინიმალური ფასი, რაც დაფიქსირდა 19.09.2005.

გრაფა 4. ფასები უკანასკნელ წუთებში 15.09.2007.

გრაფა 5. როგორ შეიცვალა ფასები ბირჟის დახურვისას მიმდინარე დღეს (ე.ი. დახურვის ფასმა 14.09.2005 შეადგინა 419.25 ცენტი).

გრაფა 6. მაქსიმალური ფასი, რაც დაფიქსირდა კონტრაქტების არსებობის მთელ დროს მოცემულ თვეში.

გრაფა 7. მინიმალური ფასი, რომელიც დაფიქსირდა კონტრაქტების არსებობის მთელ დროს მოცემულ თვეში.

გრაფა 8. ვაჭრობაზე გამოტანილი კონტრაქტების რიცხვი.

გარკვეულწილად ფიუნქრსები არის ფორვარდული კონტრაქტების იდეების განვითარება. საბაზო აქტივის სახეობის მიხედვით ფიუნქრსები იყოფა ფინანსურ (საბაზო აქტივი – საპროცენტო განაკვეთი, ვალუტა, ობლიგაცია, აქცია, საფონდო ინდექსი) და სასაქონლო (საბაზო აქტივი – ხორბალი, ოქრო, ნავთობი და ა.შ.) ფიუნქრსებად.

**ფორვარდული კონტრაქტების შესახებ**

ფორვარდულ კონტრაქტებთან შედარებით ფიუნქრსებს აქვს რიგი თავისებურებები (განმასხვავებელი ნიშნები):

✓ ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები თავიანთი ბუნებით მტკიცე გარიგებებია, ე.ი. თითოეული მათგანის შესრულება საკვალდებულოა, მაგრამ მათი გაფორმების დროს მხარეების მიზნები განსხვავებული შეიძლება იყოს. ფორვარდულ კონტრაქტს უფრო ხშირად დებენ საბაზისო აქტივის რეალურად გაყიდვის ან ყიდვის მიზნით და იგი ფასების შესაძლო შეცვლისგან იცავს როგორც მიმწოდებელს, ისე მყიდველს. მართალია, მხარეები შესაძლოა სუბიექტურად და განსხვავებულად აფასებდნენ ფასების დინამიკას, მაგრამ მათ აერთიანებს, უპირველეს ყოვლისა, განჭვრეტადი სიტუაციის ქონის სურვილი. ფორვარდს უფრო მეტად ახასიათებს ჰეჯირების ბუნება, ფიუჩერს კი – სპეკულაციურობის ელფერი დაჰკრავს, რადგან ხშირად მნიშვნელოვანია არა საბაზისო აქტივის გაყიდვა ან ყიდვა, არამედ მოგების მიღება ფასების შეცვლისაგან.

✓ ფორვარდული კონტრაქტები სპეციფიცირებულია ფიუჩერული კი – სტანარტიზებული. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ნებისმიერ ფორვარდულ კონტრაქტს ადგენენ კონკრეტული კლიენტების სპეციფიკური მოთხოვნილებების შესაბამისად. ამიტომ ფორვარდული კონტრაქტები ძირითადად არასაბირჟო ვაჭრობის ობიექტებია, ფიუჩერებით კი ფიუჩერების ბირჟებზე ვაჭრობენ.

✓ არ არსებობს ფორვარდული კონტრაქტების აუცილებლად შესრულების მტკიცე გარანტიები. თუკი ფასები არსებითად შეიცვლება, მაშინ საქონლის მიმწოდებელმა შეიძლება უარი თქვას მიწოდებაზე მსხვილი საჯარიმო სანქციების დაკისრების საშიშროების არსებობის დროსაც კი. ამგვარად, ეს კონტრაქტები დიდწილად ეყრდნობა კონტრაქტების ურთიერთნდობას, მათ პროფესიულ პატიოსნებასა და გადახდისუნარიანობას.

✓ ფორვარდული კონტრაქტი „მიბმულია“ კონკრეტულ ვადაზე, ფიუჩერული კი – შესრულების თვეზე. ეს იმას ნიშნავს, რომ საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტის მიწოდება მიმწოდებელმა შეიძლება თავისი შეხედულებისამებრ განახორციელოს კონტრაქტში მითითებული თვის ნებისმიერ დღეს.

✓ იმის გამო, რომ ფიუჩერული კონტრაქტებიცა და ოპერაციებში მონაწილეების ოდებობაც, ჩვეულებრივ, დიდი, ამიტომ კონკრეტული გამყიდველები და მყიდველები, როგორც წესი, ერთმანეთზე არ

არიან მიჯაჭვულები. ეს იმას ნიშნავს, რომ როდესაც რომელიმე მიმწოდებელი მზად იქნება კონტრაქტის შესასრულებლად და ამის შესახებ აცნობებს ბირჟის კლირინგულ (საბირჟო) პალატას (რომელიც ფიუჩრების შესრულებას უძღვება), ეს პალატა შემთხვევითი წესით ირჩევს კონტრაქტის შესრულების მომლოდინე რომელიმე მყიდველს და უახლოესი დღეების განმავლობაში საქონლის მოსალოდნელი მიწოდების საქმის კურსში აყენებს მას.

✓ ფორვარდული კონტრაქტებისგან განსხვავებით, რომლებსაც, ჩვეულებრივ, არასაბირჟო ბაზრებზე ყიდიან, ფიუჩრები თავისუფალ მიმოქცევაშია ფიუჩრების ბირჟებზე, ე.ი. არსებობს ამ ფასიანი ქაღალდების მუდმივი ლიკვიდური ბაზარი. ამიტომ აუცილებლობის შემთხვევაში გამყიდველს ყოველთვის შეუძლია საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტების მიწოდების ვალდებულებათა დარეგულირება თავისი ფიუჩრების გამოსყიდვის გზით. ფიუჩრების ბაზრის ფუნქციონირებასა და მის საიმედოობას უზრუნველყოფს საკლირინგო სისტემა, რომლის ფარგლებშიც მიმდინარეობს ვაჭრობის მონაწილეთა აღრიცხვა, მათი ანგარიშების მდგომარეობის და მათ მიერ საგარანტიო სახსრების შეტანის კონტროლი, ვაჭრობაში მონაწილეობიდან მიღებული მოგებისა თუ წაგების სიდიდის გაანგარიშება. ყველა გარიგებას აფორმებს საკლირინგო (საანგარიშსწორებო) პალატა, რომელიც გარიგების მესამე მხარე ხდება. ამით გამყიდველი და მყიდველი თავისუფლდებიან უშუალოდ ერთმანეთის წინაშე ვალდებულებებისგან და თითოეული მათგანი ვალდებული ხდება საკლირინგო პალატის წინაშე. პალატა გარანტის როლს თამაშობს იმათთვის, ვინც თავისი ვალდებულებების ლიკვიდირება ვერ შეძლო მათი შესრულების ვადის მომენტიანთვის, ამგვარად, კონტრაქტებზე ოპერაციების შესრულების სამართლებრივი საფუძველია ხელშეკრულებები, რომლებიც ბაზრის მონაწილეებს საკლირინგო პალატასთან და ბირჟასთან აკავშირებს; მათი ფინანსური საფუძველია მონაწილეების მიერ წინდის სახით შეტანილი ფულადი სახსრები ან მათი ეკვივალენტები.

✓ ფიუჩრების მთავარი განმასხვავებელი ნიშანი ისაა, რომ კონტრაქტებში მითითებული საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების ფასების ცვლილება ყოველდღიურად ხდება მათი

შესრულების მომენტამდე არსებული მთელი პერიოდის განმავლობაში. ეს იმას ნიშნავს, რომ ფულის ნაკადები მუდმივად ტრიალებს გამყიდველებს, მყიდველებსა და საკლირინგო პალატას შორის. ამ მუდმივი ურთიერთგადახდების მთავარი მიზანი ისაა, რომ გარკვეულწილად ალიკვეთოს რაიმე მიზეზით, ვთქვათ, ფასების მკვეთრად შეცვლით, რომელიმე კონტრაქტის მიერ კონტრაქტის დარღვევის ცდუნება. ფიუჩერსებით ვაჭრობა საკმარისად სარისკო საქმიანობაა, ამიტომ მასში უფრო ხშირად ის პარტნიორები მონაწილეობენ, რომლებიც ხანგრძლივად მუშაობენ ერთმანეთს და ენდობიან ერთმანეთს. ფიუჩერსული კონტრაქტები ყველაზე მეტადაა გავრცელებული სოფლის მეურნეობის პროდუქციით, ლითონით, ნავთობპროდუქტებითა და ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობაში.

განვიხილოთ მარტივი მაგალითი ცხრილი 3.1-ის მონაცემებზე დაყრდნობით.

*მაგალითი. მყიდველმა და გამყიდველმა დადეს ვარიგება, 15.09.2005 წ. დახურვის ფასების მიხედვით, საკლირინგო პალატამ გამოაცხადა 19.09.2005 წ. საქონლის მიწოდების შესახებ, რომლის ფასი იქნება ამ დღის დახურვის ფასი. დავეუვათ დახურვის ფასი ირყოლა შემდეგნაირად ბუშელზე):*

*ხუთშაბათი - 15.09.2005 - 4.07.*

*პარასკევი - 16.09.2005 - 4.04.*

*ორშაბათი - 19.09.2005 - 4.14.*

*მაშინ მყიდველის მოქმედება დღეების მიხედვით ასეთი იქნება: 15.09.2005 - ფიუჩერსული კონტრაქტის შესყიდვა ფასით - ბუშელი 4.07 დოლარი.*

*16.09.2005 - გადახდა კლირინგულ პალატაში, რომელიც ეფუძნება გათვლებს - 0.03 დოლარი ბუშელში.*

*17.09.2005 - ფულის მიღება კლირინგული პალატიდან, რომელიც ემყარება გათვლებს - 0,10 დოლარი ბუშელს.*

*დღე - გადახდა ზორბლის მიწოდებაზე ემყარება გათვლებს 4.14 დოლარი ბუშელზე და მიწოდება საქონლის მიღებაზე.*

*გამყიდველის (მიწოდებლის) მოქმედება დღეების მიხედვით:*

*19.09.2005 - ფიუჩერსული კონტრაქტის გაყიდვა ფასით - ბუშელი 4,07 დოლარად.*

*16.09.2005 - ფულის მიღება კლირინგული პალატიდან გათვლებით - 0.03 დოლარი ბუშელში.*

17.09.2005 - გადახდა კლირინგულ პალატაში, რომელიც ემყარება გათვლებს - 0,10 დოლარი ბუშელში.

19.09.2005 - ფულის მიღება მყიდველიდან, რომელიც ემყარება გათვლებს 4,14 დოლარი ბუშელში და საქონლის მიწოდება.

ვევლა გადახდა უნდა შესრულდეს ერთი სამუშაო დღის განმავლობაში. ცხადია, რომ მიუხედავად ფულადი ნაკადების სიმრავლისა, შედეგობრივი გადახდა სრულდება ფიუჩერსულ კონტრაქტში მითითებული ფასით, რომელიც :

მყიდველი -  $0,03 + 0,10 - 4,14 = - 4,07$

გამყიდველი -  $+ 0,03 - 0,14 + 4,14 + 4,7$

როგორც უკვე აღინიშნა, ფიუჩერსებით ჰეჯირებას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს კომპანიისათვის, რომელიც ახდენს ფულადი და სასაქონლო რესურსების მსხვილ ბრუნვებს; მათთვის აუცილებელია არა იმდენად მაქსიმალურად შესაძლო მოგება, რამდენადაც სტაბილურობა და რწმენა, ე.ი. აუცილებელია დაფიქსირდეს მისაღები ფასი მომავალში, დაზღვეული იქნან ისინი ფასების შესაძლო არასასურველი ცვლილებებისაგან. ფიუჩერსული კონტრაქტების გაყიდვის ჰეჯირებით სარგებლობენ მომავალი რეალური საქონლის პოტენციური გამყიდველები (გამყიდველმა, რომელსაც უნდა დააზღვიოს ფასი თავის გასაყიდ საქონელზე, წინასწარ უნდა გაყიდოს ფიუჩერსულ ბაზარზე კონტრაქტების საჭირო რაოდენობა); კონტრაქტის ყიდვის ჰეჯირებით დაინტერესებულნი არიან პოტენციური მყიდველები.

რაც შეეხება სპეკულაციას ფიუჩერსულ ბაზარზე, მისი არსი მდგომარეობს ვაჭრობის მონაწილეთა მისწრაფებაში მიიღონ მოგება ფასების რყევის შედეგად. იძინენ რა კონტრაქტებს, სპეკულანტები საერთოდ არ ვარაუდობენ შეიძინონ ან რეალიზაცია გაუკეთონ საქონელს. მათი მიზანია ბაზრის კონიუქტურას თვალი ადევნონ, გამოიცნონ ფასების მოძრაობა და კონტრაქტის ხელახალი გაყიდვის გზით მიიღონ მოგება.

## ფიუჩერსული ბაზრის მუშაობა

ფიუჩერსული ბაზარი პოსტქვეყნებში აღმოცენდა 1992 წელს ოქტომბერში მოსკოვის სასაქონლო ბირჟაზე. განაკვეთები გაკეთდა წვრილი სპეკულანტებში, ხოლო ფინანსური ინსტრუმენტების სახით

გამოდინდნენ ფიურერსული კონტრაქტები აშშ- დოლარზე. 1994 წლის შუახანებში ფიურერსებით ვაჭრობა დაიწყო რიგ სხვა ბირჟებზეც: მოსკოვის ცენტრალურ საფონდო ბირჟაზე, მოსკოვის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე და ა.შ. მოსკოვის ცენტრალურ საფონდო ბირჟაზე მიმდინარეობს ვაჭრობა სავალუტო ფიურერსებით (კონტრაქტები აშშ-ს დოლარზე და აშშ-ს დოლარის კურსის ინდექსზე). და ფინანსური ფიურერსებით (კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთების მიხედვით, ოქროს სერტიფიკატები და ოქროს სერტიფიკატების წილებით).

ფიურერსული კონტრაქტი აშშ-ს დოლარზე შეიძლება იძლეოდეს მნიშვნელოვან შემოსავალს სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთების სახით სავალუტო სახსრების მიხედვით. მოქმედი საბირჟო კონტრაქტების მიხედვით აშშ-ს დოლარის ფიურერსების შემოსავალმა შეიძლება რამდენჯერმე გადააჭარბოს შემოსავალს, რომელიც შეიძლება მიღებული იქნას სავალუტო დეპოზიტისაგან. ოპერაცია მდგომარეობს შემდეგში: ა) შეისყიდება აშშ-ს დოლარზე ფიურერსული კონტრაქტი გარკვეული ვადის შემდეგ მიწოდებით; ბ) ხდება ხელზე არსებული ვალუტის გაყიდვა, მიღებული მანეთობითი სახსრები განთავსდება უფრო მომგებიანი პირობებით. გ) ვადის დადგომისას მიწოდებული სახსრები კონვერტირდება ვალუტაში. გამოცდილება აჩვენებს, რომ ამ ოპერაციიდან მიღებული შემოსავალი საკმაოდ დიდი შეიძლება იყოს.

ფიურერსებით ვაჭრობაში მონაწილეობის მიღების უფლება აქვთ მხოლოდ საანგარიშსწორებო ფირმებს, რომლებიც საბირჟო პალატის წევრები არიან. დანარჩენი ფიზიკური და იურიდიული პირები უფლებამოსილნი არიან მონაწილეობა მიიღონ ვაჭრობაში მათი კლიენტების სახით. მაგ.: იმისათვის, რომ ტოკიოს ცენტრალურ საფონდო ბირჟაზე ფირმა გახდეს საანგარიშსწორებო, აუცილებელია შექმნილი იქნას ამ ბირჟის აქციები, საბირჟო პალატის აქციები და შეტანილი იქნას საწყისი საგარანტიო შენატანი. კლიენტების მოსაზიდად ბირჟის წარმომადგენლები მიმართავენ რიგ სიახლეებსა და შედავატებს. ასე მაგ.: აღნიშნული ბირჟის მიერ გათვალისწინებულია შესაძლებლობა საწყისი საგარანტიო შენატანი შეტანილი იქნას საბანკო დეპოზიტით და არა ნაღდი ფულით.

### 3.3.3. ოპციონები

ოპციონები საბაზრო ეკონომიკის ერთ-ერთი ყველაზე უფრო გავრცელებული ფინანსური ინსტრუმენტებია. ისინი ერთგვარად ფიქერსების იდეის გაგრძელებაა. თუმცა, ფიქერსული და ფორვარდული კონტრაქტებისგან განსხვავებით ოპციონი არ ითვალისწინებს საბაზრო აქტივების სავალდებულო გაყიდვას ან ყიდვას, რასაც არასასიკეთო პირობებში (მცდარი პროგნოზები, საერთო კონიუქტურის შეცვლა და ა.შ.) შეუძლია პირდაპირ ან არაპირდაპირ დიდად დაზარალოს რომელიმე მხარე. გავიხსენოთ, რომ ფიქერსზე ოპერაციის დროს, საბაზისო აქტივის მიწოდება (ყიდვა) რომც არ იყოს განზრახული, მისი ფასის ცვლილება ყოველდღიურად აისახება მყიდველების დამაკავშირებელ ფულად ნაკადზე. ამიტომ ამ ინსტრუმენტებზე შესრულებული ოპერაციებიდან მიღებული დანაკარგები (შემოსავლები), პრინციპში, შესამჩნევად დიდი შეიძლება იყოს. სულ სხვა ვითარებაა ოპციონებზე შესრულებული ოპერაციების დროს, რომლებიც შესაძლო დანაკარგების სიდიდის შეზღუდვის შესაძლებლობას იძლევიან.

#### **ოპციონის განმარტება**

ოპციონი (Option) – ეს არის ხელშეკრულება, რომელიც ითვალისწინებს წინასწარ დათქმული აქტივების ყიდვას ან გაყიდვას შეთანხმებული მომენტისათვის ფიქსირებული ფასით.

ყველაზე უფრო ზოგადი აზრით, ოპციონი (არჩევანის უფლება) – იმ ორ მხარეს შორის გაფორმებული კონტრაქტია, რომელთაგან ერთ-ერთი გამოიწერს და ყიდის ოპციონს, მეორე კი იძენს მას და ამ გზით-იმის უფლებასაც, რომ ოპციონის პირობებით მოლაპარაკებელი ვადის განმავლობაში:

ა) შესრულოს კონტრაქტი, ე.ი. ან ფიქსირებული ფასით იყიდოს საბაზისო აქტივების გარკვეული რაოდენობა ოპციონის გამომწერი პირისგან (ოპციონი შეებნაზე), ან მიყიდოს იგი მას (ოპციონი გაყიდვაზე);

ბ) უარი თქვას კონტრაქტის შესრულებაზე;

გ) კონტრაქტის შესრულების ვადის ამოწურვამდე სხვა პირს მიჰყიდოს ეს კონტრაქტი.



ოპციონიდან გამომდინარე უფლებების შემქმნ პირს ოპციონის ჰყიდველს ანუ მის მესაკუთრეს უწოდებენ, ხოლო იმ პირს, რომელიც თავის თავზე იღებს შესაბამის ვალდებულებებს – ოპციონის გამყიდველს (ემიტენტს, წამწერს). ყიდვის უფლების მომცემ ოპციონს კოლ-ოპციონს ანუ მყიდველის ოპციონს (call option) უწოდებენ; გაყიდვის უფლების მომცემს – პუტ-ოპციონს ანუ გამყიდველის ოპციონს (put option). ოპციონის მყიდველის მიერ გამყიდველისთვის, ე.ი. ოპციონის გამომწერისთვის გადახდილ თანხას ოპციონის ფასს (option price) უწოდებენ. ეს თანხა უკან არ ბრუნდება იმის მიუხედავად, ისარგებლებს მყიდველი შეძენილი უფლებით თუ არა. ოპციონურ კონტრაქტში მითითებული საბაზისო აქტივის იმ ფასს, რომლითაც აქტივის გაყიდვა (ყიდვა) შეუძლია მის მფლობელს, შესრულების ფასს (exercise ან striking price) უწოდებენ. იმ აქტივს, რომელიც ოპციონს უღვევს საფუძვლად, საბაზისო აქტივს უწოდებენ, ეს შეიძლება იყოს ნებისმიერი აქტივი ან ფინანსური ინსტრუმენტი. ოპციონები უმრავლეს შემთხვევებში სტანდარტიზებულია თავიანთი მახასიათებლების მიხედვით; მაგალითად, საბაზისო აქტივებს ყველაზე ხშირად ყიდიან ლოტებით. აქციების ყიდვა, ჩვეულებრივ, შეიძლება 100 ცალისგან შემდგარი ლოტის (პაკეტის) სახით.

ოპციონის არსებითი პირობებია: ა) აქტივების იდენტიფიკაცია, რომლის შექმნაც (გაყიდვაც) შეიძლება; ბ) შეძენილი (გასაყიდი) აქციების ოდენობა; გ) ფასი, რომლის მიღხედვით უნდა განხორციელდეს გაარიგება (იწოდება შესრულების ფასად); დ) თარიღი, როცა ყიდვის (გაყიდვის) დრო იწურება.

საბაზრო აქტივებად შეიძლება აღებულ იქნა ნებისმიერი საქონელი ან ფინანსური ინსტრუმენტი, ამიტომაც ბაზაზე დამოკიდებულებით, ოპციონის რამოდენიმე სახე არსებობს: კორპორაციული ფასიან ქაღალდებზე, საფონდო ინდექსებზე, სახელმწიფო სავალო ვალდებულებებზე, საფონდო ინდექსებზე საქონელზე, ფიუჩერულ ხელშეკრულებებზე.

აღსანიშნავია, რომ ოპციონის თავისებურების თანახმად, ოპერაციის შედეგად მყიდველი იძენს არა საკუთრივ ფინანსურ ინსტრუმენტებს (აქციებსა თუ ობლიგაციებს) ან საქონელს, არამედ მხოლოდ მათი ყიდვის (გაყიდვის) უფლებას.

მაგალითი. ფირმა „ოპეკას“ 100 აქციის შესყიდვაზე ოფციონი იქნება მოცემული ფირმის 100 აქციაზე კოლ ოფციონი. ოფციონი 100 აქციის გაყიდვაზე იქნება ამავე ფირმის პუტ ოფციონი.

### ფირმის კონტრაქტები

არსებობს ოპციონების კლასიფიკაციის სხვა სახეც. კერძოდ, საბაზისო აქტივის მიწოდების შესრულებიდან გამომდინარე, ოპციონებს ორ ჯგუფად ყოფენ: ფიზიკური მიწოდების მქონე და ნაღდი ანგარიშსწორების მქონე ოპციონები. პირველ შემთხვევაში ოპციონის მფლობელს უფლება აქვს ფიზიკურად მიიღოს საბაზისო აქტივი (კოლ-ოპციონის შემთხვევაში) ან გაყიდოს იგი (პუტ-ოპციონის შემთხვევაში); მეორე შემთხვევაში საუბარია მხოლოდ იმ გადასახდელის მიღებაზე, რომელსაც საბაზისო აქტივის ფასსა და შესრულების ფასს შორის გაჩენილი სხვაობის სახე აქვს. კოლ-ოპციონის შემთხვევაში მისი მფლობელი მხოლოდ მაშინ ისარგებლებს სხვაობის მიღების უფლებით, თუკი საბაზისო აქტივის ფასი გადააჭარბებს შესრულების ფასს; პუტ-ოპციონის შემთხვევაში პირიქით – როცა მიმდინარე ღირებულება ნაკლები აღმოჩნდება შესრულების ფასზე.

შესრულების ვადების თვალსაზრისით მიღებულია ორი ტიპის ოპციონების გამოყოფა: ა) ევროპული, როცა კონტრაქტი საბაზისო აქტივების ფიქსირებული ფასით ყიდვის ან გაყიდვის უფლებას იძლევა მხოლოდ გარკვეულ დღეს (expiration date). და ბ) ამერიკული, რომელიც ყიდვის ან გაყიდვის უფლებას იძლევა ნებისმიერ დღეს თვით კონტრაქტში დათქმული თარიღის დადგომამდე (სწორედ ასეთი ოპციონებია გაბატონებული მსოფლიო პრაქტიკაში).

იმ შემთხვევაში, თუკი ოპციონის გამომწერ პირს აქვს მასში შეთანხმებული საბაზისო აქტივების რაოდენობა, მაშინ ოპციონს დაფარულს (covered) უწოდებენ, ხოლო თუკი ოპციონს ამგვარი უზრუნველყოფა არა აქვს – დაუფარავს (uncovered). დაუფარავი ოპციონის გამომწერა უფრო სარისკოა. რისკის თავიდან აცილება შესაძლებელია კოლ – და პუტ-ოპციონების ერთდროულად გაყიდვისა და ყიდვის გზით.

### მათი მართებულობის უზრუნველყოფის საკითხები

აღსანიშნავია, რომ ოპციონური კონტრაქტები აშკარად სპეკულაციური ხასიათისაა და მათ უშუალო კავშირი არა აქვთ

კონკრეტული ფირმის იმ საქმიანობასთან, რომელიც მისი დაფინანსების წყაროების გადიდებისკენაა მიმართული. ამგვარ ინსტრუმენტებზე შესრულებული ოპერაციებიდან მიღებულ შემოსავალს იღებენ ფასიან ქალაქებზე ოპერაციების შემსრულებელი საბროკერო კომპანიები. ამ ოპერაციებში აშკარაა გამყიდველებისა და მყიდველების ერთიანი სტრატეგია – მოგების მიღებას ყოველი მათგანი ცდილობს აქციების საკურსო ღირებულების შესაძლო შეცვლიდან; მოგებას (სარგებელს) ნახავს ის, ვისი პროგნოზიც უფრო ზუსტია. ამასთან:

- კოლ-ოპციონის მფლობელები და პუტ-ოპციონის ემიტენტები ფასების აწევაზე თამაშობენ (სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ისინი ვარაუდობენ, რომ აქტივის საბაზრო ღირებულება მომავალში მოიმატებს);

- პუტ-ოპციონის მფლობელები და კოლ-ოპციონის ემიტენტები იმედოვნებენ, რომ ფასები მომავალში დაიკლებს.

განვიხილოთ ამ ოფციონური კონტრაქტების ამგვარი ლოგიკა მაგალითზე.

მაგალითი: კომპანია „ალფა“ შეიძინა სამთვანი კოლ ოფციონი კომპანია „ომეგასაგან“ 100 აქციაზე შესრულების ფასით  $P_c = 50$  მან. აქციების ფასი ოფციონის გამოწერის მომენტში ასევე უტოლდებოდა 50 მანს. კონტრაქტის ფასი იყო 4 მან აქციაზე. ცხადია, რომ მყიდველისათვის, უკიდურეს შემთხვევაში ზარალი რომ არ მიეღო აუცილებელი იყო იმ დროში, რომელ დროშიც მოქმედებს კონტრაქტი, აქციების ფასი გაიზარდოს მინიმუმ 4 მან-მდე.  $(400 \text{ მან} : 100)$ . თუ კი ფასი გაიზარდება 55 მან-მდე. მყიდველის შემოსავალი შეადგენს  $(55-50) 100 = 100$  მან.

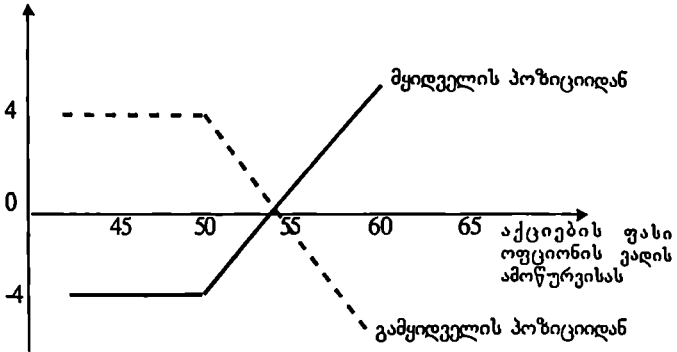
თუ კი საკურსო ფასი შეადგენს მოცემულ ინტერვალში (50-54) სიდიდეს, ოფციონის შესყიდვა მთლიანად კომპანია „ალფას“ ზარალს მოუტანს. ამ შემთხვევაში ოპტიმალური გადაწყვეტილებაა აქციების ყიდვა იმისათვის, რომ შემცირდეს ზარალი. ასე მაგ. თუ კი საკურსო ფასი იქნება 52,5 მან მაშინ ზარალი შეადგენს.

$$400 - (52,5 - 50) 100 = 150 \text{ მან.}$$

თუ კი საკურსო ფასი შეადგენს 50 მან, მაშინ კომპანია „ალფა“ არ შეასრულებს კონტრაქტს ე.ი. არ იყიდის აქციებს, ხოლო მისი ზარალი 400 მან. ოფციონისას გადახდილი თანხა იქნება.

თვალსაზრისით მთლიანად გადახდის გრაფიკი. ნახ. 3.3. მოტანილი გრაფიკი საშუალებას იძლევა გააკეთდეს დასკვნები

შემოსავალი



ნახ. 3.3. გადახდების ბრავიჟი კოლ ოფიონისათვის

ოფციონის მყიდველების და გამყიდველების შემოსავლებისა და დანაკარგების შესახებ, ასევე მყიდველის ქმედებების ვარიანტების შესახებ.

მყიდველის პოზიციებიდან:

- სასურველი ტენდენცია მყიდველისათვის არის საბაზო აქტივის საკურსო ფასის ზრდა  $P \uparrow$  რაც გამოიწვევს ამ პოტენციური შემოსავლის შეზღუდვას.

- მყიდველის ზარალი შეზღუდულია 4 ლარი თანხის ქვევით, აქციაზე ნაკლები ზარისხით. მის პოტენციურ შემოსავალთან შედარებით. იგი განისაზღვრება საკურსო ფასის შემცირებით.

- ოფციონის მფლობელის ქმედება ასეთია:

თუ კი მაშინ ოფციონი არ შესრულდება, ამასთან ზარალი მაქსიმალური და ტოლია 4 ლარისა (ერთ აქციაზე გათვლით).

თუ კი მაშინ ოფციონი შესრულდება, ამასთან ოფციონის მფლობელი განიცდის ზარალს, რომლის სიდიდე მით ნაკლებია, რაც უფრო ახლოსა საკურსო ფასი შესრულების ფასთან.

თუ კი მაშინ ოფციონი შესრულდება, ამასთან, ოფციონის მფლობელი დეფულტს შემოსავალს ოპერაციიდან, რომლის სიდიდე პირდაპირ პროპორციულია საბაზო აქტივის საკურსო ღირებულებასთან მიმართებაში.

გამყიდველის პოზიციებიდან:

- გამყიდველის პოტენციური შემოსავალი შეზღუდულია ზემოდან 4 ლარი თანხით, აქციაზე და დაფიქსირდება იმ შემთხვევაში, თუ კი საბაზო აქტივის ფასი ოფციონის ამოწურვის მომენტში არ აჭარბებს 50 ლარს;

• თუ კი ფასი გაიზრდება 54 ლარამდე, გამყიდველი განიცდის ზარალს, რომლის სიდიდეთ ფასის ზრდის პირდაპირ პროპორციულია. ამასთან ზარალის სიდიდე თეორიულად შეზღუდული არ არის ქვევით (თუ ოპერაცია ჰეჯირებული არ არის).

• გამყიდველის ქმედება იძულებითი ხასიათისაა და მთლიანად განისაზღვრება მყიდველის ქმედებით, ე.ი. მყიდველისაგან განსხვავებით, გამყიდველის როლი ოფციონის გაყიდვის შემდეგ პასიურია.

მაგალითი. ინვესტორმა შეიძინა პუტ ოფციონი 100 აქციაზე კომპანია „ალფასაგან“. შესრულების ფასით – 60 დოლარი. ოფციონის ვადაა 3 თვე. კონტრაქტის ფასი შეადგენს აქციაზე 7 დოლარს, აქციების ფასი ოფციონის გამოწერას მომენტში არის 62 დოლარი.

ყიდულობს რა კონტრაქტს, ინვესტორი ორიენტირებულია აქციების ფასის დაწევაზე მომავალში, თუ კი ოფციონის ვალის ამოწურვის მომენტში ფასი 50\$-ის ტოლი იქნება, მაშინ ოფციონი გამოყენებული იქნება, ხოლო ინვესტორის შემოსავალი შეადგენს.

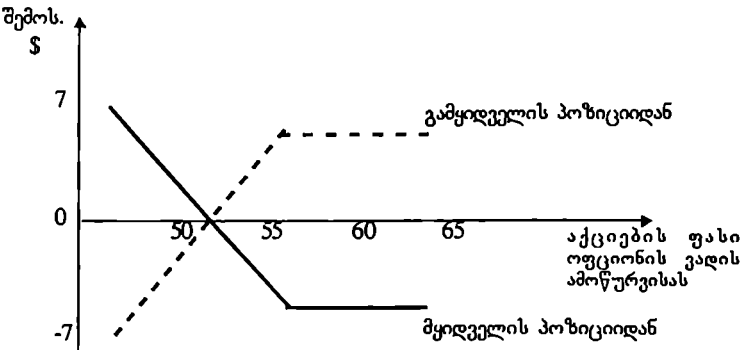
$$(60-50) \cdot 100 - 7 \cdot 100 = 300 \$$$

იმისათვის, რომ ინვესტორმა ზარალი არ ნახოს, აქციების ფასი ოფციონის ვადის ამოწურვისას არ უნდა იყოს 53\$-ზე მეტი.

ოფციონის მყიდველის და გამყიდველის შემოსავლის და ზარალების ცვლილება შეიძლება წარმოვადგინოთ გრაფიკულად შემდეგნაირად. ნახ. 3.4

ასე რომ, პუტ ოფციონის მფლობელის მოქმედება ასეთია:

• თუ კი  $P_m > 60$ , ოფციონი არ გამოიყენება. ამასთან ზარალი ტოლია 7-ს, (1 აქციაზე გათვლით).



ნახ. 3.4. გადახდების გრაფიკი პუტ ოფციონისათვის

• თუ  $KI < Pm < 60$ , ოფციონი შესრულდება ამასთან. ოფციონის მფლობელი რჩება ზარალში, რომლის სიდიდე მით ნაკლებია, რაც უფრო ახლოსაა საკურსო ფასი შესრულების ფასთან.

• თუ  $KI > Pm < 53$ , მაშინ ოფციონი შესრულდება, ამასთან ოფციონის მფლობელი მიიღებს ოფციონისაგან შემოსავალს, რომლის სიდიდე საბაზო აქტივის საკურსო ფასის შემცირების პირდაპირპროპორციული იქნება.

მოტანილი გრაფიკებიდან ჩანს, რომ პრინციპული განსხვავება ოფციონის ორ ტიპს შორის არ არის. ორივე შემთხვევაში მყიდველის პოტენციური შემოსავლები შეიძლება გაცილებით მეტი იყოს, მაშინ როცა მისი პოტენციური ხარჯები შეზღუდულია და არ უნდა აჭარბოს მის ფაქტიურ სიდიდეს, რომელსაც შეგნებულად იხდის ინვესტორი ოფციონის შეძენის მომენტში. ეს ხარჯები თავიანთი არსით წარმოადგენენ გადასახადს რისკისათვის, რაც თან ახლავს ინვესტორის მოლოდინს საბაზო აქტივის ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებით. ყველა სხვაობა ოფციონების მიხედვით განისაზღვრება მხოლოდ საბაზო აქტივზე ფასების ცვლილებით. კულ ოფციონის შემთხვევაში ინვესტორი ელოდება მათ გაზრდას, ხოლო პულ ოფციონის შემთხვევაში – მათ შემცირებას.

მოყვანილი მაგალითებიდან ჩანს, რომ შესაძლო შემოსავლების პოზიციებიდან ოფციონების მფლობელები იყოფიან სამ ჯგუფად; ესენია: მოგებულები, მოგების გარეშე დარჩენილები და წაგებულები. ანალოგიურად, ყოველი სამი შესაძლო სიტუაციიდან თვითოეული ხასიათდება საბაზრო აქტივის შესრულების ფასსა და მიმდინარე ფასს შორის ურთიერთდამოკიდებულებით. კერძოდ, კოლ ოფციონისათვის ამ დამოკიდებულებას ასეთი სახე აქვს:

•  $Pm > Pe$  – ეს ნიშნავს, რომ კოლ-ოფციონი მომგებიანია (სინონიმი: „ფულში“ – „in-the-money“) ე.ი. შესრულება (ოფციონის) მის მფლობელს მოგებას მოუტანს;

•  $Pm = Pe$  – ამ შემთხვევაში კოლ ოფციონი არის მოგების გარეშე, (სინონიმი – „при деньгах“ – „at-the-money“);

•  $Pm < Pe$  – ამ დროს კოლ-ოფციონი წამგებიანია (სინონიმი – უფულოდ – „out-of-the-money“) ე.ი. ოფციონის შესრულება მის მფლობელს მხოლოდ ზარალს მოუტანს.

ანალოგიური სიტუაცია ადვილი დასადგენია პოტ-ოფციონის შემთხვევაში.

უნდა აღინიშნოს, რომ მოტანილი დასახელებები სავალდებულო არაა აღქმული იქნას პირდაპირი მნიშვნელობით, რამდენადაც, მკაცრი მსჯელობით, აქ გათვალისწინებული უნდა ყოფილიყო დანახარჯები, რაც ოფციონის მფლობელმა გაიღო მისი შესყიდვის დროს.

როგორც მოტანილ მსჯელობებში და მაგალითებშია მითითებული, ოფციონთან დაკავშირებული ოპერაცია სარიკსოა, ოფციონური კონტრაქტების პორტფელის შექმნის გზით შესაძლებელი ხდება დანაკარგების რისკის არსებითად შემცირება. დაუშვათ, რომ ინვესტორი ელოდება, რომ ფასები „ალფა-ს“ ფირმის აქციებზე ახლო თვეებში საკმაოდ არამყარი იქნება. ამავე დროს ინვესტორს არ შეუძლია განსაზღვროს, რა მიმართულებით – შემცირების თუ გადიდების – შეიცვლება ფასები. ამიტომ იგი მიმართავს ე.წ. კონსტრუირებულ კომბინაციას, რომლის არსი წარმოდგენილი რიცხვით მაგალითზე. მაგალითი. დაუშვათ, რომ შესაძლებელია ვიყილოთ ფირმა „ალფა“-ს „კოლ“ და „პოტ“ ოფციონები ერთ და იგივე ფასად –  $Pe = 50\$$ . ერთი და იგივე ამოწურვის ვადით; ყოველი ოფციონის ფასი ერთი და იგივეა და შეადგენს 4\$. ასევე ავლნიშნავთ, რომ საბაზრო ფასის კოტირებული მნიშვნელობა ოფციონის შესრულების მომენტში ტოლია 12\$-სა. (50-2.4) და 58\$-ს. (50+2.4). მხედველობაშია მისაღები, რომ საბაზრო ფასზე გადასვლისას ეს მნიშვნელობები ინვესტორის ზარალის (შემოსავლის) ნებისმიერ შემთხვევაში იცვლება შემოსავლით (ზარალით). განვიხილოთ შესაძლო სიტუაციები ოფციონების ვადის ამოწურვის დროს ასეთი კომბინაციის შემთხვევაში:

1) აქციის ფასი დაეცა 40\$-მდე. ამ შემთხვევაში კოლ ოფციონის შესრულება მომგებიანი ვერ იქნება, სამაგიეროდ პოტ ოფციონის შესრულება მოიტანს შემოსავალს კომბინაციების კონსტრუირებისას თანხით (აქციაზე).

$$50 - 40 - 8 = 2 \$.$$

2) აქციების ფასი დაეცა 42\$-მდე. შექმნილი სიტუაცია წინა სიტუაციის ანალოგიურია. პუტ ოფციონის შესრულება მომგებიანია, ოღონდ მიღებული შემოსავალი საკმარისია მხოლოდ კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეული ზარჯების დასაფარავად.

$$50 - 42 - 8 = 0.$$

3) აქციების ფასი დაეცა 45\$-მდე ამ შემთხვევაში პუტ ოფციონის

შესრულება მოიტანს შემოსავალს, რაც საკმარისი არ იქნება კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეული ხარჯების დასაფარავად.  
 $50 - 45 - 8 = - 3 \text{ \$}$ .

4) აქციის ფასი ზუსტად დაემთხვა შესრულების ფასს. ამ შემთხვევაში არც ერთი ოფციონი გამოყენების შემთხვევაში შემოსავალს არ მოიტანს, ე.ი. ინვესტორი განიცდის ზარალს, რომელიც კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეული ხარჯების ტოლია. ეს არის ზარალის მაქსიმალური სიდიდე, რომელიც შეიძლება მიიღოს ინვესტორმა, რარიგადაც არ უნდა შეიცვალოს ფასები საბაზრო აქტივებზე.

5) აქციის ფასმა შეადგინა 54 დოლარი. ამ შემთხვევაში პუტ-ოფციონის გამოყენება მოგებინანი არაა, სამაგიეროდ კოლ ოფციონმა შეიძლება მოიტანოს შემოსავალი, რომელიც ნაწილობრივ ანაზღაურებს კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეულ ხარჯებს.  
 $54 - 50 - 8 = - 4 \text{ \$}$ .

6) აქციის ფასმა შეადგინა 58 \$. სიტუაცია ანალოგიურია მე-2 სიტუაციის, იმ განსხვავებით რომ კოლ ოფციონის შესრულება მოიტანს შემოსავალს, რომელიც კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეულ ყველა ხარჯს დაფარავს.  
 $58 - 50 - 8 = 0 \text{ \$}$ .

7) აქციის ფასმა შეადგინა 60 \$ სიტუაცია 1 სიტუაციის ანალოგიურია მხოლოდ იმ განსხვავებით, რომ კოლ ოფციონის გამოყენება არა მარტო შემოსავალს მოიტანს, რომელიც დაფარავს კომბინაციათა კონსტრუირებაზე გაწეულ ხარჯებს, არამედ მოგებას მოუტანს ინვესტორს.  
 $60 - 50 - 8 = 2 \text{ \$}$ .

8) რაც უფრო შესაძნელება გადახრა აქტივების ფასსა ოფციონის დაფარვის მომენტში და შესრულების ფასს შორის (სიტუაცია 1 და 7), მით უფრო შემოსავალს მიიღებს ოფციონის მფლობელი.

ეს ბოლო დასკვნა მნიშვნელოვანია, რამდენადაც თუ კი ინვესტორის მოლოდინი გამართლდა, ე.ი. აქციის ფასი მნიშვნელოვნად შეიცვალა, მაშინ იგი მიიღებს შემოსავალს იმისგან დამოუკიდებლად, თუ რომელ მხარეს მოხდება ფასების ცვლილება.

განხილული კომბინაციით, რომელიც სტრელაჟის ან სტრედლის (Straddle) სახელწოდებითაა ცნობილი, ცხადია, არ ამოიწურება ყველა მისი მრავალფეროვნება. ცნობილია კომბინაციები, რომლის საფუძველია კოლო და პოტ ოფციონები, შესრულების სხვადასხვა



ფასით, შესრულების ვადით, საბაზისო აქტივებთან შერწყმით და ა.შ. შესაბამისი მაგალითები შეიძლება იყოს როგორც ნათარგმნ ლიტერატურაში, ასევე სამამულო სპეციალისტების მონოგრაფიებში (იხ. Буренин, 1996). რაც შეეხება საკუთრივ მაგალითს, ჩვენი იგი მოვიტანეთ იმიტომ რათა გვეჩვენებინა, რომ ოფციონების მეშვეობით ინვესტორებს და საეკულანტებს შეუძლიათ გადაწყვიტონ როგორც ჰეჯირების, ასევე შემოსავლის გენერირების ამოცანები.

ოფციონი ეს არის საბაზრო ინსტრუმენტი, ამიტომ მისი ფასი ასევე ყალიბდება საბაზრო მექანიზმის მოქმედების შედეგად. მით უმეტეს მისი ფორმირების ლოგიკა შეიძლება აღწერილი იქნას შემდეგნაირად:

თავისუფალი ნებისმიერი მცირე დროის ინტერვალის მქონე ოფციონი წარმოადგენს ფასეულობას მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კი მისი შესრულება შეიძლება ნებისმიერ მომენტში, რომელიც ამ ინტერვალის ჩარჩოებში მოთავსდება, და მოიტანს შემოსავალს. ამ შემოსავლის სიდიდე ტოლია საბაზო აქტივის მიმდინარე ფასსა (Pm) და შესრულების ფასს შორის სხვაობისა. ამ სხვაობას ეწოდება ოფციონის თეორიული ან შიდა ღირებულება (Vt). ოფციონის საბაზრო ფასი (P0) ჩვეულებრივ აღემატება მის შიდა ღირებულებას რამდენადმე, გარკვეული სიდიდით, რომელსაც ოფციონის დროითი ღირებულება ქვია (Pr). ოფციონის დროითი ღირებულებას წარმოქმნის აზრი ცხადია: ოფციონს ურთიერთობა აქვს მომავალთან, ანუ მოლოდინთან, რომ ოფციონის ბუნებისათვის დამახასიათებელი საბაზო აქტივის ფასების შემცირების ან გადიდების ტენდენცია შენარჩუნდება მომავალში. დროებითი ღირებულება არის მოგების შესაძლებლობა ფასების შემდგომი ცვლილების პირობებში ავლნიშნავთ, რომ დასავლეთის და სამამულო ლიტერატურაში ზოგჯერ გამოიყენება ტერმინი „პრემია“. რომლის ქვეშ მოიაზრება ან თვითონ ოფციონის ფასი, ან მისი დროითი ღირებულება (იხ. Буренин. 1996. გვ. 120. Бригхем, Ганенский. ტ. I. გვ. 144). მეორე ვარიანტი უფრო დასაბუთებულია, რომლის შესახებაც მითითებულია უ. შარპის და ალექსანდრია ფუნდამენტურ შრომაში (გვ. 534). სწორედ ამ მოსაზრებით გაიგება ტერმინი „პრემია“ წიგნის ამ განყოფილებაში.

დაწვრილებით განვიხილოთ მანც რატომ ყალიბდება პრემია ანუ ინვესტორის სურვილი გადაიხადოს უფრო მეტი, ვიდრე ოფციონის

შიდა ღირებულებაა. საქმე იმაშია, რომ თუ კი მისი მოლოდინი დადასტურდა, მაშინ ოპერაციის შემოსავლიანობამ ოფციონის შეძენის თვალსაზრისით არსებითად შეიძლება ააჭარბოს საკუთარი საბაზისო აქტივის ოპერაციის შემოსავლიანობას.

სინამდვილეში, დაეუშვათ, რომ კოლ ოფციონის შესრულების ფასი, რომელიც ნაყიდა 5 დოლარად, ტოლია 80\$-სა, რაც დაემთხვა საბაზო აქტივის საბაზრო ფასს. ვთქვათ ოფციონის შესრულების მომენტში საბაზო აქტივი ფასი გაიზარდა ერთნახევარჯერ, ე.ი. 120\$-მდე.

ამ შემთხვევაში ოფციონის მფლობელს ექნება შემოსავალი 35\$-ის ოდენობით (40-5); ხოლო ოპერაციის ფასი შეადგენს 700%  $35/5 \cdot 100$ , თუ კი დროითი ოფციონის ინვესტორმა განიზარაზა უშუალო საბაზო აქტივის ოპერირება (აქტივის მომდევნო გაყიდვის შეძენა), მაშინ ოპერაციის შემოსავლიანობა იქნებოდა მხოლოდ 50%  $40/80 \cdot 100$ . სწორედ ასეთი ზემოქმედების მიღების შესაძლებლობა არის საფუძველი იმისა, რომ გადახდილი ყოფილიყო პრემია, როგორც ოფციონის მიმდინარე ფასის გადამტება მის შიდა ღირებულებაზე. აქედან გასაგებია, თუ რატომაა ოფციონთან დაკავშირებული ოპერაციები პოპულარული საქეულანტებს შორის და რითაა გამოწვეული ამ ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრის წარმოშობა.

ასე რომ, ყველა ზემოთ აღნიშნული მაჩვენებელი ერთიმეორესთან დაკავშირებულია შემდეგი დამოკიდებულებით.

$$P_0 = V_1 + P_r = /P_m - P_e / + P_r$$

შენიშვნა:

1. ფორმულაში გამოყენებულია მოდულის ნიშანი (აბსოლუტური სიდიდე) რათა გავრცელდეს იგი როგორც კოლ-ოფციონზე, ასევე პუტ-ოფციონზე.

2. კოლ ოფციონისათვის: თუ კი  $P_m < P_e$ , მაშინ  $V_1 = 0$ .

3. პოტ ოფციონისათვის: თუ კი  $P_m > P_e$ , მაშინ  $V_1 = 0$ .

მოცემული ფორმულის ნებისმიერი შესაკრების მნიშვნელობა ტოლია, როგორც საერთოდ ოფციონის ფასი და შეიძლება არსებითად ვარირებდეს, რასაც ადგილი აქვს პირველ რიგში აქციებთან მიმართებაში, რომელთაც ახასიათებს მოსალოდნელი ფასის ვარიაციის დიდი შესაძლებლობის მქონე აქციებს (ასეთ სიტუაციას ადგილი აქვს ჩვეულებრივ, დინამურად განვითარებულ კომპანიებში).

სირთულეს არ წარმოადგენს ჩამოყალიბდეს რამდენიმე საერთო ტენდენცია აღწერილი მაჩვენებლების დინამიკაში, კერძოდ:

- რაც უფრო ხანგრძლივია ოფციონის ვადა, მით უფრო მაღალია მისი ფასი და პრემია, რამდენადაც საბაზისო აქტივის ფასის მოსალოდნელი ცვლილების სიდიდე უფრო განუსაზღვრელია.

- არამდგრადი აქციების ოფციონები გაცილებით ძვირია, ვიდრე სტაბილური აქციებისა, რამდენადაც რაც უფრო მცირეა ფასების მოსალოდნელი ცვლილება, მით ნაკლებია შემოსავლის მიღების შესაძლებლობა და მით დაბალია ოფციონის ფასი.

- კოლ ოფციონისათვის დამახასიათებელია: რაც უფრო აღემატება მიმდინარე საბაზრო ფასი შესრულების ფასს, მით მაღალია ოფციონის ფასი და მით ნაკლებია პრემიის მნიშვნელობა. სხვა სიტყვებით, Pm-სა და Pe-ს შორის გადახრის ზრდასთან ერთად პრემიის წილი ფასში მცირდება ე.ი. ოფციონის ფასი სულ უფრო უახლოვდება, მის შიდა ღირებულებას. ამის ახსნა ადვილია: ეფექტიანი ბაზრის პირობებში ფასების უსაზღვრო ზრდა შეუძლებელია, ამიტომ მორიგი ზრდის ალბათობა და სიდიდე სულ უფრო მცირდება.

- პუტ ოფციონისათვის დამახასიათებელია შებრუნებული სიტუაცია: რაც უფრო მეტად მცირდება საბაზისო აქტივის ფასი, და გადაიხრება შესრულების ფასისაგან, მით უფრო ნაკლებია პრემიის წილი ოფციონის ფასში.

თვალსაჩინოებისათვის შეიძლება გრაფიკზე ვუჩვენოთ, სხვადასხვა პარამეტრების ცვლილებისას თუ რამდენად იცვლება კოლ ოფციონის ღირებულებითი მაჩვენებლები 50\$ შესრულების ფასის შემთხვევაში. (ცხრილი 3.2 და ნახ. 3.5.).

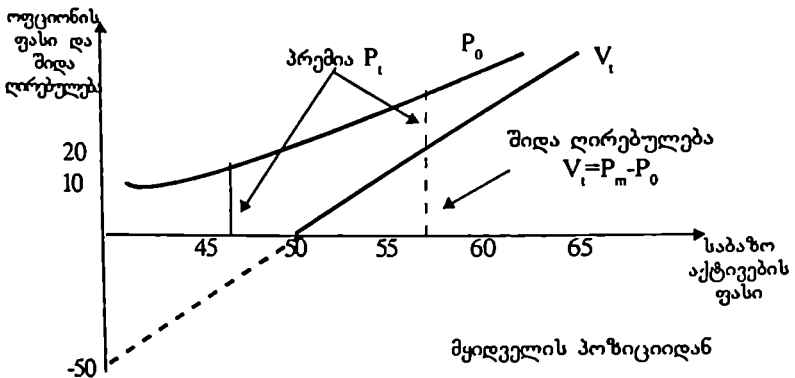
გრაფიკიდან ჩანს, რომ რამდენადაც კოლ ოფციონის გამოწერის მომენტში საბაზისო აქტივის მიმდინარე საბაზრო ფასი ჩვეულებრივ ნაკლები, შესრულების ფასზე, ოფციონის შიდა ღირებულება 0-ის ტოლია, ხოლო მისი მიმდინარე საბაზრო ღირებულება სიდიდის მიხედვით ემთხვევა პრემიას (არ არის გამორიცხული რომ ეს არის უფლებამოსილების მიზეზების ერთერთი შედარებით საფუძვლიანი ახსნა რაც უკავშირდება ტერმინების – „პრემია“ და

ოფციონის ძირითადი ღირებულებითი მახასიათებლების პარიამბია

საბაზისო აქტივის მიმდინარე ფასი $P_m$	შესრულების ფასი $P_e$	ოფციონის შიდა ფასი $V_i$	ოფციონის საბაზრო ფასი $P_0$	ოფციონის ღრობითი ღირებულება (პრემია) $V_i$
45	50	0	6	6
50	50	0	6	6
55	50	5	8	3
60	50	10	12	2
65	50	15	16	1

„ოფციონის ფასი“ აღიარებს). სურვილის შემთხვევაში მკითხველს შეუძლია ანალოგიური გრაფიკი ააგოს ასეთ ოფციონისათვის.

ოფციონის საბაზრო ფასის გათვლის პრინციპების უზრუნველსაყოფად ოფციონების ფასწარმოქმნის ფინანსების თეორიის ჩარჩოებში, სადაც ცენტრალურ ადგილს იკავებს ცნობილი ბლეკსკოულოზის მოდელი, (რომლის სახელწოდებაც მისი შემქმნელების გვარებიდან მოდის), ემყარება ჰეჯირების იდეას ურისკო



ნახ. 3.5. კომ ოფციონის ღირებულებითი მახასიათებლების ცვლილების გრაფიკული ილუსტრაცია

პორტფელის აგების გზით, რომელიც შეიცავს ოფციონის და საბაზო აქტივის რიგ კომბინაციებს. ამ მოდელის აღწერას დაწვრილებით შეიძლება გავეცნოთ დასავლეთის და ურჩი სპეციალისტების მონოგრაფიებში.<sup>1</sup>

ოფციონებისადმი ინტერესი ფინანსური მენეჯერების მხრიდან განისაზღვრება რიგი გარემოებების გამო. კერძოდ, ოფციონების იდეის გამოყენებით ფასიანი ქაღალდების ემისიის დროს, ასევე სასწრაფო ბაზრებზე თამაშების შესაძლებლობით დამატებითი შემოსავლების მიღების მიზნით.

ოფციონური ვაჭრობა ფინანსური ოპერაციების შედარებით ახალი სხვაობაა. აშშ-ში ოფციონური საბირჟო ვაჭრობა გაიხსნა 1973 წლის აპრილში. ჩიკაგოს ოფციონების ბირჟაზე (Chicago Board Options Exchange CBOE) შემდგომში მსგავსი ვაჭრობები დაიწყო სხვა უმსხვილესმა საფონდო ბირჟებმა. დღეისათვის აშშ-ში ოფციონური კონტრაქტები იღება 500-ე მეტ აქციაზე.

“კოლ“ და „პუტ“ ოფციონების გვერდით, რომელთაც მოკლევადიანი სპეკულაციური ხასიათი აქვთ, საბირჟო პრაქტიკაში ცნობილია სხვა სპეციალური სახის ოფციონური კონტრაქტები, კერძოდ, კომპანიების აქციების შეღავათიანი ყოდვის უფლება და ვარანტი. მათ დიდი მნიშვნელობა აქვთ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას.

კომპანიის აქციების შეღავათიანად ყიდვის უფლება (ოპციონი აქციაზე) არის სპეციფიკური საფინანსო ინსტრუმენტი, რომლის შემოღება თავიდანვე განაპირობა აქციონერთა ბუნებრივმა სურვილმა, თავიდან აეცილებინათ კონტროლის ხარისხის შესაძლო დაკარგვა და შემოსავლის წილის შეკვეცა დახმარებითი ემისიის დროს ახალი აქციონერების გაჩენის გამო. ამ ფასიან ქაღალდში მითითებულია აქციების ის რაოდენობა (ან აქციების ის ნაწილი), რომლის შექმნაც მისით შეიძლება ფიქსირებული ფასით (ხელმოწერის დასით). ასეთ ოპერაციას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს, კერძოდ, დახურული სააქციო საზოგადოების ღიად გადაკეთებისას. მოქმედი აქციონერებისათვის ხმის უფლების მქონე აქციებისა და იმ ფასიანი

---

<sup>1</sup>Бригхем Ю., Гапенский Финансовый менеджмент. ტ.1. გვ. 148-152.

ქალაქების შექმნის უპირატესი უფლების მინიჭების შესაძლებლობა, რომლებიც ხმის უფლების მქონე აქციებში კონვერტირდება, ღია ხელმოწერით მათი განთავსების შემთხვევაში კანონითაა გათვალისწინებული. აქციების შეღავათიანად ყიდვის უფლებები (როგორც ფასიანი ქალაქები) ბაზარზე დამოუკიდებლად მიმოიქცევა. მათი გამოშვების დროს კომპანია ადგენს რეგისტრაციის დღეს – ამ დღეს დარეგისტრირებული ყველა აქციების მფლობელი იღებს დოკუმენტს „ყიდვის უფლება“, რომლის შესრულება მათ თავიანთი შეხედულებისამებრ შეუძლიათ, ე.ი. შეუძლიათ იყიდონ დამატებითი აქციები, გაყიდონ ან სულაც უგულვებელყონ ისინი. ფინანსური ინსტრუმენტები „ყიდვის უფლება“ ბაზარზე თავისუფალ მიმოქცევაშია. ამასთან, მათი საბაზრო ფასი მნიშვნელოვნად შეიძლება განსხვავდებოდეს თეორიული ღირებულებისაგან. ეს, უპირველეს ყოვლისა, უკავშირდება ინვესტორების მოლოდინებს მოცემული კომპანიის აქციების მიმართ. თუ მოსალოდნელია, რომ აქციების ფასმა შეიძლება აიწიოს. მაშინ მატულობს ყიდვაზე უფლების საბაზრო ფასიც. ემიტენტისათვის ამ ფინანსური ინსტრუმენტის მნიშვნელობა ისაა, რომ კომპანია ააქტიურებს თავისი აქციების ყიდვას. რაც შეეხება პოტენციურ ინვესტორებს, მათ შეიძლება გარკვეული შემოსავალი მიიღონ იმ შემთხვევაში, თუკი მოცემული კომპანიის აქციათა ფასი აიწევს.

### ვარანტი ვაჭარის წინააღმდეგ

ვარანტი პირდაპირი აზრით ნიშნავს რაიმე მოვლენის, მაგალითად, საქონლის ყიდვის ან გაყიდვის, გარანტირებას. საფინანსო მენეჯმენტში ვარანტი ის ფასიანი ქალაქია, რომელიც გარკვეული პერიოდის განმავლობაში ფინანსური ინსტრუმენტების ფიქსირებული თანხის ყიდვის ან გაყიდვის უფლებას იძლევა. ვარანტის ყიდვა სიფრთხილის გამოვლინებაა იმ შემთხვევაში, თუკი ინვესტორი ბოლომდე არაა დარწმუნებული ფასიანი ქალაქების ხარისხში და არ სურს გარისკოს ფულით.

არსებობს სხვადასხვაგვარი ვარანტები. ყველაზე ტიპიურ შემთხვევაში ვარანტის მფლობელი იძენს გარკვეული დროის განმავლობაში აქციების დათქმული რაოდენობის დათქმული ფასით ყიდვის შესაძლებლობას. არსებობს უვადო ვარანტები, რომლებიც

იძლევა გარკვეული ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვის უფლებას ნებისმიერ დროს. ვარანტი არ იძლევა უფლებას პროცენტებსა თუ დივიდენდებზე. არა აქვს ხმის უფლება, დაფარვის ვადა და ღირებულება. მისი გამოშვება შეიძლება იმ სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებთან ერთად, რომელთა მიზიდველობის გაზრდაც სურთ ამ გზით, ან მათგან განცალკავებულად იწყებს მიმოქცევას. ნებისმიერ შემთხვევაში რაღაც დროის გასვლის შემდეგ იგი დამოუკიდებლად იწყებს მიმოქცევას, ვარანტს, როგორც წესი, მსხვილი ფირმები უშვებენ და ისიც – იშვიათად ყიდვის უფლებებისგან განსხვავებით, რომლებსაც შედარებით მოკლე (რამდენიმე თვის) ვადით უშვებენ, ვარანტის მოქმედების ვადა რამდენიმე წელი შეიძლება იყოს. გარდა ამისა, ყიდვის უფლების ემისიის მომენტში დადგენილი ამ ფინანსური ინსტრუმენტის შესრულების (ფიქსირებული) ფასი, ჩვეულებრივ, ნაკლებია აქციის საკურსო ღირებულებაზე, მაშინ, როდესაც ვარანტში მითითებული შესრულების ფასი საკურსო ღირებულებაზე 10-20%-ით მაღალია ხოლმე.

ვარანტებს, ჩვეულებრივ, მოცემული კომპანიის ობლიგაციურ სესხებთან ერთად უშვებენ. ეს უზრუნველყოფს: ა) ობლიგაციური სესხის მიზიდველობას, ე.ი. მისი განთავსების წარმატებას; ბ) საწესდებო კაპიტალის გადიდებას ვარანტების შესრულების შემთხვევაში. მას შემდეგ, რაც ვარანტი ჩამოსცილდება იმ ფინანსურ ინსტრუმენტს, რომელთან ერთადაც (მაგალითად, ობლიგაციასთან) იგი იყო ემიტირებული. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დამოუკიდებლად იწყებს მიმოქცევას. ამ შემთხვევაში მასზე შესრულებულ ოპერაციებს შესაძლებელია ან მოგება მოჰყვეს თან, ან წაგება.

## სვოპები

სვოპები. სვოპი (Swap-გაცვლა) არის ორ სუბიექტს შორის ვალდებულებების ან აქტივების გაცვლაზე შეთანხმება მათი სტრუქტურის გაუმჯობესების, რისკებისა და მომსახურების ხარჯების შემცირების მიზნით. არსებობს სხვადასხვაგვარი სვოპები. მათგან ყველაზე უფრო გავრცელებულია საპროცენტო და სავალუტო სვოპები.

ოპერაციის არსი ადვილად შეგვიძლია გავიგოთ საპროცენტო სვოპების მაგალითზე. საწარმომ, რომელმაც სასესხო სახსრები მოიზიდა, მასზე პროცენტები უნდა გადაიხადოს. დაკრედიტება

სხვადასხვა სქემით შეიძლება მოხდეს, მაგალითად, კრედიტი შეიძლება გასცენ ან ფიქსირებული, ან მცურავი განაკვეთით - ლიბორით<sup>2</sup> ან მასზე „მიბმული“ განაკვეთით. გარდა ამისა, საკრედიტო შეთანხმების პირობები განსხვავებული შეიძლება იყოს, კერძოდ, კლიენტების განსხვავებული გადახდისუნარიანობის გამო. ასეთ პირობებში, როგორც ჩანს, არსებობს ალბუელი კრედიტების მომსახურების საქმეში ორი კლიენტის ძალისხმევის მიზნით.

სვოპების ბაზარმა განვითარება იწყო (1980-იანი წლებიდან. ამას წინ უძღოდა პარალელური კრედიტების გამოყენების პერიოდი, როდესაც ორი მხარე თანხმდებოდა ძირითადი თანხებისა და მათზე დაწესებული საპროცენტო გადასახდელების გაცვლაზე. სწორედ მხარეებს შორის ანგარიშსწორების მექანიზმის გამარტივების მიზნით გამოიგონეს საპროცენტო სვოპად წოდებული ოპერაცია. მისი არსი ისაა, რომ მხარეები ერთმანეთს ურიცხავენ იმ მოლაპარაკებული თანხის მხოლოდ საპროცენტო განაკვეთების სხვაობას, რომელსაც ძირითადი თანხა ეწოდება. ეს თანხა ხელიდან ხელში კი არ გადადის, არამედ მხოლოდ ბაზა პროცენტების გაანგარიშებისთვის. პროცენტებს უფრო ხშირად ნახევარ წელიწადში ერთხელ რიცხავენ და იხდიან, მაგრამ შესაძლებელია სხვა ვარიანტების არსებობაც გაანგარიშებისთვის შესაძლებელია, ასევე, სხვადასხვა მეთოდების გამოყენება.

### სავალუტო სვოპი

სავალუტო სვოპი არის ხელშეკრულება ერთი ვალუტით გამოხატული ნომინალისა და ფიქსირებული პროცენტის მეორით გამოხატულ ნომინალსა და ფიქსირებულ პროცენტზე გაცვლის შეთანხმება, ამასთან, ნომინალების რეალურად გაცვლა შესაძლოა არც ხდებოდეს. ამ ოპერაციებს განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს მაშინ, როცა კომპანია საზღვარგარეთის ახალ ბაზრებს ითვისებს და ახალბედობის გამო შეზღუდული აქვს საზღვარგარეთ კრედიტის აღების შესაძლებლობები. ამ შემთხვევაში იგი ცდილობს მსგავსი პრობლემების მქონე უცხოელი პარტნიორის პოვნას და სწორედ მასთან დებს ხელშეკრულებას სავალუტო სვოპზე.

<sup>2</sup> ლიბორი (LIBOR - London Inter-Bank Offered Rate) მოკლევადიან კრედიტებზე დაწესებული საპროცენტო განაკვეთია, რომელსაც ბანკები იყენებენ ლონდონის დეპოზიტების ბანკთაშორის ბაზარზე. ეს განაკვეთი საპროცენტო განაკვეთების უმნიშვნელოვანესი ორიენტირია სასესხო კაპიტალების საერთაშორისო ბაზარზე.



### 3.3.4. რეპო-ოპერაციები (Repurchase Agreement, REPO)

#### ყველა მხარის მიერ

იგი არის ხელშეკრულება ფასიანი ქაღალდების სესხად აღებაზე ფულადი სახსრების გარანტიით ან ფასიანი ქაღალდების შესაძენი სახსრების სესხად აღებაზე. მას ზოგჯერ ფასიანი ქაღალდების უკან გამოსყიდვის ხელშეკრულებასაც უწოდებენ. ეს ხელშეკრულება ითვალისწინებს მისი მონაწილეების ორ ურთიერთსაპირისპირო ვალდებულებას – გაყიდვის ვალდებულებას და ყიდვის ვალდებულებას. პირდაპირი რეპო-ოპერაცია ითვალისწინებს, რომ ერთი მხარე მეორეს მიჰყიდის ფასიანი ქაღალდების პაკეტს და ვალდებულია წინასწარ დათქმული ფასით უკან შეიძინოს იგი. უკან შესყიდვის ფასი თავდაპირველს აღემატება. ფასთა სხვაობას, რომელიც ოპერაციის შემოსავლიანობას ასახავს, წლიური პროცენტებით გამოსახავენ და რეპო-განაკვეთს უწოდებენ. პირდაპირი რეპო-ოპერაციის დანიშნულებაა საჭირო ფინანსური რესურსების მოზიდვა. უკუ (რეპო) ოპერაცია ითვალისწინებს პაკეტის შექმნას მისი უკანვე გაყიდვის ვალდებულებით; ასეთი ოპერაციის დანიშნულებაა დროებით თავისუფალი ფინანსური რესურსების განთავსება.

ოპერაციის ეკონომიკური არსი აშკარაა: ერთი მხარე იღებს მისთვის სასწრაფოდ საჭირო ფულად რესურსებს, მეორე კი ივსებს ფასიან ქაღალდების დროებით დეფიციტს, თანაც, პროცენტებს იღებს გასესხებულ ფულად რესურსებზე. რეპო-ოპერაციებს ძირითადად სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ასრულებენ და მათ მოკლევადიან ოპერაციებს მიაკუთვნებენ – რამდენიმე დღიდან რამდენიმე თვემდე მსოფლიო პრაქტიკაში ყველაზე უფრო გავრცელებულია 24-საათიანი გარიგებები. ბოლო პერიოდში მეტად პოპულარული გახდა სამხრევი რეპოები, როცა ფასიანი ქაღალდების პაკეტის გამყიდველსა (მსესხებელსა) და მყიდველს (კრედიტორს) შორის იმყოფება შუამავალი, რომლის მოვალეობებიც ხელშეკრულებაშია აღწერილი (როგორც წესი, ესაა მსხვილი ბანკი), ხელშეკრულების მონაწილეები ამ შემთხვევაში თავიანთი ფასიანი ქაღალდებისა და ფულადი სახსრების ანგარიშებს შუამავალ ბანკში ხსნიან. სამხრევი შეფთხმებას უფრო საიმედოდ მიიჩნევენ ჩვეულებრივთან შედარებით. რეპო-ხელშეკრულება, ერთგვარად, საწინდრით გაცემულ კრედიტადაც შეგვიძლია განვიხილოთ.

### 3.4. ფინანსური ინსტრუმენტების როლი ფირმის საინვესტიციო მიზმიდან გამომდინარე მუშაობაში

საფონდო და ვადიანი ბაზრების განვითარებასთან ერთად ფინანსური ინსტრუმენტები სულ უფრო შესამჩნევ როლს თამაშობენ ფართო აზრით გაგებულ საინვესტიციო საქმიანობაში. ამას განაპირობებს ის გარემოება, რომ ფინანსური ინსტრუმენტები და მათზე უშუალოდ მიკუთვნებული ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები არამარტო აშკარა კავშირშია ფაქტიურ და მოსალოდნელ ფულად ნაკადებთან, არამედ მათ საკუთრების უფლების დადგენასა და გადანაწილებაშიც კი იყენებენ. გარდა ამისა, არსებობს ფინანსურ აქტივებზე, ვალდებულებებსა და ინსტრუმენტებზე ოპერაციების შესრულების კიდევ ერთი ასპექტი – მათი გავლენა ფირმის საინვესტიციო მიზმიდან გამომდინარე და მასთან თანამშრომლობის მიზანშეწონილობისა და პერსპექტივების შეფასებაზე. ეს ასპექტი განსაკუთრებით აქტუალური გახდა ბოლო წლებში, როცა გაფართოვდა აქციონერთა წრე<sup>1</sup>, იმატა აქტივებისა და ინსტრუმენტების სახეობებმა, მათზე შესრულებული ოპერაციების მოცულობამ და სირთულემ, ამაღლდა ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების ზედრითი წილი კომპანიების ბალანსებში.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ფინანსურ ინსტრუმენტებზე შესრულებული ნებისმიერი ოპერაცია – ემისია, ყიდვა-გაყიდვა და გაცლა – აუცილებლად ცვლის მის მონაწილეთა ბუღალტრული ბალანსების განყოფილებათა შემადგენლობასა და სტრუქტურას. ამიტომ ამ ოპერაციების გავლენა კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ წარმოდგენაზე სხვადასხვა ასპექტით ვლინდება. ფინანსური აქტივები და ინსტრუმენტები, ერთი მხრივ, ინვესტირებისა და სპეკულირების ობიექტებია, ხოლო, მეორე მხრივ, ნებისმიერი ფინანსური ინსტრუმენტი ისეთი აქტივია, რომელსაც ფირმის ბალანსში ზოგჯერ ძალიან მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს. გარდა ამისა, ზოგიერთი ფინანსური ინსტრუმენტი, მაგალითად, ოპციონი, ფულადი სახსრების, მათი გვიგულანტებისა და სხვა აქტივების მძლავრი გადინების პოტენციალს შეიცავს, რომელიც გარკვეული საბაზრო კონიუნქტურისას შესაძლებელია რეალიზდეს და, სულ ცოტა, ზარალი გამოიწვიოს,

<sup>1</sup> დაჩქარებული დინამიკა განსაკუთრებით ახასიათებს აშშ-ს. მაგალითად, თუ 1940 წ. ქვეყანაში დაახლოებით 4 მლნ. აქციონერი იყო 1962 წ. ამ სიდიდემ 17 მლნ.-ს გადაჭარბა; ამჟამად ამერიკელთა 50%-ზე მეტი აქციების მფლობელია, უმთავრესად – საპაიო და საპენსიო ფონდების მეშვეობით.

რაც ზოგჯერ უაღრესად დიდი ოდენობის შეიძლება იყოს (როგორც XX ს. ბოლო ათწლეულის რუსეთის ფინანსური პირამიდები).

### **ფინანსური პირამიდის დაშლის საფრთხე**

ნებისმიერი ფინანსური აქტივი ბალანსში შესაძლოა, ერთი მხრივ, ნიშნავდეს მიმდინარე (რეგულარული) და კაპიტალიზებული შემოსავლების წყაროს (მაგალითად, გარეშე ემიტენტის იმ აქციებს, რომლებიც ფირმის საკუთრებაშია და მისი ბალანსის აქტივშია ნაჩვენები, შეიძლება დივიდენდის სახის შემოსავლები შემოქონდეს), ხოლო, მეორე, მხრივ, პოტენციურად მოქონდეს ზარალი<sup>1</sup> (მაგალითად, გარეშე ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების ერთბაშად ვარდნის შემთხვევაში, როდესაც მიმდინარე ფასი იმ თვითღირებულების ქვევით ეშვება, რომლებსაც წინათ ამ ქაღალდებს იძენდნენ).

რაც შეეხება ფინანსურ ვალდებულებებს, მაგალითად, ობლიგაციური სესხი ან საბანკო კრედიტის სახის სასესხო კაპიტალის მხრივ მოცულობების მოზიდვა კომპანიის ფინანსური რისკის მომატებას მოსწავლევებს და გარკვეულ გარემოებებში ამან შესაძლებელია გააუარესოს მისი მდგომარეობა კაპიტალის ბაზარზე, გაართულოს კავშირები კონტრაქტებთან.

ფინანსური აქტივების, ინსტრუმენტებისა და ვალდებულებების შესახებ მონაცემები კომპანიების ბალანსშია ასახული, ამიტომ შემთხვევითი არაა, რომ ბოლო წლებში აქტიურად მსჯელობენ საჯარო ანგარიშების გამჭირვალობაზე, ინვესტირების, კრედიტორებისა და კონტრაქტებისათვის მის ხელმისაწვდომობაზე. გამჭირვალობა ნიშნავს, პირველ რიგში, ანგარიშებაში ფირმის ყველა აქტივისა და ვალდებულების სარწმუნოდ და კეთილსინდისიერად წარმოდგენს და მეორეც, ანგარიშებაში იმ მონაცემების არსებობას (ანალიტიკური გაშიფრვის, შენიშვნებისა და განმარტებების ჩათვლით), რომლებიც კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე ობიექტური წარმოდგენის შესაქმნელად. სარწმუნოებისა და კეთილსინდისიერების ცნება, თავის მხრივ, გულისხმობს ანგარიშების ყველა მუხლის კორექტულად შეფასებასაც ანგარიშების საჯაროობა ნიშნავს მის ხელმისაწვდომობას ყველა დაინტერესებული პირობისთვის. გარდა ამისა, შესაძლებელია

<sup>1</sup> ნიშნავს შეგვიძლია მოვიყვანოთ კომპანია და ვალდებულების უმსხვილესი ინტეგრული ტრეიდერი, რომლის აქციების ფასი 2001 წ. ოქტომბერ ნოემბერში 80%-ზე მეტი დაეკარგა. ამან ეს კომპანია გააკოტრა, მის მრავალ კონტრაქტსა და ინვესტორს კი დიდი-დიდი ზარალი გააცდევინა.

ეროვნული სპეციფიკაც ამ ცნების განმარტებაში. ბუღალტრული ანგარიშგების საჯაროობა მოიცავს: 1. ანგარიშგების გადაცემას სტატისტიკის ტერიტორიული ორგანოებისთვის; 2. მის გამოქვეყნებას იმ ყურნალ გაზეთებში, რომლებიც ანგარიშგებით მოსარგებლებს მიუწვდებათ ხელი, ან მათ შორის ამ ანგარიშგების შემცველი ბროშურებისა და ბუკლეტების გავრცელებას.

### ბუღალტრული ანგარიშგების ანგარიშგება

ბუღალტრული ანგარიშგება შეიცავს ფირმის მრავალგვარი სახსრების, კაპიტალისა და ვალდებულებების შესახებ მაჩვენებლებს, მაგრამ გარკვეულ ვითარებაში სწორედ ფინანსურ აქტებსა და ვალდებულებებს აქვთ პირველხარისხოვანი მნიშვნელობა ფირმის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ დასკვნის გამოტანისთვის. ამას მრავალი მიზეზი აქვს, მაგრამ მთავარია ამგვარი მუხლების ღირებულებითი შეფასების ვოლატილობა და ვარიაბელობა. არცერთ სხვა აქტივს არა აქვს ამგვარი თვისებები. ნებისმიერი მატერიალური აქტივის ღირებულებითი შეფასება შესაძლო შეიცვალოს, მაგრამ კრიტიკულად მკვეთრად – არა. სხვა საქმეა ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები მათი შეფასების მიმართ სიტუაცია სწრაფად შეიძლება იცვლებოდეს, თანაც, საქმეს ართულებს კასკადური ეფექტი. გარდა ამისა, ამგვარი ტენდენციების ჩამოყალიბებაში არსებითად წარმოდგენილია სუბიექტივიზმისა და ფსიქოლოგიის ფაქტორები.

საჯარო ანგარიშგებაში მონაცემების გადაცემის პრინციპთან და ტექნიკასთან დაკავშირებული ვითარების მოწესრიგების აუცილებლობას უკვე დიდი ხანია აცნობიერებენ საბუღალტრო და საფინანსო წარმომადგენლები. ამიტომ შემთხვევითი არაა, რომ ფინანსების სამყაროში ყველაზე დიდი გამოხმაურება ჰპოვა სწორედ ფასს-მა (ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებმა). რომლებიც ფინანსური ინსტრუმენტების შეფასებასა და ანგარიშგებაში მათ წარდგენას ეძღვნება, როგორც ჩანს, სწორედ შეფასებაა ყველაზე კრიტიკული იმ უამრავ პრობლემებსა და მათი გადაჭრის ხერხებს შორის, რომლებსაც ფინანსური ინსტრუმენტების, აქტივებისა და ვალდებულებების, იდენტიფიკაციასთან, მათ შეფასებას და ანგარიშგებაში წარმოდგენასთან აქვთ შეხება. საუბარია, კერძოდ, აქტივის თვითღირებულებასა და ე.წ. სამართლიან ღირებულებას შორის არჩევანის გაკეთების შესაძლებლობაზე, მიზანშეწონილობასა და მართლზომიერებაზე.

უპირველეს ყოვლისა, შემოვიღოთ საბაზისო განმარტებები. თვითღირებულება არის იმ რესურსების ხარჯვის ან გასტუმრების ღირებულებითი შეფასება, რომლებსაც საწარმოო იყენებს ან იზიდავს შეფასებულის საწარმოებლად. სამართლიანი ღირებულება არის ობიექტის მახასიათებელი, რომელიც პოტენციურ ან ფაქტიურ გაცვლით ოპერაციებში მის შედარებით მნიშვნელობას განსაზღვრავს გარიგების მონაწილეა სრული ინფორმირებულების, მათი არაანგარიშებულობისა და გადაწყვეტილების მიღების თავისუფლების პირობებში. მას რიცხოვრივად გამოიხატავენ ფულადი სახსრების იმ მინიმალური თანხით, რომელიც აქტივის შესაძენად ან ვალდებულების შესასრულებლად საკმარისი კარგად გათვალისწინებულ, გარიგების ნამდვილად მოსურნე და ერთმანეთისგან დამოუკიდებელ მხარეებს შორის ძალდაუტანებელი გარიგების დადების დროს. გარიგების არსებითი პირობებია: ა) მხარეების დამოუკიდებლობა; ბ) მხარეების გათვითცნობიერება; გ) გარიგების ძალდაუტანებლობა; დ) იმ ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა და საჯაროობა, რომლის საფუძველზეც დებენ გარიგებას.

რომელ შეფასებას უნდა ვიყენებდეთ ანგარიშების შედგენის დროს. ბუღალტრები, ტრადიციულად, უპირატესობას ანიჭებენ თვითღირებულებას როგორც ყველაზე უფრო ობიექტურსა და ვერიფიცირებად შეფასებას. ბაზრის მონაწილეები პირიქით, უფრო მეტად ორიენტაციას იღებენ სამართლიან ღირებულებაზე, რომლის საფუძველია შეფასება მომავლის პოზიციიდან, ე.ი. იმ შემოსავლების პოზიციიდან, რომელთა მიღება შესაფასებელი აქტივის ფლობის წყალობითაა შესაძლებელი.

ბუღალტერიაში საკმაოდ კარგადაა დამუშავებული თვითღირებული გამოთვლის ალგორითმები. რაც შეეხება სამართლიან ღირებულებას, აქ ვითარება გაცილებით უფრო რთულია. ამის მოუხედავად, მაინც არის ცნობილი რეკომენდაციები ცალკეული სახის აქტივებისთვის. კერძოდ, ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების შეფასება რეკომენდირებულია საბაზრო ღირებულებით; აქტიური ბაზრის არარსებობისას უნდა ვისარგებლოთ პროფესიონალი შემფასებლების მომსახურებით. დღეს სწორედ ეს მიდგომა გაბატონებული, რადგან იგი უზრუნველყოფს ყველაზე სარწმუნო წარმოდგენას ფირმის მიმდინარე ფინანსურ მდგომარეობაზე და ობიექტურ დასკვნას გვაკეთებინებს მის საინვესტიციო მიზიდველობასა და (ან) მასთან ბიზნეს-კონტაქტის მიზანშეწონილობაზე.

კითხვები საშინაო დავალებისა და  
გამეორებისათვის

✓ არსებობს თუ არა ურთიერთკავშირი ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდრტების შემუშავებისა და დანერგვის პროცესს და ფინანსურ ინვესტიციებს შორის? თუ კი, მაშინ რა არის მისი არსი?

✓ რა თავისებურებები აქვს ფინანსური ანალიტიკოსისა და საფინანსო ინჟინრის მუშაობას?

✓ რა წარმოშობს ვალდებულებებს? მოიყვანეთ მაგალითები.

✓ დაახასიათეთ ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების სახეები.

✓ აღწერეთ წილობრივ და სავალო ფინანსურ ინსტრუმენტებს შორის არსებული პრინციპული განსხვავებები.

✓ რა ძირითად მიზნებს აღწევენ ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით?

✓ რა პრინციპული განსხვავებაა პირველად და წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს შორის? რაშია წარმოებულობის არსი?

✓ დაახასიათეთ ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტები.

✓ რატომ არ განიხილავენ ოპერაციულ არენდას ფინანსურ ინსტრუმენტად?

✓ ფინანსური აქტივებისა და ინსტრუმენტების როგორ შეფასებებს იცნობთ? რა პრინციპული განსხვავებებია მათ შორის?

✓ როგორ მოქმედებენ ფინანსური ინსტრუმენტები ფინანსური ანგარიშგების გამჭირვალობაზე?

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერუე“, 2007.

კოვზანაძე ი. კომერციული საქართველოს ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, 2002.

Бригхем Ю., Гапенский Финансовый менеджмент. ტ.1. გვ. 148-152.

Бригхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.

Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006.

Bodi Z., Merton R. C. Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. gv.229-260.

Downes J., Coodman J.e. Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron`s Edicational Series, inc. New York. 1995.

Elton E.J., Gruber M.J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

Fridman M.A. Theory of Consumption Function. Printen. 1963. gv.238.

Haugen R. A. Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

Rosenberg Jerry M. Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.

Moissin J. Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec. gv.749-756.

Williams J.B. The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

Van Horne J.C. Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.

# **მართვა თავი. ინვესტიციის ბაზრის არსი და მისი ფუნქციონირების მექანიზმი**

**ზრდის ამ მონაკვეთის დაკითხვით თქვენ შეისწავლით:**

- ინვესტიციის ბაზრის ტარმინების და მნიშვნის შესახებ არსებულ ძირითად დებულებებს;
- ინვესტიციების შარჩვევის კრიტერიუმებს და ინვესტიციურ რისკებს;
- ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურულ ელემენტებს და ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასებს;
- ინტელექტუალური საქონლის ბაზრის გამოყოფის აუცილებლობასა და თავისებურებებს;
- ინვესტიციის ბაზრის ძირითად ფუნქციებს;
- ინვესტიციის ბაზრის სისტემატიზაციას ძირითადი ნიშნების მიხედვით;
- ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეებს და მათ ფუნქციებს.



#### 4.1. საინვესტიციო პროცესი და ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი

საინვესტიციო პროცესი სხვადასხვა ფორმისა და დონის ინვესტიციების მოძრაობად გვევლინება. ნებისმიერი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესის განხორციელება გულისხმობს მთელირიგი პირობების არსებობას, რომელთაგან ძირითადია: ინვესტიციების სფეროს ფუნქციონირებისთვის აუცილებელი რესურსული პოტენციალი; იმგვარი ეკონომიკური სუბიექტების არსებობა, რომელთაც შესწევთ საინვესტიციო პროცესის საჭირო მასშტაბით უზრუნველყოფის უნარი; საინვესტიციო რესურსების საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებად ტრანსფორმაციის მექანიზმი.

საბაზრო მეურნეობაში საინვესტიციო პროცესს ახორციელებენ ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით.

**ინვესტიციის ბაზარი უზრუნველყოფს:**

ინვესტიციის ბაზარი რთული და დინამიკური ეკონომიკური მოვლენაა, რომელსაც ახასიათებს ისეთი ძირითადი ელემენტები, როგორცაა საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება, კონკურენცია, ფასი, საინვესტიციო ინფრასტრუქტურა და ა.შ.

საინვესტიციო პროცესის განხორციელების პირობები საბაზრო ეკონომიკაში იძენენ სპეციფიკურ ფორმებს, რომლებიც ასახავენ ინვესტირების სუბიექტების ურთიერთმოქმედებას საბაზრო ურთიერთობათა სისტემაში, ესენია:

- საკუთრების ფორმების მიხედვით დივერსიფიცირებული ისეთი სტრუქტურის მქონე მნიშვნელოვანი საინვესტიციო კაპიტალის არსებობა, რომელსაც ახასიათებს კერძო საინვესტიციო კაპიტალის სიჭარბე სახელმწიფოს კაპიტალზე;

- საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მრავალფეროვნება საკუთრებისა და ინსტიტუციონური ორგანიზაციის ურთიერთობათა ასპექტით, სახელმწიფოსა და კერძო ინვესტორების ფუნქციების გამიჯვნა საინვესტიციო პროცესში; საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების რეალიზაციის უნარის მქონე საფინანსო შუამავლების განშტოებული ქსელის არსებობა;

- საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტების განვითარებული მრავალსეგმენტიანი ბაზრის არსებობა, რომლებსაც ინვესტიციური საქონლის ფორმა აქვთ;

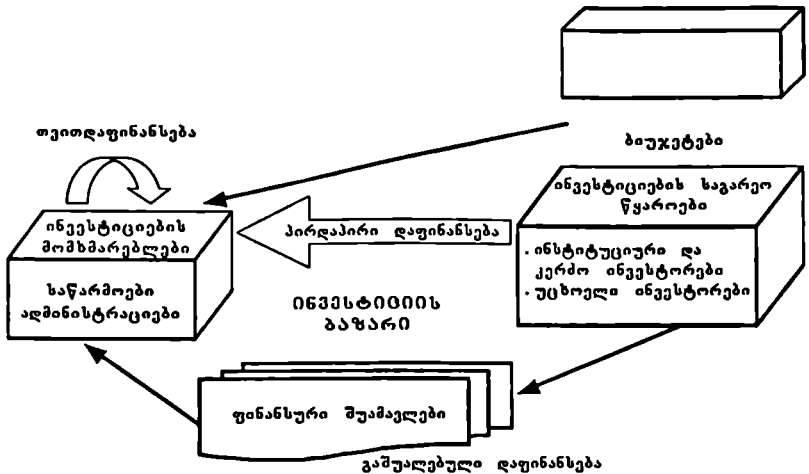
- საინვესტიციო კაპიტალის განაწილება ინვესტირების ობიექტებზე ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმის საშუალებით, ინვესტიციების მიზნადგეულობის შეფასების ეკონომიკური კრიტერიუმების შესაბამისად.

## საინვესტიციო ბაზრის განვითარების უზრუნველყოფის საკონომიკური პოლიტიკის ძირითადი პრინციპები

ეკონომიკურ პუბლიკაციებში ინვესტიციების ბაზრის გაგებისადმი განსხვავებულ მიდგომებს ვხვდებით. ჩვენს ეკონომიკურ ლიტერატურაში, სადაც ბოლო წლებში „ინვესტიციების ბაზრის“, ტერმინი ფართოდ გავრცელებული გახდა, მას ყველაზე უფრო ხშირად განიხილავენ ინვესტიციური საქონლის ბაზრად. თანაც, ზოგიერთი ავტორი „ინვესტიციების“, ცნებას „კაპიტალურ დაბანდებებთან“, აიგივებს, ინვესტიციურ საქონელს კი დაბანდებათა ობიექტების მხოლოდ გარკვეულ სახესხვაობას უწოდებს (ძირითად კაპიტალს, სამშენებლო მასალებსა და სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოებს). სხვები ინვესტიციების ბაზარს უფრო ფართოდ განმარტავენ – როგორც ინვესტირების ყველა ფორმის მქონე ობიექტის ბაზარს. საზღვარგარეთელი ეკონომისტები ინვესტიციების ბაზარს, როგორც წესი, უწოდებენ საფონდო ბაზარს, რადგან განვითარებულ საბაზრო მეურნეობაში ინვესტიციების გაბატონებული ფორმაა ფასიან ქაღალდებში განხორციელებული დაბანდებები.

ყველაზე ზოგადი სახით, ინვესტიციების ბაზარი შეგვიძლია განვიხილოთ საინვესტიციო საქმიანობის იმ სუბიექტების ურთიერთმოქმედების ფორმად, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნისა და საინვესტიციო მიწოდების პერსონიფიცირებას ახდენენ. მას ახასიათებს მოთხოვნის, მიწოდების, ფასების დონის, კონკურენციისა და რეალიზაციის მოცულობების გარკვეული თანაფარდობა.

ინვესტიციების ბაზრის მეშვეობით საბაზრო ეკონომიკაში ხორციელდება ინვესტიციების წრებრუნვა, საინვესტიციო რესურსების გარდაქმნა (საინვესტიციო მოთხოვნა) დაბანდებებად, რომლებიც კაპიტალური ღირებულების მომავალ ზრდას განაპირობებენ (რეალიზებული საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება). ამ დროს ინვესტიციების მოძრაობა ნახ. 4.1-ზე მოყვანილი სქემით ხდება.



ნახ. 4.1. ინვესტიციური პროცესის საბაზრო და არასაბაზრო შიშაღმავალი ნაწილები

**ინვესტიციის ბაზრის სფერო**

ინვესტიციის ბაზარი ანუ, როგორც ზოგჯერ უწოდებენ, კაპიტალის ბაზარი, კვლევის ძალზე რთული და წინააღმდეგობრივი წარმონაქმნია, ეკონომიკურ ურთიერთობათა რთული სისტემაა, სადაც ყალიბდება საინვესტიციო რესურსებზე მოთხოვნა-მიწოდება, სადაც ხორციელდება საინვესტიციო საქონლის ყიდვა-გაყიდვა.

დასავლურ ლიტერატურაში ინვესტიციის ბაზარს უწოდებენ, ერთი მხრივ, ინვესტორებს, ხოლო, მეორე მხრივ, ინვესტორებსა და ინვესტიციების საბოლოო რეციპიენტებს შორის აქტივებით (უპირატესად – ფინანსური აქტივებით) ვაჭრობის ორგანიზაციის სისტემას. ბაზარი აერთიანებს სასესხო კაპიტალის ბაზრებს, საფონდო ბაზრებს, აგრეთვე, ზოგიერთი რეალური აქტივის (მაგალითად, ძვირფასი ლითონებისა და ქვების, ანტიკვარიატის, უძრავი ქონების) ბაზრებს, რომლებიც იყოფა დაბანდებათა ხანგრძლივობის პრინციპებისა და ორგანიზაციის დონის მიხედვით. ინვესტიციის ბაზარს – „Capital Market,“-ს. თავის მხრივ, ამ ტერმინს ხშირად ხმარობენ საკუთრების ბაზრის – „Equity Market,“-ის ცნების

სინონიმად, რომელიც, უპირველეს ყოვლისა, აქციების ბაზარს მოიცავს.

ინვესტიციის ბაზრის, როგორც ფინანსური ბაზრების ნაწილის შესახებ, უფრო კანონიკური წარმოდგენაც არსებობს, სადაც კაპიტალის ბაზარი გამოყოფილია ფულის ბაზრისაგან ფინანსური ინსტრუმენტების არსებობის ხანგრძლივობის საფუძველზე. ამ შემთხვევაში კაპიტალის ბაზრების კატეგორიაში ხვდება გრძელვადიანი კრედიტების და სხვა სავალო ინსტრუმენტების ბაზარი, ფულის ბაზარში კი - მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდები. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში განვითარებულ ბაზრებზე ჩნდება ინვესტიციების დაფინანსების ახალი საბაზრო ინსტრუმენტები: ლიზინგი, სტრატეგიული პარტნიორობა და ალიანსები, ასე რომ, ეს კლასიფიკაცია ამჟამად ამომწურავი არაა.

თანამედროვე ეკონომიკურ თეორიაში კაპიტალს განსაზღვრავენ როგორც მეტი რაოდენობის ეკონომიკური სიმდიდრის წარმოების მიზნით შექმნილ რესურსს. შესაბამისად, კაპიტალის ასე ფართოდ გაგება მოიცავს როგორც ფიზიკურ, ისე ადამიანისეულ კაპიტალს. ასეთი გაგებით, კაპიტალის ბაზარი ანუ ინვესტიციის ბაზარი არის ყველა ბაზარი, მოკლევადიანი სარგებლობის სამომხმარებლო საქონლის ბაზრების გარდა.

ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზარი კაპიტალით (ინვესტიციებით) ვაჭრობის მექანიზმია. შესაბამისად, მას აყალიბებს ბაზრის ძირითადი მონაწილეების (სახელმწიფო, მომხმარებელი საწარმოები, საინვესტიციო და საფინანსო შუამავლები, მოსახლეობა და სხვ.) მოთხოვნა და მიწოდება, აგრეთვე, ბაზრის სუბიექტების იმ ინტერესების შეთანხმების საფუძველზე აგებული მისი საქმიანობის რეგულირების ხერხები, რომლებიც ფორმალური და არაფორმალური ნორმებისა და წესების სისტემის მეშვეობითაა გამოხატული. ინვესტიციის ბაზარი ყალიბდება როგორც ქვესისტემა, რომელიც მოიცავს საკრედიტო და საფონდო ბაზრის ელემენტებსა და სტრუქტურებს, მაგრამ არ ამოიწურება ამით.

წარმოების ფაქტორად განხილული კაპიტალი ზოგად შემთხვევაში ნაკლებადაა დამოკიდებული საზოგადოების ეკონომიკური ორგანიზაციის ტიპზე და მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმითაა განსხვავებული

წარმოების საშუალებებში მანქანებში, მოწყობილობებში, სხვა რეალურ აქტივებში, ე.ი. აქვს ფიზიკური კაპიტალის სახე. მაგრამ საბაზრო ტიპის მეურნეობაში კაპიტალის, როგორც საქონლის, მახასიათებლად გვევლინება მასზე უფლების გარდაქმნის შესაძლებლობა, რაც მისი არსებობის მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმიდან განცალკევებით ხორციელდება.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას საბჭოთა ტიპის ეკონომიკაში განსაზღვრავდნენ წარმოების მოთხოვნილებებით. შესაბამისად, ინვესტიციების (უპირველეს ყოვლისა კაპიტალური დაბანდების ფორმით) შესახებ გადაწყვეტილებებს ასაბუთებდნენ გარკვეული პროდუქციის გამოშვების აუცილებლობით. შეზღუდვებად, პირველ რიგში, გამოდიოდა წარმოების ის მატერიალური ფაქტორები, რომლებსაც მომხმარებლებს შორის ფონდებისა და ლიმიტების სახით ანაწილებდნენ. ამ დროს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების კრიტერიუმებია პროდუქციის მაქსიმუმი რესურსების მინიმუმის დროს. ამასთან, ინვესტიციების ფინანსურ შეფასებებს დაქვემდებარებული მნიშვნელობა ჰქონდა.

#### საბაზრო ეკონომიკაში მოქმედებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შერჩევის პრინციპულად სხვა კრიტერიუმი - იმ ფულადი სახსრების ნაკადის მაქსიმიზაცია, რომლებიც ინვესტიციების შედეგი გახდება. დანახარჯების განხორციელების და შედეგების მიღების დროების ერთმანეთისაგან აცდენა გვარდება ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეშვეობით. მთავარ დაბრკოლებად გვევლინება საინვესტიციო რესურსების არა სიდიდე, არამედ ინვესტიციური რესურსების ღირებულება, რომლისთვისაც საბაზო მარეწველია დისკონტირების განაკვეთი ან კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულება. კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების არსებობა კი დამოკიდებულია კაპიტალის განვითარებული ბაზრის არსებობაზე, რადგანაც მისი არარსებობისას ნებისმიერ შეფასებას ჰიპოთეზის ხასიათი აქვს.

გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესების განხორციელების პოზიციებიდან მთავარი პრობლემები, ჩვენი აზრით, უკავშირდება საინვესტიციო პროცესის საწარმოო და საფინანსო ასპექტების შეთანხმების მექანიზმების უქონლობას. მათგან საწარმოო

ასპექტების მატარებლებია საწარმოები, რომლებიც ინვესტირებაზე მოთხოვნას აყალიბებენ, ხოლო საფინანსო ასპექტები განსაზღვრავს საფინანსო ინსტიტუტების, საინვესტიციო რესურსების მიმწოდებლების და ამ რესურსების აკუმულაციასა და გადანაწილებაში ჩართული მონაწილეების ქცევას. საწარმოო პროცესის მონაწილეთა ქცევას, თავის მხრივ, დიდად განსაზღვრავს მათი არსებობის (აღმოცენების) ისტორია და არასტაბილურობის პირობებში ფუნქციონირების დროს მიღებული გამოცდილება.<sup>1</sup> გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ესეაა ყალიბდება მიზნების, ინტერესებისა და შესაბამისი გადაწყვეტილებების შეთანხმების მექანიზმები და იგი ბევრადაა დამოკიდებული სახელმწიფო რესურსებზე და მათი განაწილების არსებზე. ამრიგად, ინვესტიციის ბაზრად ჩვენ განვიხილავთ კაპიტალის (ინვესტიციების) ძირითად მიმწოდებლებსა და მომხმარებლებს შორის ურთიერთმოქმედებათა ორგანიზაციის იმ სისტემებს, რომლებიც რეალიზდება რესურსების ცენტრალიზებული ადმინისტრაციული განაწილების მექანიზმების რღვევიდან ახალ მექანიზმებზე გადასვლის პირობებში; მათ ახასიათებთ კონკურენტული გარემოს განვითარება და ეკონომიკური სუბიექტების ქცევის მიზნებისა და მოდელების დამოუკიდებლად (შედარებით თავისუფლად) შერჩევა. ინვესტიციის ბაზრის სქემატური გამოსახულება № 4.1 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

აქვე გვინდა ავლნიშნოთ ერთი გარემოება. ზოგიერთი მეცნიერი კვლავწარმოებითი პროცესების განხორციელების საბაზრო სტრუქტურად უფრო ხშირად მიიჩნევს რეგიონის ფინანსურ ბაზარს და გაცილებით ნაკლებ ყურადღებას უთმობს კაპიტალის ბაზრის მეორე მხარეს საფონდო ბაზარს. მოყვანილი მსჯელობებიდან გამომდინარე, ჩვენ რამდენადმე განსხვავებული პოზიცია გვაქვს.

აღვნიშნავთ, რომ საფონდო და საკრედიტო ბაზრების საკმაოდ ხანგრძლივად არსებული დაყოფა მიმოქცევადი ვალდებულებების ტიპის (დაფუძნების პრინციპის) მიხედვით, რომელსაც საფუძვლად უდევს საკუთრებისა და ვალის ურთიერთობები, სულ უფრო პირობითი

---

<sup>1</sup> ეს მოსაზრება ეხმიანება გავრცელებულ ვარაუდს იმის შესახებ, რომ აღმოსავლეთი და ცენტრალური ევროპის და ყოფილი საბჭოთა კავშირის ქვეყნებში ჩატარებული გარდაქმნების განსხვავებული შედეგები, სხვა ფაქტორებთან ერთად, ცენტრალიზებული ეკონომიკის არსებობის ხანგრძლივობასაც უკავშირდება.

ხდება მთელი რიგი პროცესების შედეგად: კრედიტის სეკიურიტიზაცია (ე.ი. კრედიტის გაფორმება ფასიანი ქაღალდების სახით), ფასიანი ქაღალდების სპექტრის გაფართოება, რომლებიც ერთმანეთს უხამებს საკუთრებისა და ვალდებულების ურთიერთობათა ელემენტებს, აგრეთვე, ინვესტიციების დაფინანსების ახალი ფორმების წარმოქმნა. ამ ფორმების გაჩენას, ჩვენი აზრით, ხელს უწყობს საკუთრების უფლებების და მათთან დაკავშირებული რისკის სხვადასხვაგვარად განაწილების შესაძლებლობა<sup>1</sup> მსესხებლებსა და ინვესტორებს შორის. ამა თუ იმ ნიშანთვისების განსხვავებული შეხამება ბადებს განსხვავებულ ჰიბრიდულ ფორმებს, რომელთა ნაწილი უკვე რეალიზებულია, ნაწილი კი პრინციპში შესაძლებელი.

ინვესტიციის ბაზრების საბაზო სტრუქტურის განსაზღვრა მონაწილეების შემადგენლობის და საქმიანობის სფეროებისა და მიმართულებების მიხედვით მათი ფორმირების პროცესების კვლევის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი პირობაა.

ორი, გარეგნულად პოლარული მსჯელობის ფონზე: „ეკონომიკაში არსებულ ბაზრებს შორის ინვესტიციის ბაზრები ყველაზე უფრო რთული და ყველაზე ნაკლებად გასაგები ბაზრებია,“<sup>2</sup> და ამის საპირისპირო, რომ „კაპიტალის ბაზრების აწყობა უფრო იოლად ხორციელდება, ვიდრე ნებისმიერი სხვა ბაზრის შექმნა“,<sup>3</sup> ყალიბდება საერთო აზრი: შედარებით ადვილია შევექმნათ ინვესტიციის ბაზრის ფორმალური ორგანიზაციული სტრუქტურა და ძალიან რთულია მივაღწიოთ (ველოდოთ) ამ ბაზრის ეფექტიანად ფუნქციონირებას.

ბაზრის მონაწილეებსა და ინსტიტუტებზე ცალკეული ფუნქციების შესრულების სტრუქტურული მრავალფეროვნება, მათი განხორციელების ცენტრალიზაცია და დეცენტრალიზაცია, აგრეთვე,

<sup>1</sup> ფართოდ იყენებენ საკუთრების უფლებათა იმ კლასიფიკაციას, რომელსაც ონორე გეთაუაზობს და რომლის ფარგლებშიც შემდეგი სახეობებია გამოყოფილი: 1) ფლობა; 2) გამოყენება; 3) განკარგვა; 4) შემკვიდრობით გადასვლა; 5) კაპიტალურ საკუთრებაზე უფლების ქონა; 6) შემოსავლის მიღების უფლება; 7) გამოყენების დრო (უვალო თუ შეზღუდული); 8) უსაფრთხოების უფლება; 9) ნივთის გამოყენების უარყოფითი შედეგებისგან დაცვა.

<sup>2</sup> SecuritiesMarkets in OECD Countries. Organisation and regulation. OECD Documents, 1995.

<sup>3</sup> Stiglitz J.E. Financial Sისტems for Fastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Fconomic Crouth Publication, 1993.

ფუნქციების განვითარების დონე აყალიბებს ინვესტიციის ბაზრების ეროვნულ და რეგიონულ თავისებურებებს.

იმ უამრავ ახალ ელემენტსა და პროცესს შორის, რომლებიც ინვესტიციის განვითარებადი ბაზრების კონფიგურაციას განსაზღვრავენ, ყველაზე დიდი მნიშვნელობა აქვს:

- კორპორაციული და სხვა სახეობის საკუთრების საფუძვლების შექმნას განსახელმწიფოებრივებისა და პრივატიზაციის პროცესების განხორციელების შედეგად;

- ეკონომიკის მართვის სისტემის ტრანსფორმაციას ცენტრალიზებული მართვის სფეროს მკვეთრად შემცირებით;

- საკანონმდებლო გარემოს ფორმირებას;

- დემონოპოლიზაცია და კონკურენციის განვითარებას;

- ახალი სახეობის სამეურნეო გაერთიანებების, მათ შორის საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების გაჩენას;

- საბაზრო ინფრასტრუქტურის განვითარებას.

პრობლემის სპეციფიკურობას ის ფაქტიც განსაზღვრავს, რომ გარდამავალ მდგომარეობას ახასიათებს არამდგრადობა, რყევათა მაღალი დონე, არაეკონომიკური ხასიათის მქონე ფაქტორების ძლიერი გავლენა. რადგან ინვესტიციის ბაზარი განვითარების საწყის ეტაპზეა, ამიტომ რეალური სექტორის ინვესტირებაში მისი პოტენციალის რეალიზაციის პერსპექტივებს დიდად განსაზღვრავს გარემოს მხრიდან იმ მარეგულირებელ ზემოქმედებათა ადეკვატურობა (უპირველეს ყოვლისა - ეროვნულ დონეზე), რომლებიც ითვალისწინებს როგორც ეროვნულ თავისებურებებს, ისე მსოფლიოში დაგროვილ გამოცდილებასაც.

### ინვესტიციური რესურსები საჭიროა განვიხილოთ არა სტატიკაში, არამედ დინამიკაში. მათ რიგი თავისებურებანი ახასიათებთ. ისინი ფულადი ფორმიდან მწარმოებლურში გადადიან, მწარმოებლურიდან საქონლურში და ბოლოს ისევ ფულად ფორმას უბრუნდებიან. ასეთი წრებრუნვა ფულადი კაპიტალის წრებრუნვის ორგანული ნაწილია და ეს ლოგიკურია, ვინაიდან კაპიტალის კვლავწარმოება საბაზრო მეურნეობრიობისას ფინანსური ინვესტიციების ამოქმედებით იწყება, რომელიც ფულადი კაპიტალის



გარდასახული ფორმაა. სწორედ ფულადი კაპიტალი იწყებს და ამთავრებს წრებრუნვას.

ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვა საერთო სახით შეიძლება შემდეგი ფორმულით წარმოვადგინოთ:

$$U_g - U_T - P_U - T_1 - D_1 \begin{array}{c} \uparrow F_B \\ \text{◇} \\ m_1 \end{array} U'g, \quad (4.1)$$

სადაც  $U_g$  არის ფინანსური (ფულადი) ინვესტიციები;

$U_T$  - ინვესტიციური საქონელი; საწარმოო ინვესტიციები მწარმოებლური კაპიტალის ფორმაში;

$P_U$  წარმოების პროცესი;

$T_1$  საქონელი როგორც წარმოების პროდუქტი, რომელიც ბაზარზე იყიდება;

$D_1$  - ფული, რომელიც მიღებულია წარმოების შედეგად, როგორც ფულადი შემოსავალი;

$F_B$  - ანაზღაურების ფონდი;

$F_n$  - მოხმარების ფონდი;

$m_1$  - მოგება, რომელიც მიღის კაპიტალის დაგროვების ფონდში;

$U'g$  - ფინანსური ინვესტიციები, როგორც კაპიტალის კვლავწარმოების შედეგი.

ინვესტიციური წრებრუნვის პროცესში ხდება ძირითადი კაპიტალის აღდგენა. ინვესტიციური საქონელი შედის წარმოებაში, იწყება წარმოების პროცესი, იქმნება ახალი სამომხმარებლო ღირებულებები და იზრდება კაპიტალური ღირებულება. ეს უკანასკნელი იზრდება შემოსავლის ან სოციალური ეფექტის ფორმით. ამდენად, ერთი მხრივ, ხდება ინვესტიციური საქმიანობის მიზნის რეალიზაცია, მეორე მხრივ, იქმნება მატერიალური, ეკონომიკური პირობები, წყარო ახალი წრებრუნვის დასაწყებად. მიღებული ფულადი შემოსავალი ასე ნაწილდება: მისი ერთი ნაწილი გამოიყენება მოხმარებისათვის (მოხმარების ფონდი), მეორე ნაწილი - დახარჯული წარმოების საშუალებების ანაზღაურებისათვის (ანაზღაურების ფონდი); ეს უკანასკნელი გროვდება მოხმარებული

საწარმოო კაპიტალის, ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის აღსადგენად მიმართული ინვესტიციების წყაროს სახით. ფულადი შემოსავლის მესამე ნაწილი მოგებაა, რომელიც გამიზნულია მოქმედ საწარმოებში ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის, ახალი მშენებლობის ინვესტირებისათვის.

ასე, რომ როგორც მოსამზადებელ სტადიაზე, ისე ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვის ბოლო სტადიაზე ძირითად ფუნქციას ასრულებს ინვესტიციის ბაზარი.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ჯერ კიდევ არ არის შესწავლილი ინვესტიციის ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირების პროცესი, რომელსაც თანამედროვე პირობებში გადამწყვეტი როლი ენიჭება საინვესტიციო პოტენციალის ფორმირებაში, მობილიზაციაში, წარმოებასა და გამოყენებაში.

### **ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი მიზანი**

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი მიზანია საინვესტიციო პოტენციალის მობილიზება-ორგანიზება, საინვესტიციო საქმიანობის ფინანსური, მატერიალური და ინტელექტუალური უზრუნველყოფა.

ინვესტიციის ბაზარი აქტიურად მონაწილეობს ფინანსური ინვესტიციების ფორმირების სტადიაზე, სადაც ხდება სხვადასხვა სახის საინვესტიციო საქონლის შექმნა: ა) მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით - შენობა-ნაგებობები, სატრანსპორტო საშუალებები, მანქანა-დანადგარები, მოწყობილობები, ნედლეული, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესის პროდუქცია (პროექტები, რეკომენდაციები, ახალი ტექნოლოგიები და სხვ.) და ა.შ. ბ) ფულადი ფორმით (ანაბრები, პაი, ფასიანი ქაღალდები და ა.შ.).

საინვესტიციო მოთხოვნის სტრუქტურა ასეთია:

ა) დახარჯული კაპიტალის აღსადგენად მიმართული ინვესტიციები, რომელთა წყაროა ამორტიზაციის ფონდი და საბრუნავი სახსრები;

ბ) წმინდა ინვესტიციები;

გ) რეინვესტიციები (დაგროვილი დივიდენდები, ფასიანი ქაღალდებში დაბანდებიდან მიღებული შემოსავლები და ა.შ.)

რეალური საინვესტიციო პროცესის მთლიანი მოცულობა განისაზღვრება ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის ანაზღაურებისა

და დაგროვების ფონდის ერთიანი სიდიდით.

ინვესტიციური მიწოდება მოიცავს ინვესტირების ახალ და სარეკონსტრუქციო ობიექტებს, მშენებარე და ფუნქციონირებადი საწარმოების ძირითად კაპიტალს, საბრუნავ საშუალებებს, ფასიან ქაღალდებს, ქონებას, ძირითად არასაწარმოო კაპიტალს და ა.შ. ინვესტიციის ბაზარზე, სადაც ფორმირდება საინვესტიციო მიწოდება, გამყიდველები ყიდვიან ფასიან ქაღალდებს და საინვესტიციო საქონელსაც აწოდებენ მომხმარებლებს.

### ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები ფორმირდება

ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები ფორმირდება მომავალში მოსალოდნელი შემოსავლის (მოგების) გათვალისწინებით, რომელიც აჭარბებს არსებულ შემოსავალს იმ მომენტიდან. მიმდინარე შემოსავლის მიღება შეიძლება თუ ფინანსური რესურსები დაბანდდება ბანკებში, ფასიან ქაღალდებში, ლიკვიდურ აქციებში, სადაც უზრუნველყოფილია გაცილებით მაღალი და საიმედო პროცენტი ანაბრებზე, ვიდრე ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავლის მოსალოდნელი დონე (განსაკუთრებით ინფლაციის პირობებში).

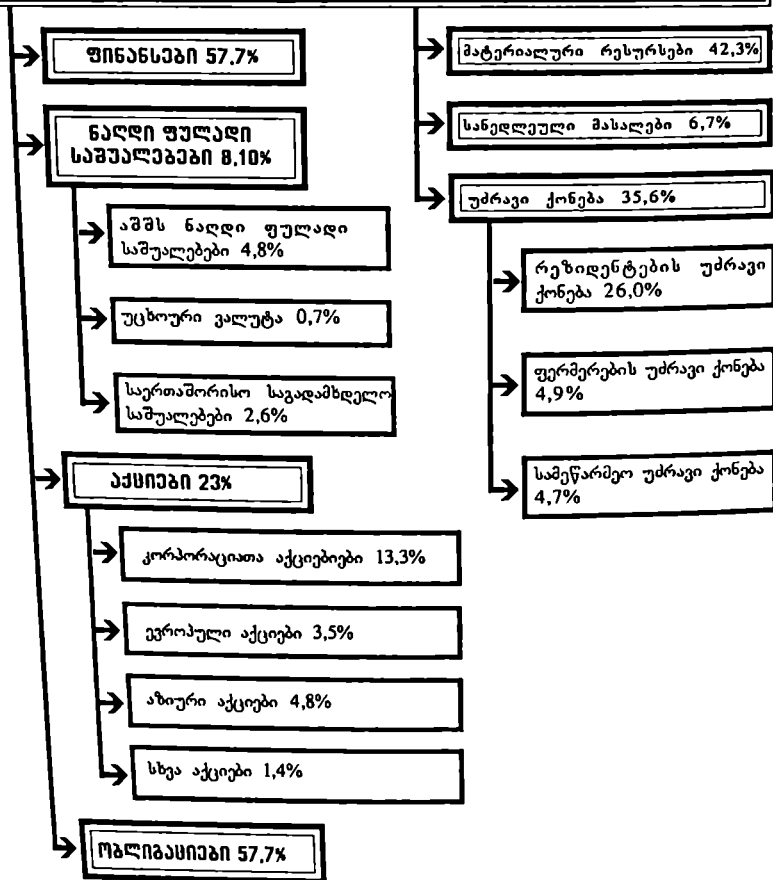
ინვესტიციის ბაზარი ეკვივალენტურ ურთიერთობებს უზრუნველყოფს საინვესტიციო კომპლექსში, რომელსაც პრაქტიკაში განსაზღვრავს ეროვნული მეურნეობის ძირითადი კაპიტალის განვითარებისა და საერთო მიზნით შექმნილი ერთიანი დარგები. თუმცა, ინვესტიციებისა და საინვესტიციო პროცესისადმი უფრო ფართოდ მიდგომისას საჭიროა მასში შევიტანოთ ყველა დარგი, რომლებიც უზრუნველყოფენ როგორც მატერიალურ-ნივთობრივი წარმოების, ისე მომსახურების სფეროს დარგების ძირითადი კაპიტალის კვლავწარმოებას.

### ინვესტიციის ბაზარი სხვადასხვა სტრუქტურული ელემენტებისაგან

შემდგარი რთული სისტემაა, რომელთა შორის მრავალმხრივი კავშირი ხორციელდება. ინვესტიციის მსოფლიო ბაზრის სტრუქტურის შესახებ ნათელ წარმოდგენას იძლევა სქემა (იხ. № 4.2 სქემა).

როგორც სქემიდან ჩანს, ინვესტირების ობიექტები იყოფა ფინანსურ და მატერიალურ (რეალურ) აქტივებად. თითოეულ მათგანს

## ინვესტიციის მსოფლიო ბაზარი



ნახ. 4.2. ინვესტიციის მსოფლიო ბაზრის სტრუქტურა (ქაპიტალის ინვესტირების ობიექტების თანაპეროვნე სტრუქტურა)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, гл. 15.

საკმაოდ დივერსიფიცირებული სტრუქტურა აქვს.

ფინანსური აქტივები მოიცავს ყველა სახეობის ფინანსურ და საგადამხდლო ვალდებულებებს, რომლებიც ძირითადი ეკონომიკური აგენტების მიერაა შექმნილი მათი საქმიანობის დროს. ესაა ნაღდი ფული, მიმდინარე ანგარიშებზე არსებული ანაბრები, მოკლევადიანი სავალო ვალდებულებები, მაგალითად, აქციები და სხვა ფინანსური ღოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ კაპიტალზე საკუთრების უფლებას ან გარიგების დადებას ფინანსური რესურსების მოძრაობაზე.

მატერიალურ აქტივებში შედის: უძრავ-მოძრავი ქონება, მიწა, შენობები, ძვირფასი ლითონები, ხანგრძლივი გამოყენების საქონელი, წარმოებული მომსახურების მოკლე ვადის მქონე მატერიალური ფასეულობები ან ინვენტარი და ა.შ.

ინვესტიციების თანამედროვე სტრუქტურა, ჯერ ერთი, ასახავს ფინანსური აქტივების მნიშვნელოვან მეტობას მატერიალურ აქტივებზე (შესაბამისად 57,7% და 42,3%), მეორეც, თვით ფინანსური აქტივების სტრუქტურაში სულ უფრო მეტ წილს იკავებს ფასიანი ქაღალდები, მოკლევადიანი ვალდებულებები და ინვესტიციური ხასიათის მქონე ანგარიშები.

ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური და მატერიალურ აქტივების თანაფარდობა შეიძლება გამოვსატოთ ფინანსური ურთიერთდამოკიდებულების კოეფიციენტით. ამგვარი კოეფიციენტის შემოღების იდეა ამერიკელ ეკონომისტ რ. გოლდსმიტს ეკუთვნის, რომელიც ეროვნული სიმდიდრის სტრუქტურასა და განვითარებული ქვეყნების ფინანსურ სისტემებზე დაწერილი მრავალი ნაშრომის ავტორია. კოეფიციენტის გაანგარიშების მეთოდიკა ამ მეცნიერმა პირველად 50-იანი წლების ბოლოსა და 60-იანი წლების დასაწყისში შეიმუშავა. ეს კოეფიციენტი გამოითვლება როგორც ერთობლივი ფინანსური აქტივების შეფარდება ქვეყნის წმინდა საზღვარგარეთული აქტივების გამოკლებით მიღებული მატერიალური აქტივების სიდიდესთან. წმინდა საზღვარგარეთული აქტივები გვიჩვენებს მოცემული ქვეყნისა და მისი რეზიდენტების საგარეო ვალის შეფარდებას იმ ვალთან, რომელიც სხვა ქვეყნებსა და მის რეზიდენტებს აქვთ ამ ქვეყნის წინაშე. ქვეყნის მოქალაქეებს, კომპანიებსა და სხვა იურიდიულ პირებს უფლება აქვთ საბანკო ანგარიშები ჰქონდეთ საზღვარგარეთ, კრედიტები მისცენ უცხოეთის

მოქალაქეებს და საზღვარგარეთ ჰქონდეთ საკუთრება. გარდა ამისა, შესაძლოა, ისინი თვით აღმოჩნდნენ ვალში უცხოეთის მოქალაქეების წინაშე. თუ ქვეყნის რეზიდენტების საზღვარგარეთული ქონებისა და ფინანსური სიმდიდრის სიდიდე აჭარბებს უცხოელი მოქალაქეების მიმართ მათ ვალებს, მაშინ წმინდა საზღვარგარეთული აქტივები იქნება დადებითი სიდიდე და, პირიქით.<sup>1</sup>

## ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზრის

ორ ძირითად სახეობას - ფინანსური და მატერიალური, ანუ რეალური ინვესტიციების ბაზრებს თანამედროვე პირობებში შეიძლება დავამატოს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, ნოუ-ჰაუს, მეცნიერული დამუშავებების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

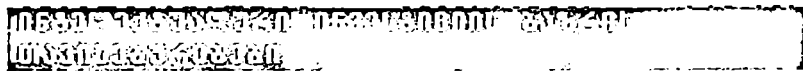
როგორც საბაზრო ეკონომიკაში, ისე მასზე გარდამავალ ეტაპზეც, მოქმედებს რესურსების, მათ შორის, საინვესტიციო რესურსების გამოყენების ალტერნატიული ვარიანტები. ურთიერთჩანაცვლების პრინციპი ეხება როგორც მატერიალურ-ნივთობრივ ფორმაში, ისე ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებულ დაბანდებებს. საყოველთაოდ ცნობილია, რომ თანამედროვე პირობებში ძალზე მნიშვნელოვანია და დიდ უკუგებას იძლევა ინვესტიციები ადამიანისეულ კაპიტალში. ეს არგუმენტირებულად არის დასაბუთებული მრავალი ეკონომისტის ნაშრომში.<sup>2</sup> ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების მნიშვნელობაზე მიუთითებს კ. საქსი და ფ. ლარენი. ისინი აღნიშნავენ, რომ საბაზრო ეკონომიკისათვის უზარმაზარი მნიშვნელობა აქვს ინვესტიციებს ადამიანისეულ კაპიტალში.<sup>3</sup> ამჟამად ადამიანისეულ კაპიტალში ინვესტიციების განხორციელებას საფუძვლად უდევს

<sup>1</sup> Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996. гл. 20.

<sup>2</sup> Дытлов С. Основы теории человеческого капитала. М., СПб, 1994, гл. 160; Флекснер К. Просвещенное общество экономика с человеческим лицом. М., «Международные отношения», 1994 и др.

<sup>3</sup> Сакс Дж., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход. М., «Дело», 1996, гл. 132.

ინტელექტუალური კაპიტალის თეორია.<sup>1</sup> ამ თეორიის ავტორებს მიაჩნიათ, რომ ინტელექტუალური კაპიტალი რთული კატეგორიაა, იგი ადამიანისეულ კაპიტალზე უფრო ფართოა, რადგან მასში ინფორმაცია დამოუკიდებელ საწარმოო რესურსებადაა მიჩნეული.<sup>2</sup> ინტელექტუალურ კაპიტალში დაბანდებები მოცულობით განსხვავდება ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციებისგან. იგი მოიცავს აგრეთვე სტრუქტურული კაპიტალის ელემენტებს, რომელიც გულისხმობს მოწყობილობებში, კომპიუტერებში, პროგრამებში, პატენტებსა და სავაჭრო მარკებში განხორციელებულ დაბანდებებს. ინტელექტუალური კაპიტალის თეორიის საფუძველზე ჩამოყალიბდა კონცეფცია სოციალური პარტნიორობის შესახებ. ეს კონცეფცია ეყრდნობა სოციალურ კაპიტალში დაბანდებულ ინვესტიციებს. სოციალური კაპიტალის თეორია გულისხმობს ურთიერთდახმარებისა და ნდობის ურთიერთობების განვითარებას ცალკეულ ჯგუფებში ან გაერთიანებებში მონაწილეობისათვის მზადყოფნას.<sup>3</sup> უფრო განათლებულ და კვალიფიციურ მუშაკებს პოტენციურად მეტი შესაძლებლობები აქვთ ფირმის სოციალური კაპიტალისა და ეკონომიკის მაკროსისტემის ფორმირებისათვის. სოციალურ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების ბაზაზე ყალიბდება მიმზიდველი საინვესტიციო გარემოს სუბიექტური წანამძღვრები, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაზე.



ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარს შემდეგი თავისებურებანი გააჩნია:

პირველი, ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარი მომსახურების ბაზრის შემადგენელი ნაწილია. იგი სპეციფიკური საქონლის რეალიზაციას ახორციელებს მწარმოებლებსა და უშუალოდ მომხმარებლებს შორის პირდაპირი კონტრაქტებით. ამასთან, გამორიცხული არაა სავაჭრო შუამავლობაც, მაგრამ

<sup>1</sup> Гойло В. Интеллектуальный капитал. «МЭиМО», 1998, №11, გვ. 68-77; Иноземцев В. В. В поисках богатства общества. «МЭиМО», 1998, №3, გვ. 151-153; и др.

<sup>2</sup> Иноземцев В. В. В поисках богатства общества. «МЭиМО», 1998, №3, გვ. 151-153.

<sup>3</sup> Coleman I.S. Foundations of Social Theory. Cambridge (Mass), 1990.

ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე შუამავლობასა და სამომხმარებლო საქონელს შორის არსებობს პრინციპული განსხვავება. სხვადასხვა გამოკვლევათა ანალიზი გვიჩვენებს, რომ გარდამავალი პერიოდის პირობებში საქართველოში ადგილი აქვს საშუამავლო სტრუქტურების წილის გადიდებას მასობრივი მოთხოვნის სამომხმარებლო საქონლის ჭრილში. თვით შუამავალს არ მოეთხოვება სპეციალური ცოდნა, საკმარისია მხოლოდ პირველადი ინფორმაცია. ცხადია, შუამავლობა ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე მოითხოვს ფირმის სპეციალისტების მაღალ კვალიფიციურ ღონეს. თვით შუამავლები, რომლებიც აერთიანებენ „მწარმოებელ-მომხმარებლებს,, ბევრი არ არიან. ამგვარად, ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე საშუამავლო მომსახურება თანაბარ პირობებში განსხვავდება მასობრივი მოთხოვნის საქონლის ბაზრის ანალოგიური მომსახურებისაგან ხარისხითა და ეფექტიანობით (დაინტერესებული მხარეების დანახარჯთა შემცირების ხარჯზე);

მეორე, ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარი დიდ გავლენას ახდენს კაპიტალის მოძრაობისა და საშუალო ძალის ბაზრებზე;

მესამე, ინტელექტუალური ინვესტიციები დაცულია სახელმწიფოს მიერ უცხოური კონკურენციისაგან, აგრეთვე ინტელექტუალური ინვესტიციების გამოყენების საბოლოო შედეგის ექსპორტითა და იმპორტით. ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება არ შეიძლება ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტებზე უფლების დაცვის გარეშე;

მეოთხე, შიდა ბაზრის ორგანიზაციისა და ინტელექტუალური ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე შესასვლელად დამატებითი ინვესტიციები არ არის საჭირო;

მეხუთე, ინტელექტუალური ინვესტიციების გამოყენების შედეგებზე სპეციფიკურია საბაზრო ფასების ფორმირება.

### **და ბრუნს ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე**

ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასებს არა აქვთ პირდაპირი კავშირი მასზე დახარჯული შრომასთან. ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასი განისაზღვრება იმით, რასაც იგი იძლევა წარმოების პროცესში გამოყენებისას. ამგვარად, ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტის ფასი



განისაზღვრება, როგორც ამ პროდუქტის გამოყენებით მიღებული ეფექტის ფულით გამოხატვა.

საბაზრო ფასი ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფორმირდება როგორც სახელშეკრულებო ფასი, ორი ფასის (გამყიდველისა და მყიდველის) გამოყენების შედეგად. მყიდველი შეიძლება გამოვიდეს იქიდან, რომ ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტის გამოყენებით მიღებულმა მოგება, როგორც მინიმუმი, საჭიროა ანაზღაუროს გამყიდველის მიერ ამ პროდუქტის შექმნისთვის გაწეული დანახარჯები და მყიდველის დანახარჯები მისი რეალიზაციისათვის. ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტს ხშირად გამყიდველი კი არ ყიდის, არამედ გასცემს მხოლოდ მისი გამოყენების უფლებას. ამდენად, სახელშეკრულებო ფასი ასეთ პროდუქტიაზე პრაქტიკაში ახლოსაა მისი მყიდველის ფასთან.

### ინტელექტუალური ინვესტიციების რეალიზაცია ბაზარზე

ინტელექტუალური ინვესტიციების რეალიზაცია ბაზარზე შეიძლება განხორციელდეს შემდეგი ფორმებით:

- ლიცენზიების, ნოუ-ჰაუს, სასაქონლო ნიშნებისა და ა.შ. გამოყენების უფლების გაცემით;

- ნოუ-ჰაუს, ტექნოლოგიური გამოცდილებისა და ა.შ. გაყიდვა-გადაცემით. სალიცენზიო შეთანხმებებისაგან ყიდვა-გაყიდვის ასეთ აქტზე ხელშეკრულებები იმით განსხვავდება, რომ ნოუ-ჰაუს მფლობელი არ ამბობს უარს მის გაყიდვაზე, მაგრამ ხელს იღებს მის პატენტირებაზე.

- ინჟინირინგული მომსახურების გაწევით;

- ტექნოლოგიების გადაცემით, საინვესტიციო თანამშრომლობის გზით, რომელთა ჩარჩოებშიც ხდება არა მარტო ყიდვა-გაყიდვა, არამედ მათი გავრცელება კონსულტაციების, სპეციალისტების მომზადების, ნახაზების გადაცემისა და ტექნოლოგიური გაცვლის სხვა გზებით.

### ინჟინირინგული მომსახურება

ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარზე რეალიზაციის ერთ-ერთი ძირითადი ფორმაა ინჟინირინგი. იგი გულისხმობს კომერციულ საფუძველზე სხვადასხვა საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების გაწევას. საინჟინირინგო მომსახურებას ყოფენ ორ ჯგუფად: 1) პროდუქციის წარმოების პროცესის მომზადებასთან დაკავშირებული

მომსახურება; 2) პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის პროცესის ნორმალური მსვლელობის უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული მომსახურება. პირველ ჯგუფს მიეკუთვნება: ა) წინასაპროექტო მომსახურება (სოციალურ-ეკონომიკური გამოკვლევა, ტოპოგრაფიული გადაღება და ადგილმდებარეობის დაგეგმარება; ნიადაგის გამოკვლევა, წიაღისეულის ძიება; პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება და ა.შ.); ბ) საპროექტო მომსახურება (გენერალური გეგმისა და რეკომენდაციების მომზადება, პროექტის ღირებულების, მის ექსპლუატაციაზე გაწეული დანახარჯების წინასწარი შეფასება; ტექნიკური სპეციალისტების მომზადება და ა.შ.); გ) პროექტის შემდგომი მომსახურება (საკონტრაქტო დოკუმენტაციის მომზადება, აუქციონის ორგანიზაცია, წინადადებების შეფასება, კონტრაქტის დადება, მშენებლობის მართვა, სამუშაოს დამთავრების შესახებ სერტიფიკაციის შედგენა და გაცემა, მშენებლობის შესახებ ტექნიკური დასკვნის გაკეთება და ა.შ.); დ) სპეციალური მომსახურება (ნარჩენების უტილიზაციასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევა, სხვადასხვა იურიდიული პროცედურები და ა.შ.). საინჟინირინგო მომსახურების მეორე ჯგუფს მიეკუთვნება: წარმოების პროცესის მართვისა და ორგანიზაციასთან დაკავშირებული მომსახურება, ობიექტის გამოცდასთან დაკავშირებული მომსახურება, ფინანსურ საკითხებში კონსულტაციები, პროდუქციის რეალიზაციასთან დაკავშირებული მომსახურება (ბაზრის კონიუნქტურის გამოკვლევა, რეკლამის ორგანიზაცია), საინფორმაციო უზრუნველყოფის სისტემის დანერგვასთან დაკავშირებული მომსახურება და ა.შ. საინჟინირინგო კონსულტაციებს, მაღალკვალიფიციური კადრების დეფიციტის პირობებში, შეუძლია ინტელექტუალურად უზრუნველყოს საინვესტიციო პროცესი, დაეხმაროს ფირმებს ეფექტიანობის ამაღლებაში, დააჩქაროს საინვესტიციო რესურსების ბრუნვა.

### ფინანსური ინვესტიციის ბაზარი

ფინანსური ინვესტიციის ბაზრის შემადგენელი ნაწილია საპორტფელო ინვესტიციის ბაზარი. აქციონერთა საზოგადოებების შექმნისა და ფინანსური ინსტიტუციური ინვესტორების დახმარებით, მათი საქმიანობა ფინანსური ინვესტიციის ბაზარზე მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს თავისუფალი ფულადი სახსრების თავმოყრას ქვეყანაში, რეგიონებში, უცხოელი ინვესტორების მოზიდვას, ფინანსური

ინვესტიციების დაჩქარებულ ბრუნვას, ეფექტიანად დაზღვევას საფინანსო-საინვესტიციო რისკებისაგან და ა.შ.

## ინვესტიციების მოტივაციის გარკვევისა და სახელმწიფოს ზემოქმედების ბერკეტების განსაზღვრისათვის მიზანშეწონილად მიგვაჩნია განვიხილოთ ინვესტიციების წრებრუნვის თავისებურებანი მატერიალურ (ძირითადი და საბრუნავი) და ფინანსური კაპიტალის კვლავწარმოების პროცესში.

საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ინვესტიციების წრებრუნვა ხორციელდება შემდეგი ძირითადი მიმართულებებით:

1. დაბანდები მატერიალურ აქტივებში (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის წარმოება);

2. დაბანდები ფინანსურ აქტივებში;

3. დაბანდები ინტელექტუალურ ფასეულობებში;

განვიხილოთ ინვესტიციების წრებრუნვა მატერიალური აქტივების (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის) კვლავწარმოების პროცესში. მისი ყველა ელემენტი შეიძლება დაიყოს მოძრავ და უძრავ ქონებად. მოძრავი ფიზიკური კაპიტალის ელემენტებს მიეკუთვნება მოწყობილობები, მექანიზმები, საბრუნავი კაპიტალი. უძრავ ქონებას კი ძირითადი კაპიტალის პასიური ნაწილის ელემენტები (შენობები, შეიარაღება, საწარმოო ინფრასტრუქტურა).

მოძრავი ფიზიკური კაპიტალის კვლავწარმოება ხორციელდება მრეწველობაში, ბოლო უძრავისა – მშენებლობაში. საინვესტიციო საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს უძრავი ქონების, მოწყობილობებისა და ფიზიკური კაპიტალის სხვა ელემენტების ბაზარზე გამოსვლის გზით, ანდა, საჭირო საქონლის არარსებობის შემთხვევაში, მათი წარმოების გზით (მშენებლობა).

საინვესტიციო საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს სხვადასხვა წყაროს ხარჯზე: საკუთარი, ნასესხები, ინვესტირების მოზიდული სახსრები, ბიუჯეტური ასიგნებანი; წყაროთა სტრუქტურა დამოკიდებულია მოქმედი ან ახლად შექმნილი საწარმოს ორგანიზაციულ სამართლებრივ ფორმაზე. ინვესტიციები შეიძლება გამოვლინდნენ, როგორც ფულადი, მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით, ისე ქონებრივი უფლებების, ინტელექტუალური პოტენციელის

ფორმითაც. ყოველივე ზემოთ გადმოცემულის გათვალისწინებით, ინვესტიციების წრებრუნვა ფიზიკური კაპიტალის კელაგწარმოებაში შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$(M, T, L_p) - FP(ok, obk, RS) \dots (S) \dots P \dots T - \begin{array}{c} m^1 - F_n \\ | \\ M - F_{p1} \\ | \\ F_v - A_k \end{array}, \quad (4.2)$$

სადაც  $(M, T, L_p)$  – არის ინვესტიციები ფულად, საქონლურ, ქონებრივი უფლებებისა და ინტელექტუალური ფასეულობების ფორმებში;  $FP(ok, obk, RS)$  – წარმოების ფაქტორები (ძირითადი კაპიტალი, საბრუნავი კაპიტალი, სამუშაო ძალა);

$S$  – ინვესტიციების ბრუნვის სამშენებლო სტადია;

$P$  – ინვესტიციების ბრუნვის საწარმოო სტადია;

$T$  – ინვესტიციების ბრუნვის სასაქონლო სტადია;

$M$  – ინვესტიციების ბრუნვის ფულადი სტადია;

$F_{p1}$  – მოხმარების ფონდი;

$F_v$  – განთავსების ფონდი;

$A_k$  – საამორტიზაციო კაპიტალი;

$m^1$  – წმინდა შემოსავალი მოგების ფორმით;

$F_n$  – დაგროვების ფონდი, რომელიც გამოიყენება ახალი ინვესტიციებისათვის.

გარდასახვის მოცემული ჯაჭვის ეკონომიკური აზრი შემდეგში მდგომარეობს: ინვესტიციები სხვადასხვა ფორმაში (ფულადი, მწარმოებლური, საქონლური) ჩაიდება საინვესტიციო მოთხოვნის ობიექტებში სამეწარმეო საქმიანობისათვის. შემდეგ მიმდინარეობს ინვესტიციების საწარმოო ფაქტორებად გარდასახვის პროცესი. ამგვარად, ხდება ინვესტიციების მატერიალიზაცია, რომელიც გამოდის ინვესტორის კაპიტალური ქონების ღირებულების მატების სახით.

სწორედ ახალ კაპიტალურ ღირებულებებში ტრანსფორმაციით მთავრდებოდა ინვესტიციების წრებრუნვა საბჭოთა ეკონომიკურ ლიტერატურაში. ისინი ხელოვნურად ხლეჩდნენ ახალი კაპიტალური

ღირებულებების ფორმირების სტადიასა და მათი ფუნქციონირების სტადიას, რომელიც განსაზღვრავს ამ ღირებულებების შემოსავლიანობის რეალურ დონეს, ხოლო საბოლოოდ ინვესტიციების თვითანაზღაურებადობის პერიოდსაც.

რამდენადაც ინვესტირების მიზანი შემოსავლის მიღებაა, ამდენად ინვესტიციების ბრუნვა აუცილებლად მოიცავს შებენილი კაპიტალური ღირებულების ექსპლოატაციის პერიოდს იმ ფინანსური რესურსების დაგროვების მომენტამდე, რომლითაც ანაზღაურდება დაბანდებანი კაპიტალის წარმოებაში.

ამ შემთხვევაში წარმოებული პროდუქცია, რომელიც გამოდის საინვესტიციო საქონლის ფორმით, რეალიზდება სხვადასხვა ინვესტიციის ბაზრებზე (უძრავი ქონების, მოწყობილობების, მასალებისა და სხვათა ბაზარზე).

**ინვესტიციების მართვა**

ისმის კითხვა: რა განსხვავებაა ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს შორის, რამდენადაც ისინი მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით, შემოსავლის მოტანის შესაძლებლობითაც ერთმანეთს ემთხვევიან. ჩვენი აზრით, ძირითადი განსხვავება ინვესტიციებისა და საინვესტიციო საქონლის „უნივერსალობის,, ხარისხშია. მომავალში ბაზარზე სარეალიზაციო ნებისმიერი საინვესტიციო საქონელი ხდება წარმოების ფაქტორი კონკრეტულ მატერიალურ-ნივთობრივ ან ფულად ფორმაში. კაპიტალის მატერიალურ-ნივთობრივი გარდასახვა ჯერ კიდევ არ ნიშნავს კლავწარმოებას, ის შეიძლება კიდევ გაცდეს - მორალურად და ფიზიკურადაც, ინვესტიციები კი არიან რა, უპირველეს ყოვლისა, ფულადი კაპიტალის მოძრავი ფორმა, - შეუძლიათ მოიტანონ მუდმივი და უწყვეტი შემოსავალი. ჩვენი აზრით, სწორედ ამით განსხვავდება ინვესტიციები საინვესტიციო საქონლისაგან.

ფინანსურ აქტივებში ინვესტირება ხდება მათი შემოსავლიანობის ნორმებთან დამოკიდებულებაში. შემოსავალი სხვადასხვა ფინანსური აქტივების მიხედვით იყოფა დივიდენდად (სამეწარმეო შემოსავლის ნაირსახეობა) და პროცენტად. ეს განისაზღვრება იმით, თუ ისინი რომელ კაპიტალს წარმოადგენენ სამეწარმეოს თუ სასესხოს.

ფინანსურ აქტივებში ინვესტირების პროცესი შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$\begin{array}{ccc}
 & & dvd - m' - F_n \\
 & & | \\
 (M, T, L_p) - FA - FP \dots (S) \dots P & T' - M' & (4.3) \\
 & | \\
 & pr - F_v - A_k
 \end{array}$$

სადაც FA – არის ფინანსურ აქტივებში დაბანდებული ინვესტიციების ფულადი გამოხატულება (აქციებში, ობლიგაციებში, დეპოზიტებსა და სხვა ფინანსურ აქტივებში);

dvd – შემოსავალი ფინანსურ აქტივებიდან დივიდენდის ფორმით;

pr – შემოსავალი ფინანსურ აქტივებიდან პროცენტის ფორმით.

ამრიგად, ინვესტიციის ბაზრის მთელი სისტემა ქმნის ერთიან საინვესტიციო-საბაზრო სივრცეს. ამ სივრცეში ფინანსური ინვესტიციის ბაზარს ავსებს რეალური და ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარი.

ინვესტიციის ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირებისათვის პირობების შექმნა უზრუნველყოფს საინვესტიციო პოტენციალის რეალიზაციასა და სრულყოფას.

#### 4.2. ინვესტიციის ბაზრის ცნება და მისი სახეების დახასიათება

##### **ინვესტიციის ბაზრის ცნება და მისი სახეების დახასიათება**

ინვესტიციური საქმიანობა განუყოფლადაა დაკავშირებული ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირებასთან, მისი სახეების, სეგმენტების განვითარებასა და კონიუნქტურის მდგომარეობასთან. მართალია, ტერმინს „ინვესტიციის ბაზარი“, ეკონომისტები საკმაოდ დიდი ხანია იყენებენ, მაგრამ დღემდე არ არსებობს ამ ცნების ერთგვაროვანი განმარტება.

საზღვარგარეთის პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზარი ხშირად გაიგივებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზართან (საფონდო ბაზართან), რომლებიც ინდივიდუალური და ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ კაპიტალის ინვესტიციური დაბანდების ძირითად ინსტრუმენტად გამოიყენება. პოსტსოციალურ ქვეყნებში ინვესტიციური საქმიანობის უპირატესი მიმართულებაა რეალური ინვესტირება კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით; ამის შესაბამისად, ეკონომისტების უმრავლესობა ინვესტიციის ბაზარს ყველაზე უფრო ხშირად უწოდებს კაპიტალური

საქონლის (სამშენებლო მასალების, საწარმოო-ტექნიკური მოწყობილობის და ა.შ.) ბაზარს. ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზრისადმი ეს ორივე მიდგომა მეტისმეტად ვიწროა და არ მოიცავს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში თავისუფალ მიმოქცევაში მყოფი (გაყიდვისა და ყიდვაში არსებული) საინვესტიციო ობიექტების (ინსტრუმენტების) მთელ ერთობლიობას.

### **ინვესტიციის ბაზრის განვითარების პირობები**

„ინვესტიციის ბაზრის,, ცნების განმარტებისას საჭიროდ მიგვაჩნია შემდეგ პრინციპულ დებულებებზე დაყრდნობა:

1. „ინვესტიციის ბაზრის,, ცნება უნდა მოიცავდეს როგორც რეალური, ისე ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) მიმოქცევას.

2. ინვესტიციის ბაზრის მიმოქცევის ობიექტები (ინსტრუმენტები) უნდა იყოს ყველა სახის ინვესტიციური საქონელი და ინსტიტუტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საწარმოს (და სხვა ინვესტორების) ინვესტიციების მთელ სპექტრს მათი მრავალფეროვანი ფორმით.

3. ინვესტიციურ საქონელთან და ინსტრუმენტებთან ერთად ინვესტიციის ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტი უნდა იყოს ის საინვესტიციო მომსახურებაც, რომელსაც ინვესტორებს უწევენ მათი რეალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

მოყვანილ დებულებათა გათვალისწინებით, „ინვესტიციის ბაზრის,, ცნება ამგვარად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ: ინვესტიციების ბაზარი ის ბაზარია, სადაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებია მრავალფეროვანი ინვესტიციური საქონელი და ინსტრუმენტები, აგრეთვე, საინვესტიციური მომსახურება, რომელიც უზრუნველყოფს რეალური, ინტელექტუალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესს.

ინვესტიციების ბაზარი მეტად რთული სისტემაა, რომელშიც მიმოქცევაშია ყველა სახის ინვესტორების საინვესტიციო მოთხოვნის უზრუნველმყოფი მრავალფეროვანი საქონელი და ინსტრუმენტები. ამ ბაზარს ემსახურება სპეციალური საინვესტიციო ინსტიტუტები და აქვს საკმაოდ განშტოებული და მრავალფეროვანი საინვესტიციო ინფრასტრუქტურა.

---

1 Stiglitz J.E. Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Economic Growth Publication, 1993.

## კაპიტალის ბაზრების განვითარების დონე სხვადასხვა

პოზიციიდან შეგვიძლია შევაფასოთ. ვფიქრობთ, ამ მხრივ ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანია ფუნქციური მიდგომა - როგორ ზორციელდება ამ ბაზრის ძირითადი ფუნქციები, როგორ ნაწილდება ისინი მონაწილეებს შორის მთლიან ეკონომიკურ სისტემაში (და როგორია ასეთი განაწილების საზოგადოებრივი დანახარჯები).

ამგვარად, პრინციპული მომენტი ინვესტიციის ბაზრის მიერ რეალიზებული ფუნქციების შინაარსის და მათი სტრუქტურული ორგანიზაციის ხერხების კვლევა.

საბაზრო პრინციპებზე დამყარებული ქვეყნის ეკონომიკურ სისტემაში ინვესტიციის ბაზარი თამაშობს დიდ როლს და მას შემდეგი ძირითადი ფუნქციები განსაზღვრავს:

## პირველი, რესურსების (დანაზოგების) გადაცემა მათგან,

ვისაც ისინი აქვს, მათთვის, ვისაც ისინი სჭირდება ინვესტიციების რეციპიენტებისთვის. სტიგლიცის აზრით, ეს პროცესი არასდროს არის სრულყოფილი.<sup>1</sup>

განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში ეს ფუნქცია კაპიტალების ბაზრის ძირითადი ფუნქციაა და იგი რეალიზდება იმ ინსტიტუტების განვითარების გზით, რომლებიც თავს უყრიან დანაზოგს და გადასცემენ მათ საბოლოო მსესხებლებს - საწარმოებს და მთავრობებს. ნახაზზე მოცემულია რესურსების გადაცემის ძირითადი არხები.

ჩვეულებრივ, ხაზს უსვამენ განშუალებული (არაპირდაპირი) დაფინანსების და, შესაბამისად, საფინანსო შუამავლების როლს კაპიტალების ბაზარზე, მაგრამ პირდაპირი დაფინანსების არსებითი ნაწილიც (უპირველეს ყოვლისა - ეკონომიკის კორპორაციული სექტორის) კაპიტალების ბაზრის მექანიზმების გამოყენების საფუძველზე ზორციელდება. საერთოდ, განვითარებულ ბაზრებს უპირველესად ახასიათებს არაპირდაპირი დაფინანსება.

ირიბი დაფინანსების მექანიზმების განვითარების დონე შეგვიძლია დავახასიათოთ როგორც რეალური სექტორის მიერ მიღებული ინვესტიციების მთლიან თანხაში ამ დაფინანსების ხვედრითი წილით, ისე იმ სპეციალიზებული ინსტიტუტების რაოდენობითაც, რომლებიც ამ ფუნქციებს აზორციელებენ.



ინვესტიციის ბაზრების ყველაზე უფრო მსხვილი მონაწილეები განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში არიან კომერციული ბანკები, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები, საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ბანკები და სხვა შუამავლები.

### გეიზები მსოფლიოში

კაპიტალების გაერთიანება. მრავალი პროექტი იმაზე მეტ კაპიტალს მოითხოვს, ვიდრე ამის გაცემა შეუძლია ერთ ან რამდენიმე ინვესტორს. თუ ცენტრალიზებული სისტემის პირობებში არსებობდა ერთ ცენტრში რესურსების გაერთიანების შესაძლებლობები, განვითარებულ საბაზრო გარემოში ამ ფუნქციას ახორციელებს უამრავი საინვესტიციო შუამავალი. ისინი კონკურენტები არიან შეზღუდული საინვესტიციო რესურსების მიმართ. კონკურენტული გარემო, თავის მხრივ, იმ მრავალფეროვანი საინვესტიციო მიზნების დაკმაყოფილების შესაძლებლობას იძლევა, რომლებიც სასურველი შემოსავლის, რისკის, დაბანდების ვადებისა და სიდიდის მიხედვითაა დიფერენცირებული.

გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში ხანგრძლივად შენარჩუნებული საინვესტიციო რესურსების ცენტრალიზებულად აკუმულირების ინსტიტუტები, რომლებიც ახალ ურთიერთობათა ელემენტებთან ერთად არსებობენ. მათ ინარჩუნებენ როგორც სახსრების პირდაპირ ამოღების შეცვლით სავადასახადო ამოღებით, ისე მთელი რიგი დარგების პროდუქციაზე ცენტრალიზებული სატარიფო ფასწარმოქმნის მეშვეობით.

### მსოფლიო ბაზრები

პროექტების შერჩევა. ბ.ი. ალიოხინის ხატოვანი გამოთქმით, „კაპიტალი მობილური, სათუთი და იშვიათია, რის გამოც მეტისმეტად მომთხოვნი და სელექციურია“.<sup>1</sup> რესურსების გამოყენების მსურველთა რაოდენობა ყოველთვის მეტია, ვიდრე ხელმისაწვდომი რესურსებისა. სწორედ პროექტების შერჩევის და ინვესტიციების შეფასების საბაზრო მექანიზმებზე არსებული მოთხოვნილება იქცა ფინანსების თანამედროვე თეორიის შექმნის კატალიზატორად.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Алихин Б.И. Рынок ценных бумаг: Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика", 1991, гл.159.

<sup>2</sup> ეკონომიკის დარგში ნობელის პრემიის ლაურეატებს შორის არიან ვ.მარში (1990 წ. კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი), მილერი (1990 წ. კორპორაციული ფინანსების თეორიაში შეტანილი წვლილი), რ.მერტონი, მ.შოლცი (1997 წ. - ფაქტუალურ ერობლივად დამუშავებული წარმოებული ფასიანი ქაღალდების შეფასების მეთოდი).

## კონტრაქტების შესრულების მონიტორინგი.

რესურსების სწორად გამოყენების დადასტურება, ე.ი. მათი გამოყენება საინვესტიციო მიზნების შესაბამისად, აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესების მონაწილეთათვის ურთიერთვალდებულებების შესრულების დაძალება. განვითარებულ საბაზრო სისტემაში ეს ფუნქცია რეალიზდება, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტიციების განხორციელების მრავალი ალტერნატივის და იმ ლიკვიდური ბაზრების არსებობის ხარჯზე, რომლებსაც ფორმალური და არაფორმალური ინსტიტუტები უმაგრებს ზურგს.

## რისკების გადაცემა, დანაწილება და გაერთიანება.

ინვესტირების ინსტიტუტების და ინსტრუმენტების მრავალფეროვნება პრინციპულ ბაზას უქმნის დაბანდების დივერსიფიკაციას, გარანტიებს და რისკების დაზღვევას. განვითარებულ ბაზრებზე რეგულირებისა და თვითრეგულირების სისტემები ქმნიან იმ ნორმებსა და წესებსაც, რომლებიც ეფექტიანად განსაზღვრავენ მონაწილეებს შორის რისკის განაწილებას.

## დროებით თავისუფალი კაპიტალის აქტიური მობილიზაცია სხვადასხვა წყაროებიდან.

საზოგადოების დანაზოგებს, ე.ი. მოსახლეობის, საწარმოების და სახელმწიფო ორგანოების ფულადი და სხვა სახის საინვესტიციო რესურსების ფორმით არსებულ ამ თავისუფალ კაპიტალს, რომელიც მიმდინარე მოხმარებაზე არაა გახარჯული, ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული მონაწილეები მისი მექანიზმის მეშვეობით ქვეყნის საინვესტიციო პროცესში რთავენ შემდეგში მისი ეფექტიანად გამოყენების მიზნით.

## აკუმულირებული თავისუფალი კაპიტალის ეფექტიანად განაწილება მის მრავალრიცხოვან საბოლოო მომხმარებლებს შორის.

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმი უზრუნველყოფს ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე მოთხოვნის მოცულობისა და სტრუქტურის გამოვლენას და მის დროულად დაკმაყოფილებას ყველა კატეგორიის

იმ მომხმარებელთა ჭრილში, რომლებსაც დროებით სჭირდებათ კაპიტალის მოზიდვა გარე წყაროებიდან.

### ინვესტიციები

ინვესტიციების სფეროში კაპიტალის გამოყენების ყველაზე უფრო ეფექტიანი მიმართულებების განსაზღვრა. ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი აკმაყოფილებს მეურნე სუბიექტების ინვესტიციო მოთხოვნილებების მნიშვნელოვან მოცულობასა და ფართო წრეს. ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე ფასწარმოქმნის სისტემის მეშვეობით იგი ავლენს ინვესტიციების ნაკადების ყველაზე უფრო ეფექტიან სფეროებსა და მიმართულებებს ამ მიზნით გამოყენებული კაპიტალის შემოსავლიანობის მაღალი დონის უზრუნველყოფის პოზიციიდან.

### ინვესტიციური საქონელი

ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ისეთი საბაზრო ფასების ჩამოყალიბება, რომლებიც ობიექტურად ასახავენ მათ მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის წარმოქმნილ თანაფარდობას. ფასწარმოქმნის საბაზრო მექანიზმი სახელმწიფო ფასწარმოქმნის საპირისპიროა, თუმცა, გარკვეულწილად მაინც ექცევა სახელმწიფო რეგულირების გავლენის ქვეშ. ეს საბაზრო მექანიზმი იძლევა მრავალფეროვანი ინვესტიციური საქონლისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების იმ მიმდინარე თანაფარდობის სრული გათვალისწინების შესაძლებლობას, რომელიც მათზე ფასების შესაბამის დონეს აყალიბებს, აგრეთვე, მათი გამყიდველებისა და მყიდველების ეკონომიკური ინტერესების მაქსიმალური დაკმაყოფილების შესაძლებლობას.

### ინვესტიციური საქონლისა და მომსახურების გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის კვალიფიციური შუამავლობის განხორციელება

ინვესტიციის ბაზრის სისტემაში „ჩაწერილია“, სპეციალური საინვესტიციო ინსტიტუტები, რომლებიც ამგვარ ფუნქციას ასრულებენ. ასეთი საინვესტიციო შუამავლები კარგად იცნობენ მიმდინარე ინვესტიციური კონიუნქტურის მდგომარეობას, გარიგებათა განხორციელების პირობებს და უმოკლეს ვადებში შეუძლიათ კავშირის უზრუნველყოფა გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის. საინვესტიციო

შუამავლობა უზრუნველყოფს არა მარტო ფინანსების, არამედ საქონლის ნაკადების დაჩქარებასაც და ხელს უწყობს ამასთან დაკავშირებული საზოგადოებრივი დანახარჯების მინიმიზებას.

### **ინვესტიციის მინიმიზაცია**

საინვესტიციო და კომერციული რისკების მინიმიზების პირობების შექმნა. ინვესტიციის ბაზარს გამოუმუშავებული აქვს ფასების რისკის დაზღვევის საკუთარი მექანიზმი (და სპეციალური საინვესტიციო ინსტრუმენტების შესაბამისი სისტემა); ფინანსებისა და საქონლის ბაზრების კონიუნქტურისა და ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების არასტაბილურობის პირობებში იგი მინიმუმამდე ამცირებს ფინანსური აქტივებისა და რეალური საქონლის მყიდველობისა და გამყიდველობის საინვესტიციო და კომერციულ რისკებს მათზე ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებით.

### **კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარება**

კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარება, რაც ხელს უწყობს ეკონომიკური პროცესების გააქტიურებას. ინვესტიციის ბაზარი უზრუნველყოფს თავისუფალი კაპიტალის მობილიზებას, განაწილებასა და ეფექტიანად გამოყენებას, მასზე ცალკეული მეურნე სუბიექტების მოთხოვნილებათა დაკმაყოფილებას უზოკლეს ვადებში. ამით იგი ხელს უწყობს გამოყენებული კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარებას, რომლის ყოველი ციკლი იწვევს დამატებითი ინვესტიციური შემოსავლის გენერირებას და მთლიანად ქვეყნის ეროვნული შემოსავლის ზრდას.

„ინვესტიციის ბაზრის„ ცნება გარკვეულწილად კრებსითი და განმაზოგადებელია. პრაქტიკაში იგი ასახულია ცალკეული სახის ინვესტიციების ბაზრების ვრცელ სისტემაში, რომელსაც თითოეული ამ სახის მრავალფეროვანი სეგმენტი აქვს. ინვესტიციების ბაზრების თანამედროვე სისტემატიზაცია გამოყოფს მათ განსხვავებულ სახეებს შემდეგი ძირითადი ნიშნების შესაბამისად (ნახ. 4.2.);

### **ინვესტიციების მიხედვითი კლასიფიკაცია**

I. ამა თუ იმ სახის ინვესტირების უზრუნველყოფის ობიექტების მიხედვით გამოყოფენ სამი ძირითადი სახის ინვესტიციების ბაზარს:

- რეალური ინვესტიციების ობიექტების ბაზარი. იგი დამახასიათებელია ინვესტიციების იმ ბაზრისათვის, რომლის ყიდვა-

## ინვესტიციური გზარების სისტემატიზაცია

### ინვესტიციების სხვადასხვა სახის ობიექტების მიხედვით

- რეალური ინვესტიციების ობიექტების ბაზარი
- ფინანსური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი
- ინტელექტუალური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი

### ინვესტიციური საქონელის, მომსახურებისა და ინსტრუმენტების სახეობის მიხედვით

- უძრავი ქონების ბაზარი
- კაპიტალური საქონელის ბაზარი
- ინოვაციური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი
- რეალური ინვესტირების სხვა ობიექტების ბაზარი
- რეალური ინვესტირების სფეროში შესრულებული მომსახურების ბაზარი
- ფასიანი ქაღალდების ბაზარი
- ფულადი ინსტრუმენტების ინვესტირების ბაზარი
- ოქროსა და სხვა ძვირფასი ღვთივნების ბაზარი
- ფინანსური ინვესტირების სფეროში გაწეული მომსახურების ბაზარი

### შუამომღონიერების ორგანიზაციული ფორმების მიხედვით

- ორგანიზებული (საბირეო) ბაზარი
- არაორგანიზებული (არასაბირეო) ბაზარი

### კვალიფიკაციის მიხედვით

- ადგილობრივი ბაზარი
- რეგიონული ბაზარი
- ნაციონალური ბაზარი
- მსოფლიო ბაზარი

### დადებულ გარიგებათა კვალიფიკაციის მიხედვით

- გარიგებათა პირობების დაუყოვნებლივი რეალიზაციის მქონე ბაზარი (ბაზრები "სვოპი" და "ქეში")
- გარიგებათა პირობების მომავალ პერიოდში რეალიზაციის მქონე ბაზარი

### ინვესტირების უინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პერიოდის მიხედვით

- ფულის ბაზარი
- კაპიტალის ბაზარი

### უინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პერიოდის მიხედვით

- პირველადი ბაზარი
- მეორადი ბაზარი

2.1 ნახაზი. ინვესტიციური გზარების სისტემატიზაცია პირითადი ინფორმაციის მიხედვით

გაყიდვის ობიექტია ცალკეული მეურნე სუბიექტების რეალური ინვესტირების პროცესის უზრუნველმყოფი ყოველგვარი საქონელი და მომსახურება. ოპერაციების მოცულობის მიხედვით რეალური ინვესტირების ბაზარი მთავარი ბაზარია ჩვენი ქვეყნის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე.

- ფინანსური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი. იგი ინვესტიციების იმ ბაზრის მახასიათებელია, რომლის ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია ამა თუ იმ მეურნე სუბიექტის ფინანსური ინვესტირების პროცესის უზრუნველმყოფი ყოველგვარი ინვესტიციური ინსტრუმენტი და მომსახურება. განვითარების ტემპების მიხედვით ეს ბაზარი ყველაზე უფრო დინამიურია, თუმცა, ამჟამად, შედარებით მცირეა მასზე საწარმოების საინვესტიციო ოპერაციების მოცულობა.

- ინტელექტუალური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი. ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზრის ორ ძირითად სახეობას – ფინანსური და მატერიალური (რეალური) ინვესტიციების ბაზრებს თანამედროვე პირობებში შეიძლება დაემატოს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, ნოუ-ჰაუს, მეცნიერული დამუშავების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

## **ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარის განვითარების უზრუნველყოფის საკონკრეტო ღონისძიებები**

II. მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების სახეების მიხედვით გამოყოფენ ინვესტიციების შემდეგი სახის ბაზრებს:

- უძრავი ქონების ბაზარი. ამ სახის ბაზარი მოიცავს საწარმოების როგორც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების; პრივატიზაციის იმ ობიექტების, რომლებიც მთლიანად იყიდება აუქციონებზე, კონკურსებით ან რომლებსაც მთლიანად იძენენ შრომითი კოლექტივები; დაუსრულებელი მშენებლობის საწარმოო ობიექტების; ოფისების, საწარმოს თანამშრომელთათვის არსებული ბინების, მიწის ნაკვეთების და ა.შ. მიმოქცევას.

- კაპიტალური საქონლის ბაზარი. თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში ამ სახის ბაზარს მიაკუთვნებენ საწარმოო – ტექნიკური დანიშნულების (მანქანები, მექანიზმები, საწარმოო

მოწყობილობასა), კავშირგაბმულობისა და კომუნიკაციის საშუალებები, კომპიუტერული ტექნიკის, აგრეთვე, სამშენებლო დანიშნულების ფართო ნომენკლატურის საქონლის მიმოქცევას.

• ინოვაციური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი. ამ ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებია გამოგონებებისა და აღმოჩენების პატენტები, მათი გამოყენების უფლებათა ლიცენზიები, ნოუ-ჰაუ, სავაჭრო მარკები, სასაქონლო ნიშნები და სხვა უფლებები. ეს ბაზარი საშუალებას უქმნის საწარმოებს, საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ჩამოაყალიბონ საჭირო არამატერიალური აქტივები.

• რეალური ინვესტირების სხვა ობიექტების ბაზარი. ამ ბაზარზე მიმოქცევის საგანია ზემოთ განხილულ ჯგუფებში არშესული ყველა დანარჩენი საქონელი, რომელსაც საწარმოს არასაბრუნავ და საბრუნავ საოპერაციო აქტივებში რეალური ინვესტიციების განხორციელების პროცესში იყენებენ.

• რეალური ინვესტირების სფეროში შესრულებული მომსახურების ბაზარი. ამ ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტია ისეთი მომსახურება, როგორიცაა: რეალური საინვესტიციო პროექტების ბიზნეს-გეგმების მომზადება (ან კონსულტაციების გაწევა მისი დასაბუთების ცალკეული განყოფილებების მიხედვით); ცალკეული ობიექტების ან ტექნოლოგიური პროცესების დაპროექტება, სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების განხორციელება და ა.შ.

• ფასიანი ქაღალდების ბაზარი (ან საფონდო ბაზარი). იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია საწარმოების, საფინანსო ინსტიტუტებისა თუ სახელმწიფოს მიერ ემისირებული ყოველგვარი ფასიანი ქაღალდი (საფონდო ინსტრუმენტები). განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ინვესტიციების ყველაზე უფრო ვრცელი ბაზარია დადებულ გარიგებათა მოცულობითა და მასზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნებით. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირება აწესრიგებს და უფრო ეფექტურს ხდის მრავალ ეკონომიკურ პროცესს და, პირველ რიგში, დროებით თავისუფალი ფინანსური რესურსების ინვესტირების პროცესს. ამ ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმი მასზე საინვესტიციო ოპერაციების ყველაზე სწრაფად და ყველაზე უფრო სამართლიანი ფასებით

ჩატარების შესაძლებლობას იძლევა სხვა სახის ინვესტიციების ბაზრებთან შედარებით. ამ ბაზარზე ყველაზე უფრო ადვილი ჩასატარებელია ფინანსური ინჟინირინგი – ინვესტიციური ოპერაციების განხორციელების ახალი სქემებისა და ახალი ინსტრუმენტების შექმნის მიზანმიმართული პროცესი.

- ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარი. ეს ბაზარი, პირველ რიგში, წარმოდგენილია ინვესტირების ისეთი ინსტრუმენტებით, როგორცაა ფულადი ანაბრები – ვადიანი და მოთხოვნამდე. გარდა ამისა, ჩვენს ქვეყანაში ნათლად გამოვლენილმა ინფლაციურმა პროცესებმა ამ ბაზარზე ინვესტირების ობიექტად აქცია მთელი რიგი ქვეყნების თავისუფლად კონვერტირებადი მყარი ვალუტა (ინვესტიციებს არ განეკუთვნება უცხოური ვალუტის შექმნა ვალუტის ბაზარზე არაეკონომიკური ოპერაციების ჩასატარებლად).

- ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების-ვერცხლისა და პლატინის) ბაზარი. იგი იმ ბაზრის მახასიათებელი, რომელზეც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია ფასეული ლითონები, პირველ რიგში კი – ოქრო. ამ ბაზარზე ხორციელდება ფინანსური აქტივების დაზღვევის, საერთაშორისო ანგარიშსწორებათა ფინანსური საჭირო ვალუტის შექმნისათვის ამ აქტივების რეზერვირების უზრუნველყოფის, სპეკულაციური საინვესტიციო გარიგებების განხორციელების ოპერაციები. იგივე ბაზარი, აკმაყოფილებს ამ ლითონების სამრეწველო-საყოფაცხოვრებო მოხმარებაზე და მათ კერძო ტეზავრაციაზე არსებულ მოთხოვნილებას. ოქროს ბაზრის ამგვარი მრავალფუნქციურობა იმას უკავშირდება, რომ ოქრო არამარტო საყოველთაოდ აღიარებული საინვესტიციო აქტივი და თავისუფალი ფულადი სახსრების რეზერვირების ყველაზე უსაფრთხო საშუალებაა, არამედ ფასეული სანედლეულო საქონელიცაა მთელი რიგი სამრეწველო საწარმოებისთვის.

- ფინანსური ინვესტირების სფეროში გაწეული მომსახურების ბაზარი. ამ ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტად გვევლინება, უპირველეს ყოვლისა, საშუამავლო მომსახურება, აგრეთვე, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციისა და შენახვის, საინფორმაციო და სხვა სახის მომსახურება.

ინვესტიციების ბაზრის საერთო სტრუქტურა მისი ცალკეული სახეების ჭრილში ნახ. 4.3-ზეა მოცემული.



# ინვესტიციის გეგმარი

ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გეგმარი

I

## რეალური ინვესტიციების ობიექტების გეგმარი

1. უძრავი ქონების ბაზარი
2. კაპიტალური საქონლის ბაზარი
3. ინოვაციური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი
4. რეალური ინვესტირების სხვა ობიექტების ბაზარი
5. რეალური ინვესტირების სფეროში მომსახურების ბაზარი

II

## ფინანსური ინსტრუმენტების ინვესტირების გეგმარი

6. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი
7. ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარი
8. ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ბაზარი
9. ფინანსური ინვესტირების სფეროში მომსახურების ბაზარი

III

## ინტელექტუალური რესურსების ინვესტირების გეგმარი

10. ინტელექტუალური რესურსების ბაზარი
11. ინტელექტუალური ინვესტირების სფეროში მომსახურების ბაზარი
12. ადამიანისუნარიანობის განვითარების ინვესტიციების ბაზარი
13. ინფრასტრუქტურული აქტივების სფეროს ინვესტიციების ბაზარი
14. ინტელექტუალური ინვესტირების სფეროში მომსახურების განვითარების ბაზარი

III. ფუნქციონირების ორგანიზაციული ფორმების მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ინვესტიციის ბაზრებს:

1. ორგანიზებული (საბირჟო) ბაზარი. ეს ბაზარი წარმოდგენილია საფონდო, სასაქონლო და სავალუტო ბირჟების სისტემით. ინვესტიციების ორგანიზებულ ბაზარზე ერთ ადგილზეა უზრუნველყოფილი მოთხოვნისა და მიწოდების მაღალი კონცენტრაცია; დგინდება ცალკეულ კაპიტალურ საქონელზე, საფინანსო ინსტრუმენტებსა და საინვესტიციო მომსახურებაზე ფასების ყველაზე უფრო ობიექტური სისტემა; ტარდება ვაჭრობებზე დაშვებული ძირითადი სახის ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების ფინანსური შეძლების შემოწმება; ვაჭრობის პროცედურა ღია სახისაა; გარანტირებულია დადებულ გარიგებათა შესრულება. თუმცა, საბირჟო ბაზარს ცალკეული სუსტი მხარეებიც აქვს – მასზე რეალიზებული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების წრეს შეზღუდული ხასიათი აქვს; ამ ბაზარს უფრო მკაცრად არეგულირებს სახელმწიფო, რაც ამცირებს მის მოქნილობას; მისი ფუნქციონირების ყველა ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტის შესრულება ზრდის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების განხორციელების ხარჯებს; ბირჟაზე ცალკეული მოვაჭრეების მიერ შესრულებული მსხვილმასშტაბიანი გარიგებების საიდუმლოდ შენახვა პრაქტიკულად შეუძლებელია.

2. არაორგანიზებული (არასაბირჟო ანუ „ქუჩის,“) ბაზარი. ესაა ინვესტიციების ისეთი ბაზარი, რომელზეც ინვესტიციური საქონლის, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებები არ რეგისტრირდება ბირჟაზე. ამ ბაზარს ახასიათებს უფრო მაღალი დონის საინვესტიციო რისკი (რადგან მასზე კოტირებული მრავალი ფინანსური ინსტრუმენტი და მომსახურება შემოწმებას არ გადის ბირჟებზე ან უარყოფილია ლისტინგის პროცესში); მყიდველთა იურიდიული დაცვის უფრო დაბალი დონე; მათი უფრო ნაკლებ მიმდინარე ინფორმირებულობა და ა.შ. ამასთან, ეს ბაზარი უზრუნველყოფს ინვესტიციური საქონლის, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და მომსახურების უფრო ფართო ნომენკლატურის მიმოქცევას, აკმაყოფილებს ცალკეული ინვესტირების მოთხოვნილებას უფრო მაღალი რისკის დონისა და, შესაბამისად, უფრო მაღალი

შემოსავლის მომტან საინვესტიციო ობიექტებსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე; უფრო მეტად უზრუნველყოფს ცალკეული გარიგებების განხორციელების საიდუმლოობას, ინვესტიციების არაორგანიზებული ბაზრის რეჟიმში ხორციელდება რეალურ საინვესტიციო საქონელსა და ფასიან ქალაქლებზე ოპერაციების დიდი ნაწილი და მომსახურების ძირითადი მოცულობა რეალური ინვესტირების სფეროში.

#### საინვესტიციო მართვის მინიშნულები

**IV. რეგიონული ნიშნის მიხედვით გამოყოფენ ინვესტიციების შემდეგ ბაზრებს:**

- ინვესტიციების ადგილობრივი ბაზარი. იგი ძირითადად წარმოდგენილია რეალური ინვესტიციური საქონლის ადგილობრივი გამყიდველების, თავიანთ კონტრაქტებთან ფასიანი ქალაქების არაორგანიზებულად მოვაჭრეების ოპერაციებით, აგრეთვე, რეალურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული მომსახურების სფეროში მომხდარი გარიგებებით.

- ინვესტიციების რეგიონული ბაზარი. ასეთი ბაზარი ფუნქციონირებს ოლქის (რესპუბლიკის) მასშტაბით და ადგილობრივ არაორგანიზებულ ბაზრებთან ერთად მოიცავს რეგიონული სასაქონლო, საფონდო და სავალუტო ბაზრების სისტემას.

- ინვესტიციების ეროვნული ბაზარი. იგი მოიცავს ქვეყნის ინვესტიციის ბაზრების მთელ სისტემას, მის ყველა სახესა და ორგანიზაციულ ფორმას.

- ინვესტიციის მსოფლიო ბაზარი. ეს ბაზარი მსოფლიო საბაზრო სისტემის ნაწილია, რომელშიც ინტეგრირებულია ღია ეკონომიკის ქვეყნების ინვესტიციის ეროვნული ბაზრები.

ფინანსების მსოფლიო ბაზარზე შესრულებული ოპერაციების მოცულობას გადიდებით ხასიათდება მისი გლობალიზაციის პროცესი, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების გამყიდველებისა და მყიდველების მიერ სხვა ქვეყნების ბაზრებზე ოპერაციების შესრულების ხელმისაწვდომობას.

#### საინვესტიციო მართვის მინიშნულები

**V ინვესტიციების ბაზარზე დადებული გარიგებების რეალიზაციის ვადიანობის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ბაზრებს:**

• გარიგებათა პირობების დაუყოვნებლივი რეალიზაციის ბაზარი („სპოტ“, - ბაზარი ან „ქემ“-ბაზარი). იგი დამახასიათებელია ინვესტიციური საქონლისა და საინვესტიციო ინსტრუმენტების ისეთი ბაზრისთვის, რომელზეც დადებული გარიგებები დროის მკაცრად განსაზღვრულ მოკლე პერიოდში ხორციელდება.

• გარიგებათა პირობების მომავალ პერიოდში რეალიზაციის მქონე ბაზარი (ფიუჩერსული, ოფშორული და ა.შ.) ამ ბაზარზე მიმოქცევის საგანია, როგორც წესი, საფონდო, სავალუტო და სასაქონლო დერივატივები (წარმოებული ფასიანი ქარაღები).

ინვესტიციების ამგვარი ბაზრების დანაწილება და ორგანიზაციული გაფორმება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში შედარებით ახლახან მოხდა. დერივატივებზე ოპერაციათა მცირე მოცულობის გამო ჩვენს ქვეყანაში ეს ბაზრები ორგანიზაციულად ჯერ კიდევ არაა დანაწილებული.

## **მომავლის მიზნული მიზანობა**

VI. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პერიოდის მიხედვით ინვესტიციის ბაზრების შემდეგ სახეებს გამოყოფენ:

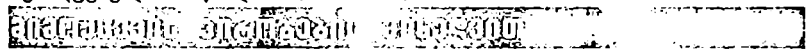
• ფულის ბაზარი. იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც ყიდიან და ყიდულობენ ყველა განხილული ბაზრის ინვესტიციის ერთ წლამდე მიმოქცევის ვადის მქონე საბაზრო ფინანსურ ინსტრუმენტებსა და მომსახურებას. ინვესტიციის ბაზრების ამ მოკლევადიანი სექტორის ფუნქციონირება საშუალებას აძლევს საწარმოებს, გადაწყვიტონ როგორც მიმდინარე გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფისათვის ფულადი აქტივების უკმარისობის შეესების, ისე მათი თავისუფალი ნაშთის ეფექტურად გამოყენების პრობლემები. ფულის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური აქტივები ყველაზე უფრო ლიკვიდურია; მათ ახასიათებს ინვესტიციის ბაზრის უმცირესი დონე, მათზე ფასების ფორმირების სისტემა კი შედარებით მარტივია. ეს თვისებები უზრუნველყოფს საწარმოსთვის მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის ფორმირებისა და მართვის უფრო მარტივ და ეფექტიან პროცესს.

• კაპიტალის ბაზარი. იგი ახასიათებს იმ ბაზარს, რომელზეც ყიდულობენ და ყიდიან მიმოქცევის ერთ წელზე მეტი ვადის მქონე საბაზრო ფინანსურ ინსტრუმენტებსა და მომსახურებას. კაპიტალის

ბაზრის ფუნქციონირება საშუალებას აძლევს საწარმოებს, მოაგვარონ როგორც რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციისთვის ინვესტიციური რესურსების ფორმირების, ისე ეფექტიანი ფინანსური ინვესტირების (გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებების განხორციელების) პრობლემები. კაპიტალის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური აქტივები, როგორც წესი, ნაკლებად ლიკვიდურია; მათ ახასიათებთ ყველაზე მაღალი დონის საინვესტიციო რისკი და, შესაბამისად, შემოსავლიანობის უფრო მაღალი დონე.

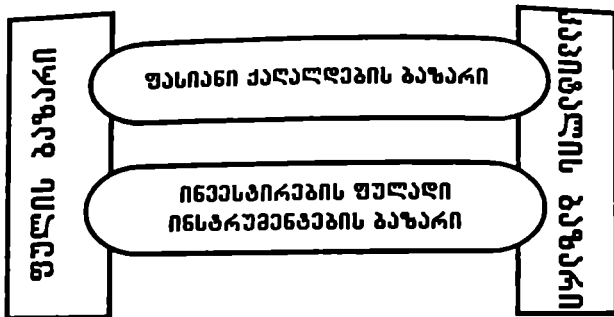
აღსანიშნავია, რომ ფულის და კაპიტალის ბაზრებად ამ ტრადიციულ დაყოფას ან ბაზრების ფუნქციონირების თანამედროვე პირობებში რამდენადმე პირობითი ხასიათი აქვს. ამ პირობითობას ის განსაზღვრავს, რომ თანამედროვე ბაზრების საინვესტიციო ტექნოლოგიები და მრავალი ფინანსური ინსტრუმენტის ემიტირების პირობები ითვალისწინებს მოკლევადიანი ფინანსური აქტივების გრძელვადიან აქტივებად და პირიქით ტრანსფორმირების შედარებით მარტივ და სწრაფ ხერხს.

ინვესტიციების ცალკეული სახის ბაზრების დახასიათებისას აღსანიშნავია, რომ ისინი მჭიდროდ არიან ერთმანეთთან დაკავშირებული და ერთ საბაზრო სივრცეში ფუნქციონირებენ. მაგალითად, ყველა ის ბაზარი, რომლებიც ინვესტირების ამა თუ იმ საფონდო და ფულის ინსტრუმენტების მიმოქცევას ემსახურებიან, იმედროულად როგორც ფულის, ისე კაპიტალების ბაზრების შემადგენელი ნაწილია (ნახ. 4.4)



VII. ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პირობების მიხედვით (საუბარია მხოლოდ და მხოლოდ საფონდო ინსტრუმენტებზე) განასხვავებენ შემდეგი სახის ბაზრებს:

- პირველადი ბაზარი. იგი ახასიათებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, რომელზეც ხორციელდება მათი ემისიის პირველადი განთავსება. ამ განთავსებას, როგორც წესი, ორგანიზებას უწევს ანდერრაიტერი (საინვესტიციო დილერი), იგი დამოუკიდებლად ან სხვა ანდერრაიტერების ჯგუფთან ერთად იძენს ემიტირებული აქციების ობლიგაციების და ა.შ. მთელ (ან ძირითად) მოცულობას ინვესტორებისათვის უფრო წვრილ პარტიებად მათი მიყიდვის მიზნით.



**4.4. ინვესტიციების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი ბაზრების ურთიერთკავშირის სინთეზი.**

• **მეორადი ბაზარი.** იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც მუდმივად მიმოიქცევა პირველად ბაზარზე ადრე გაყიდული ფასიანი ქაღალდები. მეორადი საფონდო ბაზარი მოიცავს ფასიანი ქაღალდების საბირჟო და არასაბირჟო ბრუნვის უპირატეს ნაწილს. ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარს ფექტიანად ფუნქციონირება არ შეუძლია, თუკი არ იქნა განვითარებული მეორადი საფონდო ბაზარი, რომელიც უზრუნველყოფს მუდმივ ლიკვიდობასა და საინვესტიციო რისკების განაწილებას. მეორადი ბაზრის ერთ-ერთი მთავარი ფუნქციაა ცალკეული ფასიანი ქაღალდების რეალური საბაზრო ფასის (საქურსო ღირებულების) დადგენა, რომელიც ასახავს მთელ არსებულ ინფორმაციას მათი ემიტენტების ფინანსური მდგომარეობისა და ემისიის პირობების შესახებ.

ამ ნიშნის მიხედვით საფონდო ბაზრების დაჯგუფება კიდევ უფრო განვითარდა აშშ-ში და გამოიყო „მესამეული ბაზარი,, (არასაბირჟო ვაჭრობა ფასიანი ქაღალდების მსხვილი პაკეტებით, რომლებიც იმავე დროს ცენტრალურ საფონდო ბირჟებზე გადიან კოტირებას), და „მეოთხეული ბაზარი,, (რომელზეც პირდაპირი გარიგებები ხორციელდება მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტიორებსა და ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებს შორის შუამავალი ფირმების გარეშე).

მესამე (მესამეული) ბაზარს უწოდებენ<sup>1</sup> იმ ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო ვაჭრობას, რომელთა კოტირება ნიუ-იორკის, ამერიკის და სხვა საფონდო ბირჟებზე ხდება. იგი არსებობს ისეთი მსხვილი

<sup>1</sup> გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტიციების საფუძვლები. ქართული თარგმანი ლ.ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.

ინსტიტუციური ინვესტირების საჭიროებათა მომსახურებისათვის, როგორცაა თანაზიარი და საპენსიო ფონდები, სიცოცხლის დაზღვევის კომპანიები და ა.შ. და ეხმარება მათ დანახარჯების არსებითად შემცირებაში ფასიან ქალაქებზე მსხვილი ოპერაციების ჩატარების დროს. „მესამე“ ბაზარზე გარიგებათა დადებას, ჩვეულებრივ, ის ფირმები და დილერები ემსახურებიან, რომლებიც საფონდო ბირჟების წევრები არიან. მსხვილი გამყიდველებისა და მყიდველების ერთმანეთთან შეხვედრაში არასაბირჟო ბაზრის დილერები უფრო დაბალი განაკვეთით იღებენ საკომისიო გასამრჯელოს, ვიდრე ეს საფონდო ბირჟებზე მიღებული. ამგვარად, ინსტიტუციურ ინვესტორებს შესაძლებლობა აქვთ, მნიშვნელოვანი თანხები დაზოგონ საკომისიო გასამრჯელოზე, მაგრამ ამავე დროს, ამ ბაზარზე კურსის ჩამოყალიბებაზე მათი გავლენაც მინიმალურია. „მესამე“ ბაზრის მნიშვნელობა რამდენადმე დაეცა მას შემდეგ, რაც 1975 წელს საფონდო ბირჟებზე შემოიღეს სახელშეკრულებო საკომისიო გასამრჯელო ბროკერებისათვის.

მეოთხეულ ბაზარს იმ გარიგებებს უწოდებენ, რომლებსაც პირდაპირ დებენ ერთმანეთს შორის მსხვილი ინსტიტუციური ინვესტორები და გამყიდველები. „მესამე“ ბაზრისგან განსხვავებით, „მეოთხე“ ბაზრის ოპერაციებში დილერი არ მონაწილეობს, მაგრამ შესაფერისი მყიდველის და გამყიდველის ძიებისას ინსტიტუციურ ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს შუამავალი ფირმების მომსახურება გარიგების გაადვილების მიზნით.<sup>2</sup>

### **ინვესტიციის ბაზრის მოყვანილი სისტემატიზაცია**

ინვესტიციის ბაზრის მოყვანილი სისტემატიზაცია არსებითად შეგვიძლია გავაღრმავოთ თითოეული მათგანის შესაბამისი სეგმენტაციის ხარჯზე. ინვესტიციის ბაზრის სეგმენტაცია არის ისეთ ინდივიდუალურ სეგმენტებად მისი სახეების დაყოფის მიზანმიმართული პროცესი, რომლებიც ერთმანეთისგან განსხვავდება მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ხასიათით. მაგალითად, უძრავი ქონების ბაზრის ფარგლებში გამოიყოფა საწარმოების როგორც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების სეგმენტი (ცალკეული დარგების და საქმიანობის სფეროების ჭრილში, ოფისების

<sup>2</sup> გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ.ქაჩაიურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.

სეგმენტი, დაუმთავრებელი მშენებლობის ობიექტების სეგმენტი და ა.შ. საფონდო ბაზრის ფარგლებში გამოიყოფა ობლიგაციების ბაზარი, აქციების ბაზარი, დერივატივების ბაზარი და ა.შ. თითოეული ეს სეგმენტი კიდევ უფრო ვიწრო მიკროსეგმენტებად შეგვიძლია დავყოთ – სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი; ვენჩურული საწარმოების აქციების ბაზარი, ოპციონირების ბაზარი, ფიუჩერსების ბაზარი და ა.შ.

ინვესტიციის ბაზრის განვითარების პროცესს ახასიათებს ერთი სახის ბაზრებიდან და სეგმენტებიდან მეორეში საინვესტიციო რესურსების გაძულებით გადასვლა. ამ გადასვლის ნიშნულად შეგვიძლია მოვიყვანოთ ბოლო წლებში გამოვლენილი სეკიურატიზაციის პროცესი, რომელსაც ახასიათებს ოპერაციების გადატანა კრედიტების ბაზრიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე (პირველ რიგში – იბლიგაციების ბაზარზე), რაც უზრუნველყოფს სასესხო საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის ხარჯების შემცირებას.

ინვესტიციის ბაზრების მრავალფეროვანი სახეებისა და სეგმენტების ფართოდ განშტოებული სისტემის არსებობა საჭირო წინაპირობებს უქმნის ალტერნატიული მმართველობითი გადაწყვეტილებების მომზადებასა და რეალიზებას ინვესტიციური მენეჯმენტის პროცესში.

#### 43. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები და მათი უწყალობა

##### **მონაწილეები და მონაწილეობის გარიგებები**

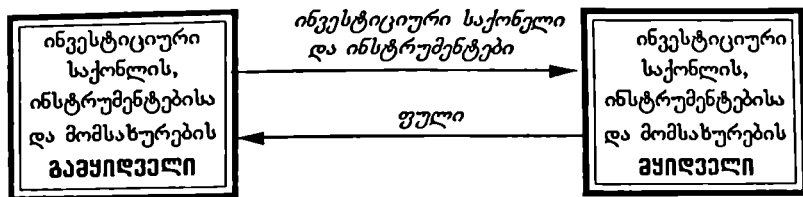
ინვესტიციის ბაზარზე სხვადასხვა მონაწილეების ფუნქციებს განსაზღვრავს მათი საქმიანობის მიზნები და ცალკეულ გარიგებათა დადებაში მათი მონაწილეობის ხარისხი. ინვესტიციის ბაზრის ძირითად მონაწილეთა შემადგენლობა დიფერენცირდება გარიგებათა განხორციელების ფორმებზე დამოკიდებულებით, რომლებსაც ყოფენ პირდაპირ და შუამავლობით გარიგებებად (ნახ. 4.5).

ინვესტიციის ბაზარზე გარიგებათა დადების პრინციპულ ფორმებზე დამოკიდებულებით მის ძირითად მონაწილეებს ორ ჯგუფად ყოფენ:

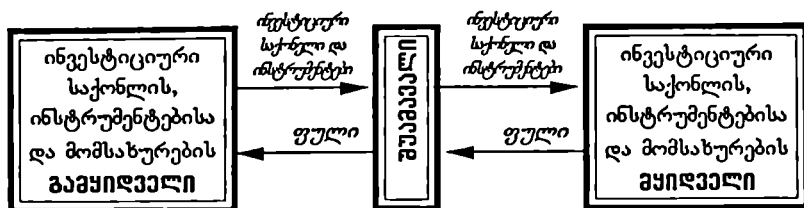
1) ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველები და მყიდველები; 2) ინვესტიციური (ფინანსური) შუამავლები. გარდა ამ მონაწილეებისა, რომლებიც უშუალოდ მონაწილეობენ გარიგებათა განხორციელებაში, ინვესტიციის ბაზრის



### ა) გარიგებების დადების პირდაპირი შორება



### ბ) გარიგებების დადება შუამავლების საშუალებით



#### 4.5. ინვესტიციური ბაზარზე გარიგებათა დადების არინფორმალური შორეობა.

სუბიექტებია, აგრეთვე, ის მრავალრიცხოვანი მონაწილეები, რომლებიც დამხმარე ფუნქციებს ასრულებენ (ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი მონაწილეების მომსახურების ფუნქციები; ინვესტიციის ბაზარზე ცალკეული ოპერაციების მომსახურების ფუნქციები და ა.შ.)

ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები ყოველივე ზემოთქმულის გათვალისწინებით, ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა შემადგენლობის კლასიფიცირებას ასე ახდენენ (ნახ. 4.6)

განვიხილოთ ეს მონაწილეები მათი ძირითადი ჯგუფების ჭრილში.

I. ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველები და მყიდველები ინვესტიციების ბაზრის პირდაპირი მონაწილეების ჯგუფს შეადგენენ, რომლებიც ძირითად ფუნქციებს ასრულებენ მასზე ინვესტიციური ოპერაციების შესრულებაში. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა ამ ჯგუფის ძირითად შემადგენლობას მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის (ინსტრუმენტების, მომსახურების) ხასიათი. ინვესტიციების ამა თუ იმ ბაზარზე

## ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები

მონაწილეები, რომლებიც ბაზარზე პირითაღ უწყისობას ასრულებენ

მონაწილეები, რომლებიც ბაზარზე ღამხმარა უწყისობას ასრულებენ

ინვესტიციური ოპერაციების პირდაპირი მონაწილეები ბაზარზე

ინვესტიციური (ფინანსური) შუამავლები

ინვესტიციის ბაზრის ინფრასტრუქტურის სუბიექტები

ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველები

ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მყიდველები

### 4.6. ნახ. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეების პირითაღი გავრცელების შედეგად

პირდაპირი მონაწილეების (გამყიდველებისა და მყიდველების) ძირითადი სახეები 4.7. ნახაზზეა წარმოდგენილი:

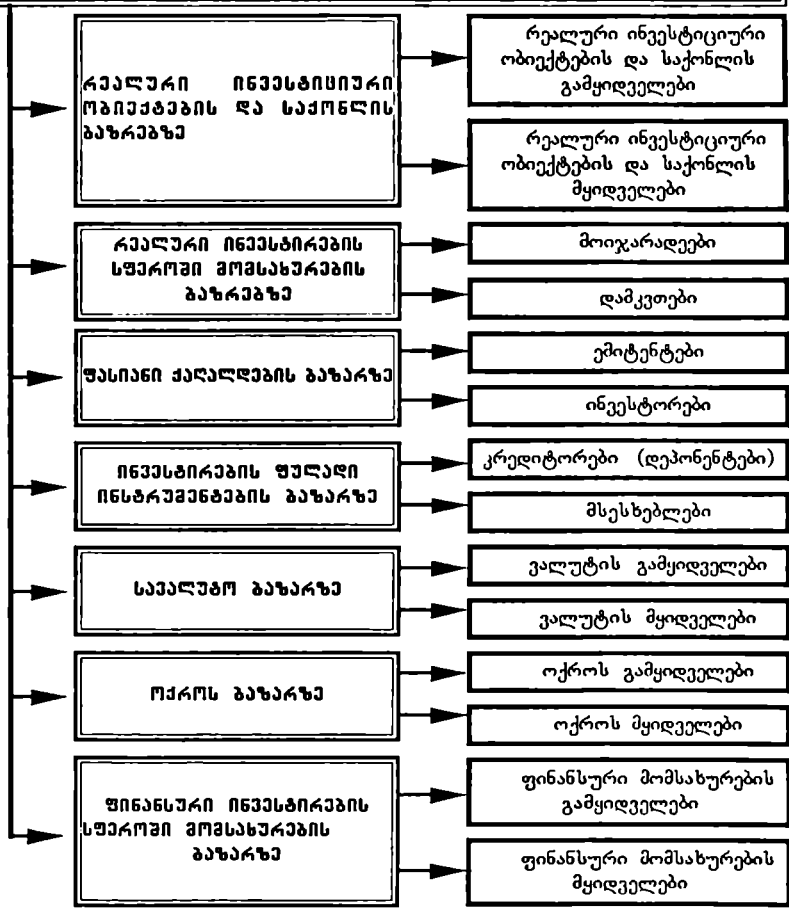
#### ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები

1. რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი სახის მონაწილეებად გვევლინებიან:

– რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის გამყიდველები. ეს შეიძლება იყოს უფლებამოსილი სახელმწიფო ორგანოები (საპრივატიზაციო საწარმოების აუქციონებზე, კონკურსით ან შრომის კოლექტივებზე გაყიდვის ნაწილში), არასახელმწიფო საწარმოების მესაკუთრეები ან საწარმოები და კერძო პირები (რომლებიც ამა თუ იმ ინვესტიციურ საქონელს ყიდნიან).

– რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის მყიდველები. ასეთებია პოლიტიკური და სხვა კომპანიები, შრომითი კოლექტივები და კერძო პირები (რომლებიც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების ფორმის მქონე საინვესტიციო ობიექტებს იძენენ თავისუფალი შექმნის წესით ან პრივატიზაციის გზით), საწარმოები

**ინვესტიციური ოპერაციების პირდაპირი  
მონაწილეობის ძირითადი სახეები სხვადასხვა სახის  
ინვესტიციურ ბაზრებზე**



ნახ. 4.7. სხვადასხვა ინვესტიციურ ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების პირდაპირი მონაწილეობის ძირითადი სახეები

და სხვა ინვესტორები (რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური საინვესტიციო საქონლის გამოყენებას საინვესტიციო პროცესში).

## 2. რეალური ინვესტიციების ბაზრის განვითარების პირობები

2. რეალური ინვესტიციების სფეროში შესრულებული მომსახურების ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეებია:

– მენარდები. მომსახურების ასეთი გამყიდველები რეალური ინვესტიციების პროცესს უზრუნველყოფენ და მათ ეკუთვნის კონსალტინგური ფირმები (უზრუნველყოფენ რეალური საინვესტიციო პროექტების ბიზნეს-გეგმების შემუშავებას), სპეციალიზებული საპროექტო ფირმები და ინსტიტუტები (უზრუნველყოფენ საწარმოო და სოციალური დანიშნულების ობიექტების დაპროექტებას), სამშენებლო ფირმები და კომპანიები (უზრუნველყოფენ სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების შესრულებას რეალური საინვესტიციო პროექტის შესაბამისად).

– შემკვეთები. ესაა ის საწარმოები და სხვა ინვესტორები, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობას ეწევიან და გარეშე შემსრულებლების სათანადო მომსახურებას საჭიროებენ.

## 3. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეობა

3. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეობა გვევლინება:

– ემიტენტები. ისინი ინვესტიციის ბაზრის იმ სუბიექტებს ახასიათებენ, რომლებიც საჭირო საინვესტიციო რესურსებს იზიდავენ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (ემისიის) ხარჯზე. ინვესტიციის ბაზარზე ემიტენტები გამოდიან მხოლოდ და მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველის როლში და კისრულობენ გამოშვების პირობებიდან გამომდინარე ყველა მოთხოვნის შესრულების ვალდებულებას. ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებად გვევლინება სახელმწიფო (სახელმწიფო ხელისუფლების აღმასრულებელი ორგანოები და ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოები), აგრეთვე, როგორც წესი, სააქციო საზოგადოებათა ფორმით შექმნილია მრავალფეროვანი იურიდიული პირები. გარდა ამისა, ინვესტიციების ეროვნულ ბაზარზე მიმოქცევაში შესაძლოა იყოს არარეზიდენტების მიერ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები.

– ინვესტორები. ეს ინვესტიციის ბაზრის ის სუბიექტებია, რომლებიც ფასიან ქაღალდებში აბანდებენ თავიანთ ფულად სახსრებს შემოსავლის მიღების მიზნით. ამ შემოსავალს აყალიბებს პროცენტების, დივიდენდებისა და ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების ნაზრდის მიღება ინვესტორების მიერ.

#### **ინვესტიციის ინსტრუმენტების ბაზარზე**

4. ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების მთავარ პირდაპირ მონაწილეებად გვევლინებიან:

– კრედიტორები (დეპონენტები). ინვესტიციის ბაზრის ეს სუბიექტები გარკვეული პროცენტით იძლევიან სესხებს დროებითი სარგებლობისათვის. კრედიტორების ძირითადი ფუნქციაა ფულადი აქტივების გაყიდვა, რომ დაკმაყოფილდეს მსესხებელთა სხვადასხვაგვარი მოთხოვნილებანი ფინანსურ რესურსებზე. ბაზარზე კრედიტორებად, ჩვეულებრივ, გამოდიან ის სახელმწიფო და კომერციული ბანკები, რომლებიც ყველაზე მეტი მოცულობის და ფართო სპექტრის საკრედიტო ოპერაციებს ახორციელებენ; არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები (საწარმოები). კრედიტორი საწარმოები თავიანთ თავისუფალ ფულად სახსრებს აბანდებენ იმ შესაბამის ინსტრუმენტებში, რომლებსაც სასესხო პროცენტის ფორმით მოაქვთ ინვესტიციური შემოსავალი.

– მსესხებლები. ეს ფინანსური ბაზრის ის სუბიექტებია, რომლებიც სესხებს იღებენ კრედიტორებისგან ამ სესხების დაბრუნების გარკვეული გარანტიებით და გარკვეულ საზღაურს იხდიან პროცენტის ფორმით. ფინანსების ბაზარზე ფულადი აქტივების ძირითადი მსესხებლებია კომერციული ბანკები და საწარმოები (საბრუნავი სახსრების შევსების და საინვესტიციო რესურსების ფორმირების მიზნით საჭირო ფულად აქტივებზე მოთხოვნილების დასაკმაყოფილებლად).

#### **ვალუტის ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების**

ძირითადი მონაწილეები არიან:

– ვალუტის გამყიდველები. ვალუტის ძირითადი გამყიდველები: სახელმწიფო (რომელიც სავალუტო რეზერვების ნაწილს ყიდის ბაზარზე უფლებამოსილი ორგანოების მეშვეობით);

კომერციული ბანკები (რომელთაც აქვთ სავალუტო ოპერაციების განხორციელების ლიცენზია); საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის მონაწილე საწარმოები (რომლებიც ბაზარზე ყიდიან ექსპორტირებული პროდუქტიდან მიღებულ სავალუტო ამონაგებს); ფიზიკური პირები (რომლებიც თავიანთ კუთვნილ ვალუტას ყიდიან ვალუტის გადამცვლელი პუნქტების ქსელის მეშვეობით).

— ვალუტის მყიდველები. ვალუტის ძირითადი მყიდველებია იგივე სუბიექტები, რომლებიც ვალუტას ყიდიან. ისინი ვალუტას აგროვებენ საინვესტიციო მიზნით.

## ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეები არიან:

6. ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეები არიან:

— ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) გამყიდველები. ესენია: სახელმწიფო (რომელიც თავისი ოქროს მარაგის ნაწილს ყიდის); კომერციული ბანკები (რომლებიც ყიდიან თავიანთი ოქროს ავუარების ნაწილს); იურიდიული და ფიზიკური პირები (ამ აქტივებში (ტეზაურაციის სახსრებში) წინათ დაბანდებული სახსრების რეინვესტირების აუცილებლობის გამო). ამ ბაზარზე გამყიდველების შემადგენლობა ჩვენს ქვეყანაში საჭიროებს შესაბამის ნორმატიულ-სამართლებრივ რეგულირებას.

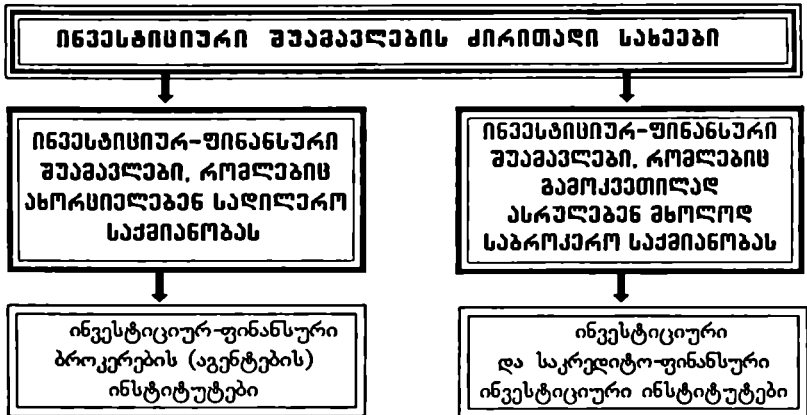
— ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) მყიდველები. ამ ლითონების ძირითადი მყიდველებია იგივე სუბიექტები და მათ ისინი საინვესტიციო მიზნით იძენენ.

7. ფინანსური ინვესტიციების სფეროში გაწეული მომსახურების ბაზარზე ძირითად მონაწილეებად გვევლინებიან, ასევე, მათი გამყიდველები და მყიდველები (ძირითადი მყიდველებია ეკონომიკის რეალური სექტორის ის საწარმოები, რომლებიც ფინანსურ ინვესტიციებას ახორციელებენ).

## ინვესტიციური შუამავლები

II. ინვესტიციური შუამავლები შეადგენენ ინვესტიციის ბაზრის ძირითად მონაწილეთა იმ საკმაოდ მრავალრიცხოვან ჯგუფს, რომელიც საშუამავლო კავშირს უზრუნველყოფს ინვესტიციური

საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის. ინვესტიციური შუამავლების გარკვეულ ნაწილს თვითონ შეუძლია ითამაშოს გამყიდველის ან მყიდველის როლი ინვესტიციის ბაზარზე. ძირითადი სახის ინვესტიციური შუამავლები 4.8 ნახაზზეა წარმოდგენილი.



**ნახ. 4.8. ინვესტიციური შუამავლების ძირითადი სახეები, რომლებიც ინვესტიციის ბაზარზე ასორციელებენ საქმიანობას**

• ბროკერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები ინვესტიციის ბაზრის ის პროფესიული მონაწილეებია, რომელთა საქმიანობის ლიცენზირება სავალდებულოა. ასეთი შუამავლების ძირითადი ფუნქცია ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების როგორც გამყიდველების, ისე მყიდველებისთვის დახმარების გაწევა ინვესტიციების ბაზარზე გარიგებათა განხორციელებაში. შუამავალი ბროკერი გარიგებათა დადებაში მონაწილეობს ან როგორც რწმუნებული (კლიენტისგან მიღებული ხელშეკრულება-დავალების საფუძველზე), ან როგორც კომისიონერი (კომისიის ხელშეკრულების საფუძველზე). პირველ შემთხვევაში ბროკერი-შუამავალი მოქმედებს მხოლოდ კლიენტის დავალებითა და მისივე ხარჯზე (ე.ი. გარიგების მხარედ გვევლინება თვითონ კლიენტი, რომელსაც ეკისრება მთელი ფინანსური პასუხისმგებლობა მის შესრულებაზე); მეორე შემთხვევაში ბროკერი-

შუამავალი მოქმედებს საკუთარი სახელით, მაგრამ კლიენტის ხარჯზე (ე.ი. გარიგების მხარეა ბროკერი, რომელიც პასუხისმგებელია მის შესრულებაზე და ფინანსურ ხარჯებს კლიენტის სახსრებიდან ანაზღაურებს).

საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების ამ ჯგუფს შეადგენს სასაქონლო და საფინანსო ბროკერების მრავალრიცხოვანი ინსტიტუტები, რომლებიც თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ ინვესტიციის, როგორც ორგანიზებულ (საბირჟო), ისე არაორგანიზებულ (არასაბირჟო) ბაზარზე. კანონმდებლობის შესაბამისად, ბროკერის როლის შესრულება შეუძლიათ, როგორც იურიდიულ პირებს (საბროკერო ფირმებსა და კანტორებს), ისე ფიზიკურ პირებს. მათი მთლიანი ინსტიტუტის შემადგენლობაში გამოყოფენ: სასაქონლო ბროკერებს; საფინანსო ბროკერებს; სავალუტო ბროკერებს და აშ.ყოველი მათგანი საქმიანობას ახორციელებს ინვესტიციის მხოლოდ და მხოლოდ შესაბამისი სახის ბაზარზე.

ფინანსური ბროკერების შემოსავლის საფუძველია საკომისიო გადასახადები მათ მიერ დადებულ გარიგებათა თანხიდან.

• დილერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლებიც ინვესტიციის ბაზრის პროფესიული მონაწილეები არიან. ასეთი შუამავლების ძირითადი ფუნქციაა ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვა საკუთარი სახელითა და ხარჯით. ისინი მოგებას იღებენ ფასებს შორის არსებული სხვაობიდან. სპეკულაციური სადილერო ოპერაციების განხორციელების ხარჯზე დილწილად აღწევენ ინვესტიციის ბაზარზე ფასისმიერი რისკის დაზღვევას.

მოქმედი ნორმების შესაბამისად, დილერმა საჯაროდ უნდა გამოაცხადოს გარკვეული ინვესტიციური საქმიანობისა და ინსტრუმენტების ყიდვის (გაყიდვის) ფასები და სწორედ ამ ფასებით მოახდინოს გარიგებათა დადება (შეთავსებაში დათქმულია გარიგებათა მოცულობაც). ინვესტიციის ბაზარზე, სადილერო საქმიანობას ახორციელებს მხოლოდ იურიდიული პირი, რომელსაც ლიცენზირება აქვს გავლილი. ლიცენზირების პროცესში გარკვეულ მოთხოვნებს უყენებენ კაპიტალის მინიმალურ სიდიდეს, ატესტაციას უტარებენ ზოგიერთ სპეციალისტს და აშ. დილერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები, შესაბამისი ლიცენზიის არსებობის



შემთხვევაში, საბროკერო საქმიანობის გარდა, შეიძლება მოგვევლინონ ემიტიენტებად, ინსტიტუტური ინვესტორებად და სხვა.

საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების ამ ჯგუფს წარმოადგენენ საინვესტიციო და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთა შორის ძირითადია:

- კომერციული ბანკები;

- საინვესტიციო კომპანიები (ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრე საწარმოები, რომლებსაც საფონდო ბაზარზე საშუამავლო ოპერაციების შესრულების გარდა შეუძლიათ ერთობლივი ინვესტიციების განხორციელებისთვის მოიზიდონ სახსრები საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და განთავსების გზით);

- საინვესტიციო ფონდები (სააქციო საზოგადოების ფორმით ექმნილი იურიდიული პირები, რომლებიც წვრილ ინდივიდუალური ინვესტიციების სახსრებს უყრიან თავს ერთობლივი ინვესტიციების განსახორციელებლად. საინვესტიციო ფონდები არსებობს: ღია, რომლებიც გაურკვეველი პერიოდით იქმნებიან და საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოსყიდვას ახორციელებენ ინვესტიციური დეკლარაციით დაწესებულ ვადებში და დახურული, რომლებიც გარკვეული პერიოდით იქმნებიან და თავიანთ ფასიან ქაღალდებზე ანგარიშსწორებას ახორციელებენ საქმიანობის პერიოდის გასვლის შემდეგ);

- ინვესტიციური დილერები ანუ ანდერრაიტერები (სპეციალური საბანკო დაწესებულებები ან კომპანიები, რომლებიც ემიტირებული აქციებისა და ობლიგაციების პირველად გაყიდვას ახდენენ მათი ახალი ემისიის შექმნის და მეორადი საფონდო ბაზრის მონაწილეობაზე მოკლე პარტიებად მათი რეალიზების გზით);

- სატრასტო კომპანიები ან ინვესტიციური მმართველები (საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები, რომლებიც ფასიანი ქარაღდების ან ფულადი სახსრების მინდობით მართვას ახორციელებენ. ისინი მათ მესამე პირებისგან აქვთ მიღებული მფლობელობაში ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციების მიზნით);

- საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები ან ფინანსური კოლდინგები (შშობელი კომპანიები, რომლებსაც ეკუთვნით შეიღობილი საწარმოების სახით მოქმედი საინვესტიციო სადაზღვევო კომპანიები, საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები და სხვა საწარმოები. ჯგუფის მეთაურ

კომპანიას, ჩვეულებრივ, ეკუთვნის შვილობილი საწარმოების აქციათა საკონტროლო პაკეტი);

- საინვესტიციო-საფინანსო სახლი ან საინვესტიციო-საფინანსო სუპერმარკეტი (საინვესტიციო ინსტიტუტი, რომელიც საშუაშაველო საქმიანობას ეწევა ინვესტიციის ბაზრებზე და კომპლექსურ საინვესტიციო მომსახურებას უწევს თავის კლიენტებს);

- სადაზღვევო კომპანიები;

- საპენსიო ფონდები;

- სხვა საინვესტიციო და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები.

თავიანთი კლიენტების მიმართ საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების შესაძლო არაკეთილსინდისიერი ქმედების აღკვეთის მიზნით ბოლო წლებში მნიშვნელოვნადაა გაძლიერებული მათი საქმიანობის კონტროლი სახელმწიფოს მხრიდან.

ინვესტიციის მონაწილეობის სახეობები

III. ინფრასტრუქტურის სუბიექტები. ინვესტიციის ბაზარზე დამხმარე ფუნქციების შემსრულებელი მონაწილეები მისი ინფრასტრუქტურის მრავალრიცხოვანი სუბიექტებით არიან წარმოდგენილი. მათ შორის შემდეგი ძირითადი დაწესებულებები გამოიყოფა:

1. სასაქონლო ბირჟა. ესაა რეალური კაპიტალური საქონლის ბაზრის ის მონაწილე, რომელიც უზრუნველყოფს მათი ბითუმად ყიდვა-გაყიდვის აქტებს;

2. საფონდო ბირჟა. ესაა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილე, რომელიც ორგანიზებას უკეთებს მათ ყიდვა-გაყიდვას და ხელს უწყობს ამ ბაზრის ძირითადი მონაწილეების მიერ გარიგებების დადებას;

3. სავალუტო ბირჟა. იგი იმავე ფუნქციებს ასრულებს, რასაც საფონდო ბირჟა, ოღონდ ვალუტის ბაზარზე მოქმედებს და მისი მონაწილეა;

4. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმი. ესაა იურიდიული პირი, რომელიც ფასიანი ქაღალდების შენახვის მომსახურებას უწევს საფონდო ბაზრის ძირითად მონაწილეებს, ამ ქაღალდების გამოშვების ფორმისგან დამოუკიდებლად და ახდენს მათზე საკუთრების უფლების გადასვლის დეპოზიტურ აღრიცხვას. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმსა და დეპონენტს შორის ურთიერთობებს არეგულირებს

შესაბამისი სამართლებრივი ნორმები და სადეპოზიციო პირობები. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმის საქმიანობისთვის საკალდებულოა სახელმწიფო ლიცენზირება.

5. ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი (ან მათი რეესტრის მფლობელი). ესაა იურიდიული პირი, რომელიც აგროვებს, ატარებს, ამუშავებს, ინახავს და გასცემს მონაცემებს ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების მფლობელების რეესტრის შესახებ. ეს რეესტრი წარმოადგენს ყველა დარეგისტრირებულ მესაკუთრეს მათი კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის, ნომინალური ღირებულებისა და კატეგორიის მითითებით გარკვეული თარიღისთვის. ემიტენტი ვალდებულია გამოიყენოს რეგისტრატორის მომსახურება, თუკი მფლობელების რაოდენობა 500-ს აღარაბნებს (აგრეთვე სამართლებრივი ნორმებით სარეგულირებელ სხვა შემთხვევებშიც). ფასიანი ქაღალდების მფლობელების გარდა რეესტრში შესაძლოა აისახოს მათი ნომინალური მფლობელებიც-ბროკერები და დილერები.

6. საანგარიშსწორებო-კლირინგული ცენტრები. ამ დაწესებულებათა მომსახურებაში შედის ფასიან ქაღალდებზე დადებულ გარიგებათა შესახებ ინფორმაციის შეგროვება, შემოწმება და კორექტირება, აგრეთვე, ჩათვლის განხორციელება მათი მიწოდებების მიხედვით და მათზე ანგარიშსწორება. ასეთ ცენტრებს, როგორც წესი, ქმნიან საფონდო და სასაქონლო ბირჟებთან და ისინი მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ დერივატივებით-ფიუჩერსებით და ა.შ. - ვაჭრობის ორგანიზებაში.

7. საინფორმაციო-საკონსულტაციო ცენტრები. ეს ცენტრები ემსახურებიან ინვესტიციების როგორც ინდივიდუალური, ისე ინსტიტუციური ბაზრების ძირითად მონაწილეებს. ასეთი ცენტრების შემადგენლობაში შედიან კვალიფიციური მარკეტოლოგები, იურისტები, საფინანსო ექსპერტები, საინვესტიციო კონსულტანტები და ინვესტიციის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციების სხვა სპეციალისტები. ასეთი ცენტრების სისტემა ფართოდ გავრცელდა განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში (ჩვენში ამ მომსახურებას ეწვეიან, ძირითადად, საინვესტიციო, საფინანსო შუამავლები).

8. ინვესტიციების ბაზრის ინფრასტრუქტურის სხვა დაწესებულებები.

#### 4.4. ინვესტიციის ბაზრის კირითაღი ფინანსური ინსტრუმენტების ღახასიათება

კონკრეტული ფუნქციური დანიშნულების მქონე მთლიანობით ქონებრივი კომპლექსების, კაპიტალური საქონლისა და არამატერიალური ინოვაციური აქტივების მიმოქცევასთან დაკავშირებული რეალური ინვესტირებისგან განსხვავებით, ფინანსური ინვესტირება იმ მრავალფეროვან ინსტრუმენტებს უკავშირდება, რომლებიც არჩევანის ფართო ალტერნატივას სთავაზობენ ინვესტორს დასახული მიზნების მისაღწევად. საამისოდ ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო მიმზიდველობის ცოდნაა საჭირო.

ფინანსური ინსტრუმენტები მიმოქცევაში მყოფი ფულადი ღირებულების მქონე მრავალგვარი ფინანსური დოკუმენტებია, მათ აქვთ ფულადი ღირებულება და მათი დახმარებით ოპერაციები ხორციელდება ინვესტიციის ბაზარზე.

#### **ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია**

ინვესტიციის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ამ ბაზრის სხვადასხვა სახისა და სეგმენტის ოპერაციებს უწყვენ მომსახურებას, თანამედროვე ეტაპზე დიდი მრავალფეროვნებით გამოირჩევიან. მათი კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით ნახ. 4.9-ზეა მოყვანილი.

#### **ინვესტიციის ბაზრის ბაზრის ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია**

როგორც პირველ თავში აღინიშნა, 1. ინვესტიციის ბაზრების სახეების მიხედვით განასხვავებენ მის მომსახურე შემდეგ ინსტრუმენტებს:

ა) *საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტები*. მათ ეკუთვნის ამ ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ნაირგვარი ფასიანი ქაღალდები (მათი სახეების, ემისიისა და მიმოქცევის თავისებურებების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების შემადგენლობას შესაბამისი ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტებით ადგენენ).

ბ) *საკრედიტო ბაზრის ინსტრუმენტები*. მათ ეკუთვნის ფულის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფული და საანგარიშსწორებო დოკუმენტები;

გ) *საეალუტო ბაზრის ინსტრუმენტები*. მათ ეკუთვნის უცნოური ვალუტა, საანგარიშსწორებო საეალუტო დოკუმენტები, აგრეთვე, ამ ბაზრის მომსახურე ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდები.

## ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია

### ინვესტიციური ბაზრის სახეების მიხედვით

- საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტები
- საკრედიტო ბაზრის ინსტრუმენტები
- სავალუტო ბაზრის ინსტრუმენტები
- ოქროს ბაზრის ინსტრუმენტები

### მიმოქმედების პერიოდის მიხედვით

- მოკლევადიანი (1 წლამდე)
- გრძელვადიანი (1 წელზე მეტის)

### ფინანსური ვალდებულებების მიხედვით

- შემდგომი ფინანსური ვალდებულებების მიხედვით
- სავალო (თუ სასესხო)
- წილობრივი

### შეფასების პერიოდის მიხედვით

- პირველადი (პირველი რიგის)
- მეორადი ანუ დერივატივები (მეორადი რიგის)

### შემოსავლიანობის გარანტირებულობის დონის მიხედვით

- ფიქსირებული შემოსავლებით
- ცვალებადი შემოსავლებით

### რისკის დონის მიხედვით

- ურისკო
- რისკის დაბალი დონით
- ზომიერი რისკის
- მაღალი რისკის
- ძალიან მაღალი რისკის (სპეკულაციური)

ნახ. 4.9. ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია პირითაღი ნიშნების მიხედვით

დ) ოქროს (ვერცხლის, პლატინის) ბაზარი. მას ეკუთვნის ხსენებული ძვირფასი ლითონები, რომლებსაც ფინანსური რეზერვების ჩამოყალიბებისა და ცეზავრაციის მიზნით იძენენ, აგრეთვე, ამ ბაზრის მომსახურე საანგარიშსწორებო დოკუმენტები და ფასიანი ქაღალდები.

## მიმოხილვის მიზნით მიიღწევი

2. მიმოქცევის სახის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:

ა) მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტები (ერთ წლამდე მიმოქცევის პერიოდით). ამ სახის ფინანსური ინსტრუმენტები ყველაზე უფრო მრავალრიცხოვანია და ფულის ბაზარზე ოპერაციების მომსახურებისთვისაა განკუთვნილი.

ბ) ვრძელვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტები (ერთ წელზე მეტი მიმოქცევის ვადით). ამ სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს ეკუთვნის ე.წ. „უვადო ფინანსური ინსტრუმენტები“, რომელთა მიმოქცევის საბოლოო ვადა დადგენილი არაა (მაგალითად, აქციები). ამ სახის ფინანსური ინსტრუმენტები ემსახურებიან კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციებს.

## ფინანსური ვალდებულებები

3. ფინანსურ ვალდებულებათა ხასიათის მიხედვით ფინანსური ინსტრუმენტები შემდეგ სახეებად იყოფა:

ა) ინსტრუმენტები, რომლებსაც ფინანსური ვალდებულებები არ მოსდევს. ისინი, როგორც წესი, თვით საინვესტიციო ოპერაციის განხორციელების საგანია და მყიდველზე მათი გადაცემის დროს დამატებით ვალდებულებებს არ შეიცავენ გამყიდველის მხრიდან (მაგალითად, სავალუტო ფასეულობები, ოქრო და ა.შ.).

ბ) წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები. ამ ინსტრუმენტებს ახასიათებს საკრედიტო ურთიერთობები მათ გამყიდველსა და მყიდველს შორის. ისინი მოვალეს ავალდებულებენ გათვალისწინებულ ვადაში დაფარონ მათი ნომინალური ღირებულება და გადაიხადონ პროცენტის ფორმის დამატებითი საზღაური (თუკი იგი არ შედის სავალუტო ფინანსური ინსტრუმენტის დაფარულ ნომინალურ ღირებულებაში). სავალ ფინანსური ინსტრუმენტების ნიმუშია ობლიგაციები, თამასუქები, ჩეკები და ა.შ.

გ) წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები. ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტები ადასტურებენ მათი მფლობელის უფლებას ემიტენტის საწესდებო ფონდში წილზე და შესაბამისი შემოსავლის მიღებაზე (დივიდენდის, პროცენტისა თუ სხვა ფორმით). წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები, როგორც წესი, შესაბამისი სახის ფასიანი ქაღალდებია (აქციები, საინვესტიციო სერტიფიკატები და ა.შ.).

#### 4. პრიორიტეტულ მნიშვნელობის მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:

ა) პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები (პირველი რიგის ფინანსური ინსტრუმენტები). ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტები (როგორც წესი – ფასიანი ქაღალდები) ხასიათდებიან მიმოქცევაში მათი გამოშვებით პირველადი ემიტენტის მიერ და ადასტურებენ პირდაპირ ქონებრივ უფლებებს ან საკრედიტო ურთიერთობებს (აქციები, ობლიგაციები, ჩეკები, თამასუქები და ა.შ.)

ბ) მეორე რიგის ფინანსური ინსტრუმენტები ანუ დერივატივები (მეორე რიგის ფინანსური ინსტრუმენტები) არის მხოლოდ და მხოლოდ ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ადასტურებენ მათი მფლობელის უფლებას ან ვალდებულებას, წინასწარ დათქმული პირობებით-მომავალ პერიოდში შეიძინოს ან გაყიდოს მიმოქცევაში მყოფი პირველადი ფასიანი ქაღალდები, ვალუტა, საქონელი ან არამატერიალური აქტივები. ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებს იყენებენ სპეკულაციური ფინანსური ოპერაციების ჩასატარებლად და ფასისმიერი რისკის დასაზღვევად („ჰეჯირებისათვის“). პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების ან იმ აქტივების შემადგენლობაზე დამოკიდებულებით, რომელთა მიმართაც ისინი მიმოქცევაშია გამოშვებული, დერივატივებს ყოფენ საფონდო, სავალუტო, სასაქონლო და სხვა ინსტრუმენტებად. დერივატივების ძირითადი სახეებია ოპციონები, სვოპები, ფიუჩერსები და ფორვარდული კონტრაქტები.

#### 5. შემოსავლის დონის გარანტირების მიხედვით ფინანსურ ინსტრუმენტებს შემდეგ სახეებად ყოფენ:

ა) ფიქსირებულ შემოსავლიანი ფინანსური ინსტრუმენტები. ისინი ახასიათებენ იმ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომლებსაც გარანტირებული

დონის შემოსავლიანობა აქვთ დაფარვის დროს (ან მიმოქცევის პერიოდში) ფინანსების ბაზარზე სასესხო პროცენტის (კაპიტალზე მოგების ნორმის) კონიუნქტურული რყევებისგან დამოუკიდებლად.

ბ) გაურკვეველ შემოსავლიანი ფინანსური ინსტრუმენტები. ისინი ახასიათებენ იმ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომელთა შემოსავლიანობის დონე შეიძლება იცვლებოდეს ემიტენტის ფინანსურ მდგომარეობაზე (უბრალო აქციები, საინვესტიციო სერტიფიკატები) ან ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებაზე (სავალო ფინანსური ინსტრუმენტები, მცურავი საპროცენტო განაკვეთები, სარგებლის დადგენილ განაკვეთზე „მიმართ,, „მყარი,, უცხოური ვალუტის კურსთან „მიბმით,, და ა.შ.) დამოკიდებულებით.

### **6. რისკის დონის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:**

ა) ურისკო ფინანსური ინსტრუმენტები. მათ, ჩვეულებრივ, ეკუთვნის მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქარაღები, ყველაზე უფრო საიმედო ბანკების მოკლევადიანი სადეპოზიტო სერტიფიკატები, „მყარი,, უცხოური ვალუტა, ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები, რომლებიც მოკლე დროითაა შექმნილი. ტერმინი „ურისკო,, გარკვეულწილად პირობითია, რადგან აქ ჩამოთვლილ ყოველ ფინანსურ ინსტრუმენტს თავისი პოტენციური საინვესტიციო რისკი ახლავს თან: მათ იყენებენ მხოლოდ ათელის წერტილის ფორმირებისათვის სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე რისკის დონის გაზომვის დროს.

ბ) რისკის დაბალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის, როგორც წესი, ფულის ბაზრის მომსახურე მოკლევადიანი სავალო ფინანსური ინსტრუმენტების ჯგუფი, რომლებზეც ვალდებულებათა შესრულება გარანტირებულის მსესხებლის მდგრადი ფინანსური მდგომარეობითა და საიმედო რეპუტაციით (მათ ახასიათებენ ტერმინით „პირველი კლასის მსესხებელი,,).

გ) რისკის ზომიერი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები. ამ ჯგუფის ფინანსური ინსტრუმენტების რისკის დონე დაახლოებით შეესაბამება ბაზრის საშუალო დონეს.

დ) რისკის მაღალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები, მათი რისკის დონე არსებითად აღემატება ბაზრის საშუალო დონეს.



ვ) რისკის ძალიან მაღალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები, („სპეკულაციური, ინსტრუმენტები). ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებს რისკის ყველაზე მაღალი დონე აქვთ და მათ, ჩვეულებრივ, იყენებენ ინვესტიციების ბაზარზე ყველაზე უფრო სარისკო სპეკულაციური ოპერაციების ცასატარებლად. ასეთი მაღალრისკიანი ფინანსური ინსტრუმენტებია „ვენჩურული,“ (სარისკო) საწარმოების აქციები; პროცენტის მაღალი დონის მქონე ობლიგაციები, რომლებიც კრიზისული ფინანსური მდგომარეობის მქონე საწარმოს მერაა ემიტირებული; ოპციონური და ფიუჩერული კონტრაქტები და ა.შ.

მოყვანილი კლასიფიკაცია ასახავს ფინანსური ინსტრუმენტების დაყოფას მხოლოდ ყველაზე უფრო არსებითი საერთო ნიშნების მიხედვით. ფინანსური ინსტრუმენტების ყოველი განხილული ჯგუფი, თავის მხრივ, კლასიფიცირდება ცალკეული სპეციფიკური ნიშნების მიხედვით, რომლებიც მათი გამოშვების, მიმოქცევისა და დაფარვის თავისებურებებს ასახავს.

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ იმ ფინანსური ინსტრუმენტების შემადგენლობა და ხასიათი, რომლებიც ინვესტიციების სხვადასხვა ბაზრებზე ემსახურებიან ოპერაციებს.

### ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებია:

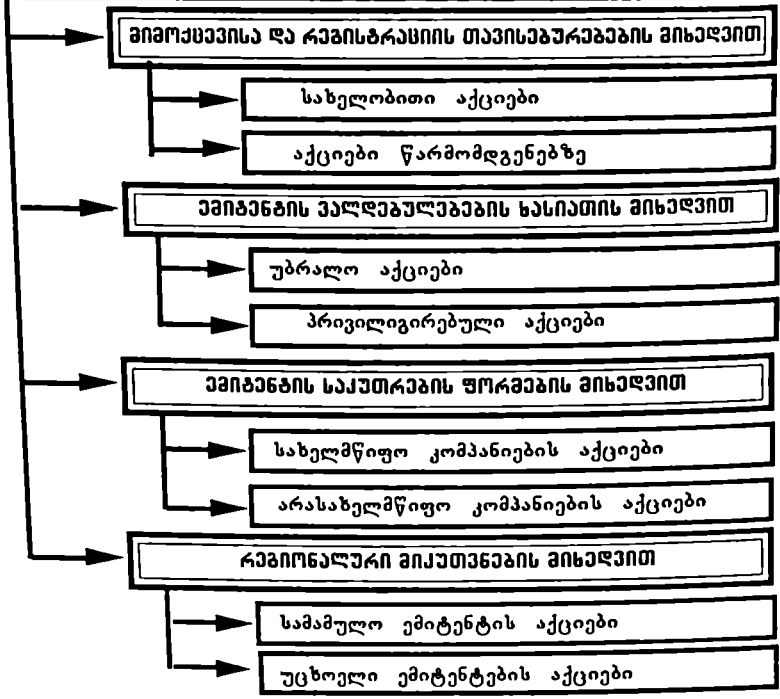
ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებია:

ა) აქციები. ეს ფასიანი ქაღალდი ადასტურებს მისი მფლობელის მონაწილეობას სააქციო საზოგადოების საწესდებო ფონდის ფორმირებაში და დივიდენდის ფორმის მოგების შესაბამისი წილის მიღების უფლებას აძლევს მას. ჩვენს საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი აქციების კლასიფიცირებას მთელი რიგი ნიშნების მიხედვით ახდენენ (ნახ. 4.10).

საფონდო ბაზრის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე აქციები ყველაზე უფრო ფართოდ წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდია, თუმცა, ამ მაჩვენებლით ისინი არსებითად ჩამორჩებიან განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების საფონდო ბაზარს. რაც შეეხება აქციებზე ჩატარებული საინვესტიციო ოპერაციების მოცულობას,

<sup>11</sup> ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უფრო დაწვრილებით შესწავლილია თავში (ავტორის შენიშვნა).

**აქტივების კლასიფიკაცია სალკაული ნიშნების მიხედვით**



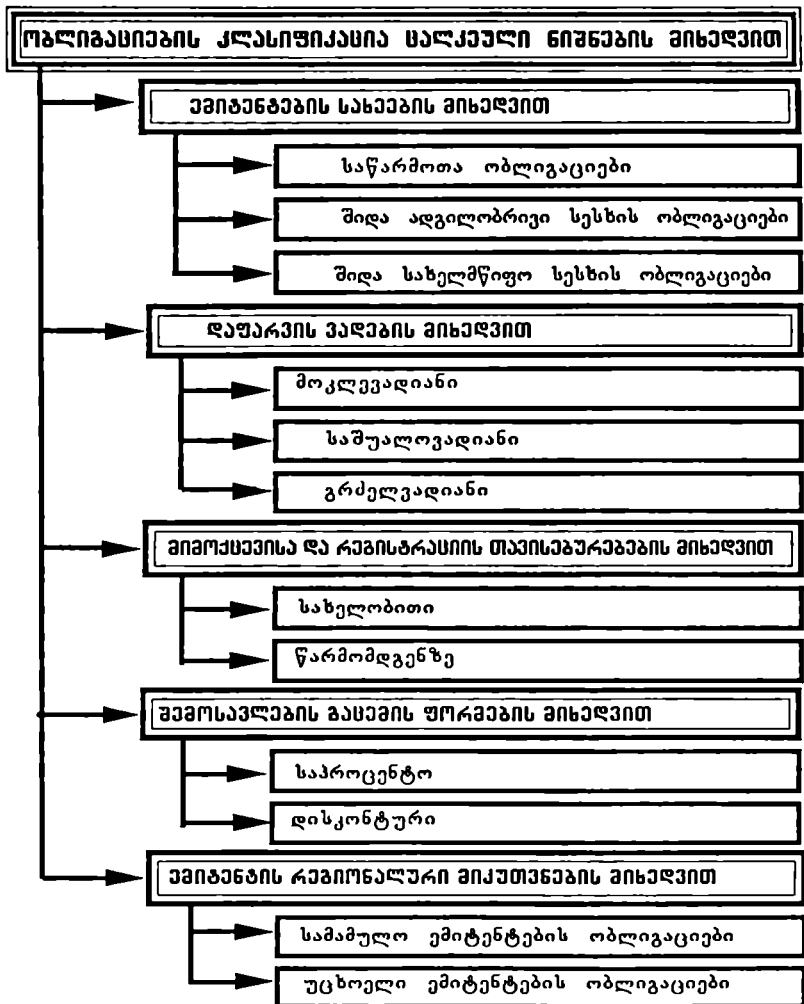
ნახ. 4.10. საფონდო ბირჟაზე მიმომსახურადი აქტივების კლასიფიკაცია პირითადი ნიშნების მიხედვით

იგი შედარებით მცირეა უმრავლესი სახეების ქალაქების დაბალი ლიკვიდობისა და შემოსავლიანობის გამო.

ბ) *ობლიგაციები*. ეს ფასიანი ქალაქი ადასტურებს მისი მფლობელის მიერ ფულადი სახსრების შეტანას და ემიტენტის ვალდებულებას, მასში გათვალისწინებულ ვადაში აუნაზღაუროს მას ამ ქალაქის ნომინალური ღირებულება ფიქსირებული პროცენტის გადახდით (თუ გამოშვების პირობებით სხვა რამ გათვალისწინებული არაა).

საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფ ობლიგაციებს შემდეგი ნიშნების მიხედვით აჯგუფებენ (ნახ. 4.11).

ქვეყნის საფონდო ბაზრის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე მასზე მიმოქცევაში მყოფი ობლიგაციების სახესხვაობათა რაოდენობა



ნახ. 4.11. საფონდო ბაზარზე მიმომსახურის მყოფი ოზლიგაციების კლასიფიკაცია სხვადასხვა ნივთის მიხედვით

შედარებით მცირეა (განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების საფონდო ბაზრის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან და მიმოქცევაში მყოფი აქციების სახესხვაობათა რაოდენობასთან შედარებით), თუმცა, ოპერაციების მოცულობის მიხედვით მათ პირველი ადგილი ეკუთვნის (პირველ რიგში – სახელმწიფო ობლიგაციებზე დადებულ გარიგებათა ხარჯზე).

გ) *საშემნახველო (სადეპოზიტო) სერტიფიკატები*. ესაა ბანკის წერილობითი მოწმობა (ან მათი გამოშვების სერტიფიკატის მქონე სხვა საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტის მოწმობა) ფულადი სახსრების დეპონირების შესახებ, რომელიც ადასტურებს მათი მფლობელის უფლებას დეპოზიტისა და მასზე პროცენტის მიღებაზე დადგენილი ვადის გასვლის შემდეგ.

საშემნახველო (სადეპოზიტო) სერტიფიკატებს, რომლებიც ჩვენს საფონდო ბაზარზეა მიმოქცევაში, შემდეგი ნიშნები აკგუფებენ (ნახ. 4.12).

დ) *დერივატივები*. ესაა ჩვენი საფონდო ბაზრისათვის შედარებით ახალი ფასიანი ქაღალდების ჯგუფი. მათგან ძირითადია ოპციონური კონტრაქტები; ფიუჩერული კონტრაქტები; ფორვარდული კონტრაქტები; „სვოპ“, კონტრაქტები და სხვა.

ე) *საფონდო ბაზრის* სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის საინვესტიციო სერტიფიკატები, საპრივატიზაციო ფასიანი ქაღალდები, ხაზინის ვალდებულებები და სხვა.

### ინვესტიციის ბაზრის ინსტრუმენტები

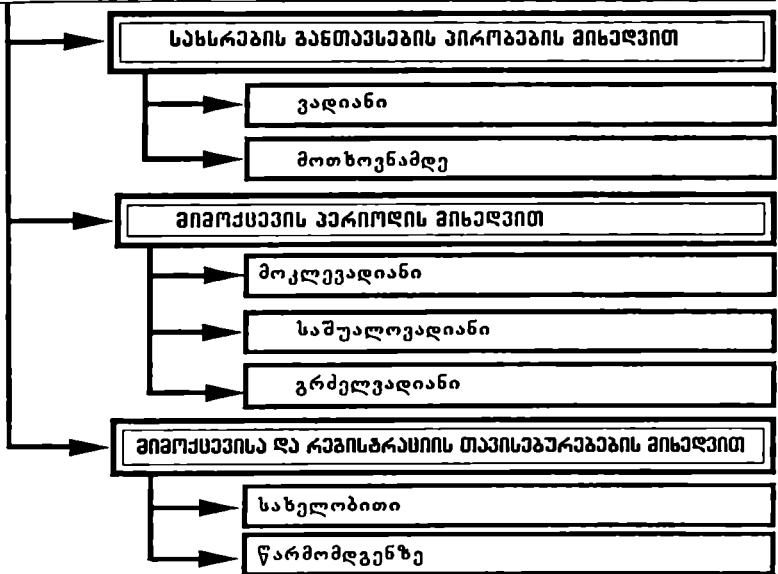
ოქროს ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებია:

ა) ოქრო როგორც ფინანსური აგუარი, რომელიც ამ ბაზარზე ფინანსური ოპერაციების ძირითად ობიექტს შეადგენს;

ბ) იმ მრავალფეროვანი დერივატივების სისტემა, რომლებსაც ძვირფასი ლითონების ბირჟაზე გარიგებათა განხორციელებისას იყენებენ (ოპციონები, ფიუჩერები და ა.შ.).

ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების განხილული სისტემა მუდმივ დინამიკაშია, რასაც იწვევს ცალკეული ბაზრების სახელმწიფო რეგულირების სამართლებრივი ნორმების ცვლილება, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების გამოცდილების გამოყენება, ინვესტიციური ინოვაციები და სხვა ფაქტორები.

**საშემანახველო დეაოზიზაციის(სერტიფიკატების)  
კლასიფიკაციისა თაღაქაქული ნიშნების მიხედვით**

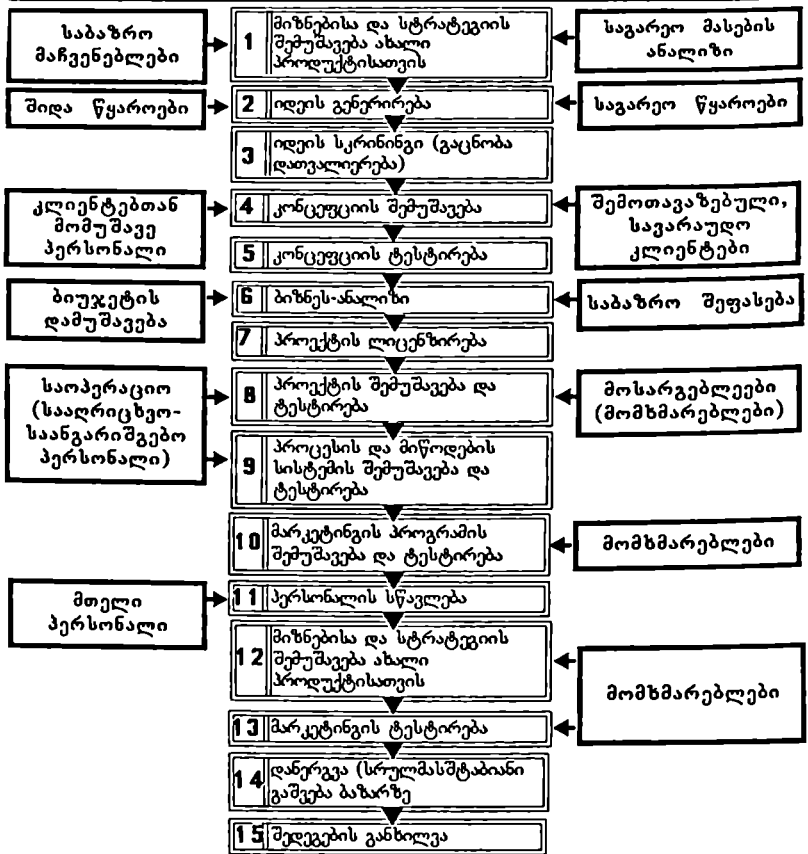


**ნახ. 4.12. საშროღო ბაზარზე მიმოქსავი მიწოვი საშემანახველო (დეაოზიზაციის) სერტიფიკატების კლასიფიკაციისა თაღაქაქული ნიშნების მიხედვით**

ინვესტიციის ბაზრის ზემოთ განხილული ფინანსური ინსტრუმენტები, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებშიც კი მეოცე საუკუნის ბოლო სამი ათეული წლის მანძილზე იქნა დანერგილი. ამგვარი ახალი სახის ფინანსური ინსტრუმენტების და შესაბამისი ფინანსური ტექნოლოგიების (ერთობლიობაში მათ „ფინანსური პროდუქტები“ უწოდეს) შემუშავება-დანერგვას და შესწავლას ახორციელებს ფინანსური მენეჯმენტის ახალი, თანამედროვე მიმართულება – „ფინანსური ინჟინირინგი“.

ფინანსური ინჟინირინგის სფეროში ამერიკელი სპეციალისტების – ჟონ მარშალის და ვიკულ ბანსალის მიერ დამუშავებული იქნა ახალი ფინანსური პროდუქტის ტიპური ნორმატიული მოდელი; მან შესაბამისი ემპირიული შემოწმება გაიარა. სქემატურად ეს მოდელი მოცემულია 4.13 ნახაზზე.

## ახალი შინაწესური პროექტის შემუშავების ეტაპები



ნახ.4.14. ჯ.მარშალის და ვ.ბანსალის მიერ შემოთავაზებული შინაწესური პროექტის შემუშავების ტიპური ნორმატიული მოდელი

თანამედროვე უცხოური გამოცდილების გამოყენება განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკაში არსებული ბევრი ფინანსური ინსტრუმენტის ჩვენი ქვეყნის ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების პირობებით ადაპტაციას შეუწყობს ხელს.

## კითხვები საშინაო დავალებისა და ბამეოროებისათვის

✓ ჩამოთვალეთ საინვესტიციო პროცესის განხორციელების სპეციფიკური ფორმები საბაზრო ეკონომიკის პირობებში.

✓ ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციის ბაზრის საყოველთაოდ მიღებული განმარტება.

✓ სად ხდება კაპიტალით ვაჭრობა?

✓ დაასახელეთ ინვესტიციების შერჩევის კრიტერიუმები.

✓ რა თვისებები ახასიათებს ინვესტიციურ რესურსებს?

✓ დაახასიათეთ ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვა.

✓ რა არის ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მიზანი?

✓ როგორ ფორმირდება ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები?

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურული ელემენტები.

✓ ჩამოაყალიბეთ ინტელექტუალური ბაზრის თავისებურებები.

✓ რატომაა აუცილებელი ინტელექტუალური კაპიტალის ბაზრის გამოყოფა?

✓ რა არის ინტელექტუალური პროდუქტების ფასი?

✓ რა არის ინჟირინგი?

✓ დაახასიათეთ ინვესტიციების წრებრუნვა.

✓ რა განსხვავებაა ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს შორის?

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი დებულებები.

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფუნქციები.

✓ ინვესტიციური ბაზრების სისტემატიზაცია რომელი ძირითადი ნიშნების მიხედვით სწარმოებს?

✓ დაასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის მდგენელები.

✓ ვინ არიან ინვესტიციის ბაზრის მონაწილენი?

✓ ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილენი.

✓ ჩამოთვალეთ ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის მონაწილენი.

✓ ჩამოთვალეთ ვალუტის ბაზრის მონაწილენი.

✓ ჩამოთვალეთ ოქროს ბაზრის მონაწილენი.

✓ რა არის ინფრასტრუქტურის სუბიექტები?

✓ როგორია ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით?

✓ რა არის ფასიანი ქაღალდების ინსტრუმენტები?

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერუე“, 2007.

გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ.ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (გეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.

კოზანაძე ი. კომერციული საქართველოს ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, 2002.

Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика", 1991, гв.159.

Бригхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.

Гойло В. Интеллектуальный капитал. «МЭМО», 1998, №11, гв. 68-77;

Дятлов С. Основы теории человеческого капитала. М., СПб, 1994, гв. 160;

Флекснер К. Просвещенное общество экономика с человеческим лицом. М., «Международные отношения», 1994 и др.

Игонина Л. Инвестиции М.: Экономисть. 2004.

Иноземцев В.В. В поисках богатства общества. «МЭМО», 1998, №3, гв. 151-153.

Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006.



**Миловидов В. Д.** Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, 33.15, 20.

**Сакс Дж., Ларрен Ф.** Макроэкономика. Глобальный подход. М., «Дело», 1996, 33.132.

**Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.** Инвестиции. М.: Инфра. 2001.

**Хайек Ф.** Прибыль, процент и инвестиции. М.: Прогресс. 1988.

**Bodi Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. gv.229-260.

**Coleman I.S.** Foundations of Social Theory. Cambridge (Mass), 1990.

**Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Edicational Series, inc. New York. 1995.

**Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963.

The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965.

**Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

**Rosenberg Jerry M.** Dictionary of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.

SecuritiesMarkets in OECD Countries. Organisation and regulation. OECD Documents, 1995.

**Stiglitz J.E.** Finanital Sistesms for Fastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Economic Crowth Publication, 1993. 33. 81.

**Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec.

**Van Horne J.C.** Financial Management and Policy, Prentice-Hall. 1995.

## **მეხუთე თავი. უსწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციების სახეები ინვესტიციის გაზარჯე**

ამ თავის გახმოვის შემდეგ თქვენ გამოღინებათ,  
რა არის:

- ინვესტიციის გაზრდის უწყვეტობის მექანიზმის  
ფორმირების ძირითადი დაბუღებები;
- ინვესტიციის გაზარჯე უსწავის ფორმირების  
თავისებურებები;
- საღკაულ ინვესტიციურ საქმელზე და ფინანსურ  
ინსტრუმენტზე ვოტსონვა-მინოღების უსწავის  
რეგულირების წესები;
- ინვესტიციის გაზრდის ეფექტიანობის სავი ღმნე და  
მავი გავლენა ფინანსური ინსტრუმენტების  
უსწარმოქმნის ხასიათზე;
- ინვესტიციის გაზრდის უწყვეტობის ძირითადი  
თავისებურებები;
- ინვესტიციის გაზარჯე სწარმოთა გარიგებების  
ძირითადი სახეები და მავი ღახასიათება;
- სწარმოთა ძირითადი ოპერაციების ჯგუფები  
ინვესტიციის გაზარჯე, მავი ღანიშნულება და  
ღამახასიათებელი თავისებურებები.

## 5.1. შასეპის როლი ინვესტიციის ბაზრის წონასწორობაზე და მისი ფორმირების მექანიზმი

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება დაქვემდებარებულია იმ გარკვეული ეკონომიკური მექანიზმის მოქმედებაზე, რომლის საფუძველსაც მისი ელემენტების ურთიერთკავშირი შეადგენს. ამ ელემენტებიდან მთავარია მოთხოვნა, მიწოდება და ფასი, რომლებიც განსაზღვრავენ როგორც მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის, ისე მისი ცალკეული სახეების მდგომარეობასა და განვითარებას.

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის დანიშნულებაა მისი წონასწორობის უზრუნველყოფა, რომელიც მისი ცალკეული ელემენტების ურთიერთმოქმედების გზით მიიღწევა. საბაზრო ტიპის ეკონომიკის პირობებში ეს წონასწორობა ძირითადად მიიღწევა ინვესტიციის ბაზრის თვითრეგულაციითა და, კერძოდ, მისი სახელმწიფო რეგულირებით. მაგრამ რეალურ პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზრის აბსოლუტური წონასწორობა, ე.ი. მისი ცალკეული ელემენტების სრული დაბალანსებულობა, მეტად იშვიათია და მაშინაც იგი ძალიან მოკლე ხანს გრძელდება.

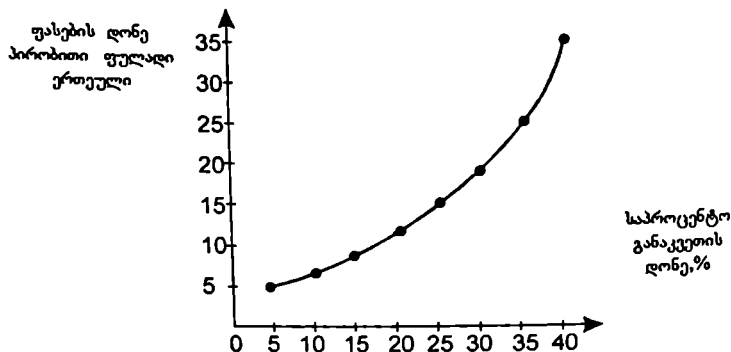
**ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმი**

ინვესტიციის ყველა ბაზარს ახასიათებს ბაზრის ცალკეული ელემენტების ურთიერთკავშირის მიღწევის მექანიზმის ფორმირების საკუთარი თავისებურებები, მაგრამ ამ ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმს საერთო ხასიათის მქონე პრინციპული საფუძვლები აქვს. ამიტომ პირველ რიგში განვიხილოთ მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის ფორმირების საერთო პრინციპები. ეს პრინციპული დებულებები შემდეგ ძირითად მომენტებამდე შეგვიძლია დავიყვანოთ:

6. ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ელემენტების სისტემაში ძირითად როლს თამაშობს ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე არსებული ფასები. სწორედ ეს ელემენტი ასახავს ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსებას, მისი მდგომარეობის წონასწორობას და მისი ყველა მონაწილის ეკონომიკური ინტერესების დაკმაყოფილების დონეს. ინვესტიციების ბაზრის სისტემაში ფასის პრიორიტეტული როლი, რომელიც მის

წონასწორობას უზრუნველყოფს, განსაზღვრავს ფასწარმოქმნის განსაკუთრებულ როლს მისი ფუნქციონირების მექანიზმში.

2. ინვესტიციის ბაზარზე ფასებს განსაზღვრავს, უპირველეს ყოვლისა, ცალკეული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონე, რომელსაც საფუძვლად საპროცენტო განაკვეთის საშუალო დონე (ან დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსავლიანობის საშუალო ნორმა) უდევს. საპროცენტო განაკვეთის დონე არამარტო საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების ალტერნატიულ მიმართულებათა შერჩევის კრიტერიუმია, არამედ მნიშვნელოვანწილადაც განსაზღვრავს ამ ოპერაციების მოცულობას ან ცალკეული მეურნე სუბიექტების საქმიან აქტივობას ინვესტიციის ბაზარზე. ინვესტიციის ბაზარზე არსებულ ფასების დონესა და საპროცენტო განაკვეთის დონეს შორის დამოკიდებულება ნახ. 5.1-ზე მოცემული საემპირთა ილუსტრირებული.



ნახ.5.1. ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საპროცენტო განაკვეთისა და ფასების დონეს შორის დამოკიდებულების სასაინფორმაციო

3. ინვესტიციების ბაზარზე ფასების ფორმირების თავისებურებაა მასზე მიმოქცევაში მყოფი სპეკულაციური კაპიტალის არსებითი გავლენა ამ პროცესზე. ეს ბალებს არამარტო რეალურ მოთხოვნას ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე (მეურნე სუბიექტების მხრიდან), არამედ სპეკულაციურ მოთხოვნასაც, რომელიც ეკონომიკის განვითარების რეალურ მოთხოვნილებებს არ უკავშირდება. ინვესტიციების ბაზრის სპეკულაციური შემადგენლის მაღალი დონე,

რომელიც განსაკუთრებით ახასიათებს ამ ბაზრის ფინანსურ სეგმენტებს, ნორმალური მოვლენაა, ეს დონე მუდმივად მალღება საწარმოებისა და ფიზიკური პირების მიერ დაგროვილი კაპიტალის მოცულობის ზრდის კვალობაზე. სპეკულაციური კაპიტალის ზეგავლენით ინვესტიციების ბაზარზე არსებული ფასების დონე მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული არამარტო რეალურ მოთხოვნაზე, არამედ ამ დონის მოსალოდნელ ცვლილებებზეც, რაზეც გავლენის მოხდენას ცდილობენ ბაზრის მონაწილეები თავიანთი სპეკულაციური ინტერესებიდან გამომდინარე (ცალკეული საინვესტიციო საქონლის ან ინვესტირების ფინანსური ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ფასების „აწვევა-დაწვევაზე თამაშით“).

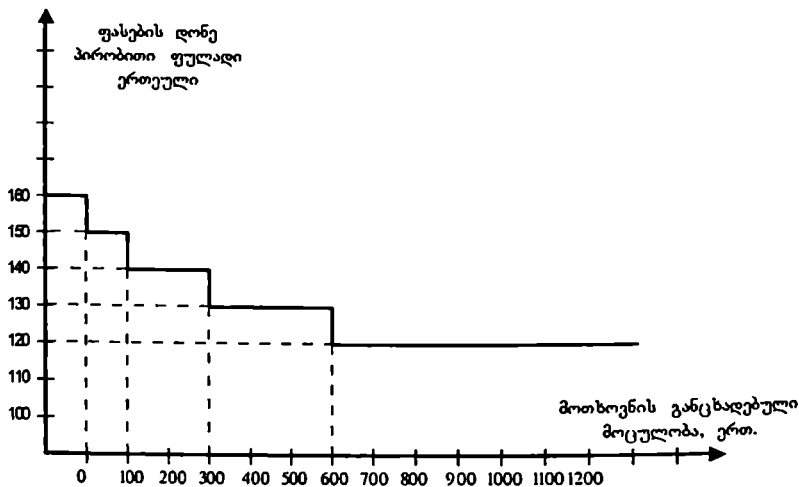
4. *ინვესტიციების ბაზარზე არსებული ფასები ძალიან დინამიკურია და როგორც მაკრო-, ისე მიკროდონეზე გამოვლენილი მრავალი ობიექტური ფაქტორის მოქმედებას განიცდის.* ფასების დინამიკის ასე მაღალი დონე ინვესტიციების ბაზარს ახასიათებს სამომხმარებლო საქონლისა და მომსახურების ბაზრისგან განსხვავებით, სადაც ფასწარმოქმნის ფაქტორები უფრო სტაბილური ხასიათისაა.

5. *როგორც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვაში, ისე მთლიანად ქვეყნის განვითარების ეკონომიკური პროცესების მართვაში ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ფასების დონის შესახებ ინფორმაციის დიდი როლი განსაზღვრავს მათი დაწესების არამარტო ოპერაციულობას, არამედ დაუფარაობასაც.* ინვესტიციების ძირითად ბაზრებზე ფასების მდგომარეობის შესახებ ინფორმაცია შემოდის არამარტო რეგიონული და ეროვნული, არამედ მსოფლიო ბაზრიდანაც და არსებით გავლენას ახდენს სხვადასხვა დონეზე მიმდინარე საინვესტიციო პროცესების მართვაზე. ინვესტიციების ბაზრის პროფესიული მონაწილეები, რომლებიც სპეკულაციურ ოპერაციებს ახორციელებენ მასზე, კავშირის თანამედროვე ელექტრონული საშუალებების არსებობის შემთხვევაში პრაქტიკულად წებისმიერი მომენტისთვის იღებენ ინფორმაციას მათთვის საინტერესო ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ფასების დონეზე.

6. *ძირითად ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ფასების დონის საჯაროდ დაწესება მათი საბირჟო კოტირების*

პროცესში ხორციელდება მათზე მოთხოვნისა და მიწოდების თანფარდობაზე დამოკიდებულებით. ფასების საბირჟო კოტირებას ახორციელებენ ცალკეული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვაზე ბროკერების მიერ კლიენტებისგან მიღებული განაცხადების საფუძველზე.

ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვაზე კლიენტებისგან შემოსული განაცხადები აყალიბებენ მათზე მოთხოვნის მოცულობას ბირჟაზე ფასების გარკვეული დონეების მიხედვით (რომელიც მოთხოვნის ფასებს უწოდებენ). მოცულობისა და ფასების დონის მიხედვით საბირჟო მოთხოვნის პრინციპული სქემა ნახ. 5.2-ზეა მოცემული.

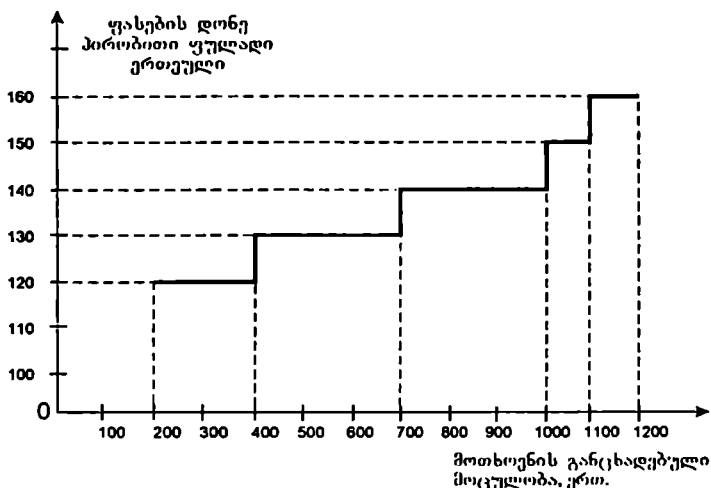


ნახ.5.2. ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საბირჟო მოთხოვნის შორამიზების გრაფიკი, მათზე ფასების სხვადასხვა შემთხვევაში.

ნახაზის მონაცემებიდან ჩანს, თუ კონკრეტულ ინსტრუმენტზე რა მოცულობის გარიგებათა დასადებად არიან მზად მყიდველები ბირჟაზე, თუკი საბირჟო ფასების დონე მათი მოლოდინის შესაბამისი იქნება (ან მათ მიერ განცხადებულ დონეზე ნაკლები აღმოჩნდება). მაგალითად, 160 პირობით ფულად ერთეულად (pfe) შესაძლოა გაიყიდოს 100 ერთეული შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტი; 150 პფე-ად - კიდევ 100 ერთეული; 140-ად - დამატებით 200

ერთეული; 130-ად – კიდევ 300 და 120-ად – დამატებით კიდევ 400 ერთეული. ამგვარად, საბირჟო მოთხოვნის მთლიანი მოცულობა მომავალ ვაჭრობაზე 1100 ერთეული იქნება.

ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების გაყიდვაზე კლიენტების მიერ გაკეთებული განაცხადები, შესაბამისად, აყალიბებს ბირჟაზე მათი მიწოდების მოცულობას ფასების გარკვეული დონით (ამას მიწოდების ფასებს უწოდებენ). მოცულობისა და ფასების დონის მიხედვით საბირჟო მიწოდების ფორმირების პრინციპული სქემა 5.3-ზე მოყვანილი.

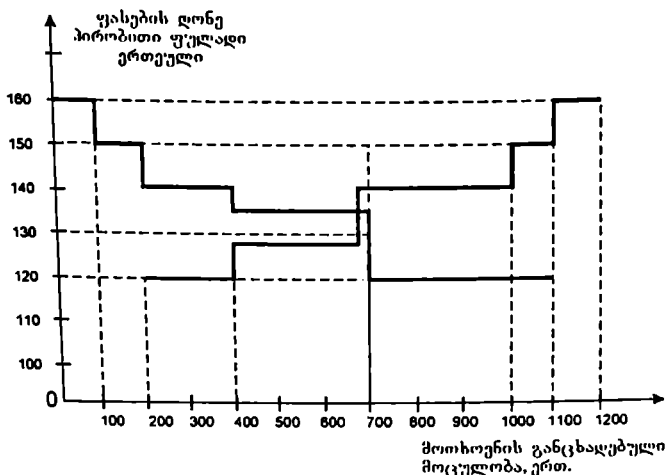


ნახ. 5.3. ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საბირჟო მიწოდების მოცულობის ფორმირების გრაფიკი, მათზე ფასების სხვადასხვა დონის შემთხვევაში

ნახაზზე მოყვანილი გრაფიკი გვიჩვენებს, თუ ინვესტირების კონკრეტულ ფინანსურ ინსტრუმენტზე რა მოცულობის გარიგებათა დასადებად არიან მზად გამყიდველები, თუკი საბირჟო ფასების დონე მათი მოლოდინის შესაბამისი იქნება (ან მათ მიერ განცხადებულ დონეზე მეტი აღმოჩნდება). მაგალითად, 160 პფე-ად მიწოდების შესაბამისად ბირჟაზე შესაძლოა გაიყიდოს ინვესტირების 100 ერთეული სათანადო ფინანსური ინსტრუმენტი; 150-ად – კიდევ

100; 140-ად - დამატების 300; კიდევ დამატებით 300-130-ად და, ბოლოს, 120-ად მიწოდების მოცულობა 200 ერთეულს შეადგენს. ამგვარად, საბირჟო მიწოდების მთლიანი მოცულობა მომავალ ვაჭრობაზე 1000 ერთეულს მიაღწევს.

კონკრეტული ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვასა და გაყიდვაზე კლიენტების მიერ გაკეთებული განცხადების საფუძველზე ბირჟაზე ყალიბდება ფასების ისეთი დონე, რომელიც განცხადებული მოთხოვნისა და მიწოდების წონასწორობას უზრუნველყოფს. ამ ფორმირების ხასიათს ნახ. 5.4-ზე წარმოდგენილი გრაფიკითაა ილუსტრირებული.



ნახ. 5.4. ძალაქმულ შინაწარმო ინსტრუმენტებზე საშუალო საბირჟო ფასების ფორმირების გრაფიკი, რომელიც ატანაბრებს მათზე მიწოდებისა და მოთხოვნის ფასების დონეებს

ნახაზზე მოყვანილი მონაცემებიდან შეგვიძლია დავინახოთ, რომ ინვესტირების განხილულ ფულად ინსტრუმენტზე წონასწორული საბირჟო ფასის დონე 130 პირობითი ფულადი ერთეულია ამ ფასად მისი რეალიზაციის მოცულობა გამყიდველების წინადადებებით 800 ერთეული იქნება, მყიდველების წინადადებებით კი - 700. შესაბამისად, ამ წონასწორული ფასის მიხედვით საბირჟო გარიგებათა მოცულობა 700 ერთეულს შეადგენს.



საბირჟო ვაჭრობის პრაქტიკაში წონასწორობის ფასი შესაძლოა რამდენიმე გადახრილი იყოს მისი იმ საანგარიშო დონიდან, რომელიც გრაფიკზეა ნაჩვენები. ამას იწვევს გადაუღებელი მოთხოვნა ან მიწოდება და, შესაბამისად, მყიდველის ან გამყიდველის მხრიდან ფასში დათმობა ვაჭრობის განხორციელების დროს.

7. *ინვესტიციების ბაზარზე ფასების ფორმირების ერთ-ერთი თავისებურებაა ეროვნულ ბაზარზე ჩამოყალიბებული ამ ფასების დიდი დამოკიდებულება მსოფლიო ბაზარზე არსებულ ფასების დონეზე.* ეს თავისებურება ყველაზე მეტად ახასიათებს სავალუტო ბაზარს და ფასიანი ქაღალდებისა და ოქროს ბაზრებს. ინვესტიციების მსოფლიო ბაზარში ინტეგრირების კვალობაზე ეს დამოკიდებულება გაძლიერდება და როგორც დადებით, ისე უარყოფით შედეგებს მოუტანს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებას.

8. *ქვეყანაში მიმდებარე ეკონომიკურ პროცესებზე ინვესტიციის ბაზრის ფასების დინამიკის დიდი გავლენა განსაზღვრავს ამ ფასების სახელმწიფო რეგულირების აქტიურ ფორმებს შესაბამისი მექანიზმების მეშვეობით.* ეს მექანიზმებია სარგებლის დონის დაწესება, კომერციული ბანკების რეზერვის ფორმირება, ფულის მიმოქცევის რეგულირება მისი ემისიის გზით, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების (პირველ რიგში – ობლიგაციების) ემისიისა და შემოსავლიანობის რეგულირება და სხვა. ამგვარი რეგულირების მექანიზმი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ყველა ქვეყანაში ხორციელდება.

9. *ინვესტიციის ბაზარზე ფასების ფორმირების ობიექტურობა განსაზღვრავს არამართო მათ დონეზე მოქმედი ყველა აუცილებელი ფაქტორის გათვალისწინებას ფასწარმოქმნის პროცესში, არამედ ამ ბაზრის მონაწილეთა ინფორმირებულობასაც მათგან ძირითადი ფაქტორების შესახებ.* ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა ამგვარ საინფორმაციო უზრუნველყოფას ახასიათებენ „ეფექტიანი ბაზრის“, ტერმინით. ეფექტიანად მიიჩნევენ ინვესტიციების ისეთ ბაზარს, რომელზეც ცალკეული ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ფასების დონე სწრაფად რეაგირებს გარე ინფორმაციაზე და ეს ინფორმაცია მთლიანად ხელმისაწვდომია ამ ბაზრის ყველა მონაწილისთვის.

ბაზრის ეფექტიანობის კონცეფციის (რომელიც მისი ფუნქციონირების შექანიზმის განმსაზღვრელი უმნიშვნელოვანესი თეორიული დებულებაა) შესაბამისად გამოყოფენ ამ ეფექტიანობის სამ ღონეს.

პირველიც ღონე, ეფექტიანობის დაბალი ღონე ისეთ ვითარებას ახასიათებს, როცა ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ფასები ძირითადად წინა პერიოდში მათ ღინამიკას ეყრდნობა.

მეორე ღონე, ეფექტიანობის საშუალო ღონე იმ ვითარებას ასახავს, როცა ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასწარმოქმნა, გარდა წინა პერიოდში მათი ღინამიკის შესახებ ინფორმაციისა, საყოველთაოდ ხელმისაწვდომ სხვა გამოქვეყნებულ ინფორმაციასაც ეყრდნობა.

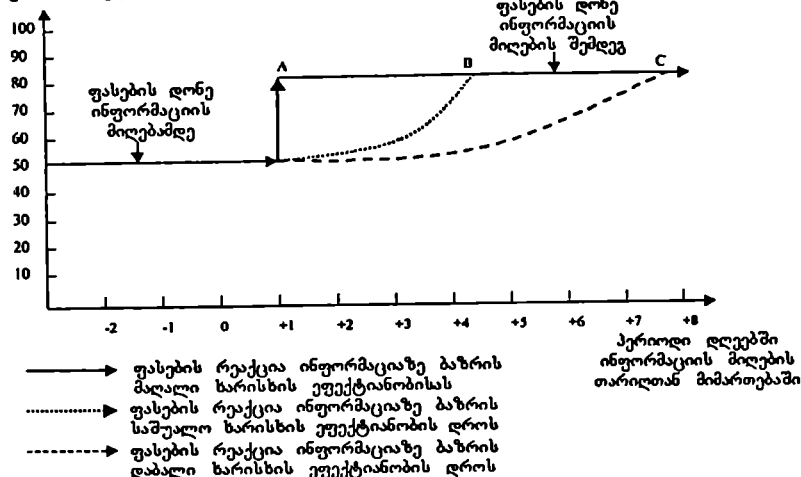
მესამე ღონე, ბაზრის ეფექტიანობის ძლიერი ღონე ისეთ ვითარებას ასახავს, როცა ფასწარმოქმნის პროცესი ეყრდნობა არამარტო საყოველთაოდ მისაწვდომ, არამედ გამოუქვეყნებულ ინფორმაციას და მათი საფუძვლიანი ანალიზის შედეგებსაც. ამ შემთხვევაში ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასების ღონე ყოველთვის იქნება მათი რისკის ღონის შესაბამისი შემოსავლიანობის ღონის გამომხატველი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ბაზრის ეფექტიანობის ძლიერი ღონე ახასიათებს ძირითად ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასწარმოქმნის ისეთ მდგომარეობას, რომელიც მათ შესახებ არსებულ მთელ ინფორმაციას ასახავს.

ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის ღონის გავლენა ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტების ფასწარმოქმნის ხასიათზე სქემატურად მოყვანილია ნახ.5.5.

როგორც ნახაზიდან ჩანს, მაღალი ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე დადებითი ინფორმაციის შემოსვლამ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე დაუყოვნებლივ იმოქმედა; საშუალო ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე აღნიშნული რეაქცია გაგრძელდა 4 დღე, ხოლო დაბალი ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე, შესაბამისად – 8 დღე.

განხილული პრინციპული დებულებები ახასიათებენ ინვესტიციის მთელი ბაზრისა და მისი ცალკეული სახეების ფუნქციონირების

ფასი, პირ.ფულად. ერთ.



ნახ.5.5. ინფორმაციის გაზრდის ეფექტიანობის დონის გავლენა ფინანსური ინსტრუმენტის ფასდასაზღვრების სანიათხამ.

მექანიზმს. ამასთან, ინვესტიციების ცალკეული სახის ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმს აქვს სპეციფიკური თავისებურებები, რომლებსაც განაპირობებს მათზე მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასის (საბაზრო ღირებულების) მაჩვენებლები; იმ ფაქტორების სისტემა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ამ საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების (საბაზრო ღირებულების) კონკრეტული დონის ჩამოყალიბებაზე; ბაზრის მონაწილეების მიერ ფასების კოტირების (ფორმირების) მეთოდები და სხვა.

**ინფორმაციის გავლენა ინვესტიციის მიმართულ ფუნქციონირებაზე**

ამასთან დაკავშირებით საინტერესოა ინვესტიციის ყოველი სახის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი თავისებურებების განხილვა.

1. რეალური ინვესტიციების ობიექტების (ყველა სახის) ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებაა ის, რომ იგი ყველაზე მეტადაა დაკავშირებული ქვეყნის მაკროეკონომიკური განვითარების მაჩვენებლებთან და პირდაპირაა

დამოკიდებული ამ განვითარების ციკლურობაზე. ამ ბაზრის ფუნქციონირებაში განსაკუთრებულ როლს თამაშობენ ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპები და მისი განაწილების პროპორციები (კერძოდ, დაზოგვისკენ ზღვრული მიდრეკილება), ლიკვიდობის მჯობინება და ინვესტირებისკენ მიდრეკილება, ფინანსების ბაზარზე არსებული პროცენტის განაკვეთის რყევები, ინფლაციის დონე, ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპები და ინვესტიციური რესურსების ფორმირების დინამიკის განმსაზღვრელი სხვა ფაქტორები. ეს ერთი მხრივ. მეორე მხრივ, ეს ფაქტორები განსაზღვრავენ წარმოებული და რეალური ინვესტიციების მოცულობის დინამიკას. რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმზე ამ ფაქტორების გავლენის ხასიათი ჩვენ ზემოთ დაწვრილებით გვაქვს განხილული.

## ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები

2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები ისაა, რომ მოთხოვნას აქ ინვესტორები აყალიბებენ, მიწოდებას კი – ნაირგვარი საფონდო ინსტრუმენტების ემიტენტები. შესაბამისად, ამ ბაზარზე ფასების დონედ გვევლინება ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდების კოტირებული საბაზრო ფასები.

ინვესტორის მოთხოვნას საფუძვლად უდევს ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსავლის მიღების მოთხოვნილება (პროცენტისა თუ დივიდენდების ფორმით, აგრეთვე, მათი საკურსო ღირებულების მატების სახით). ამ შემოსავლის დონე ნაკლები არ უნდა იყოს კაპიტალზე მოგების ნორმის დონეზე ურისკო ინვესტიციების დროს. ინვესტიციური არჩევანის ნებისმიერ სხვა ფორმას, ბაზრის ეფექტიანობის კონცეფციის შესაბამისად, შემოსავლის ერთნაირი დონე უნდა მოჰქონდეს რისკის ერთნაირი დონის დროს. შესაბამისად, კონკრეტული საფონდო ინსტრუმენტის რისკის დონის მიმართ შემოსავლიანობის უფრო მაღალი ნორმა მასზე ჩამოაყალიბებს მოთხოვნის უფრო მეტ მოცულობას და პირიქით.

ემიტენტების მიწოდებას საფუძვლად უდევს, როგორც წესი, იმ აუცილებელი ფინანსური (საინვესტიციო) რესურსებით რეალური წარმოების განვითარების (საოპერაციო საქმიანობის) უზრუნველყოფის მოთხოვნილებები, რომელთა მოცულობის ფორმირება შეუძლებელია

საკუთარი წყაროების ხარჯზე. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ემისია მუდმივ სუბიექტებისათვის (ან სახელმწიფოსთვის) გარე წყაროებიდან ფინანსური რესურსების მოზიდვის მხოლოდ ერთ-ერთი ალტერნატიული ფორმაა. თუკი საკრედიტო რესურსების მოზიდვის ღირებულება ნაკლები იქნება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სახსრების მოზიდვასთან შედარებით, მაშინ მათი ემისია შეიძლება არ შედგეს (სხვა თანაბარ პირობებში).

## ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ფასსა და მიწოდების ფასს განსაზღვრავს ინვესტირებისა და ემიტენტების განსხვავებული ეკონომიკური ინტერესები და, შესაბამისად, ის სხვადასხვა სპეციფიკური ფაქტორები, რომლებიც ამ ინტერესების ფორმირების პირობებს ითვალისწინებენ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გარიგებათა მოხდენის რეალური პროცესი და, შესაბამისად, რეალური ფასწარმოქმნის პროცესიც, მხოლოდ იმ შემთხვევაში მიმდინარეობს, თუკი ინვესტორებისა და ემიტენტების ეკონომიკური ინტერესები ერთმანეთს ემთხვევა. ამასთან, ამ ბაზარზე მიმდინარე ფასწარმოქმნის პროცესზე სპეკულაციური კაპიტალიც ახდენს გარკვეულ გავლენას.

იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აყალიბებენ მოთხოვნის მოცულობას და შესაბამისად, გავლენა აქვთ მოთხოვნის ფასებზე, ძირითადად შემდეგი:

- მოხმარებასა და დაგროვებაზე ინვესტორების მიმდინარე შემოსავლის განაწილების პროპორციები, რომლებიც განსაზღვრავენ ფასიან ქაღალდებზე გარიგებათა განხორციელებას მათი ფინანსური პოტენციალის მოცულობას;

- ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის დონე და რისკის დონესთან მისი შესაბამისობა (პირველი მაჩვენებლის მეორეზე ყოველ გადაჭტებას იწვევს ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობის ზრდას);

- ცალკეული ფასიანი ქაღალდის ლიკვიდობის დონე. მას განსაზღვრავს საფონდო ბაზრის საერთო აქტივობა (მაკროეკონომიკური ფაქტორების გავლენით), აგრეთვე, კონკრეტული საფონდო ინსტრუმენტების საინვესტიციო თვისებები;

• ცენტრალური ბანკის სარგებლის დონის დინამიკა. იგი არსებითად მოქმედებს შემოსავლიანობის დონეზე და შესაბამისად, სავალო ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნის მოცულობაზე;

• ინფლაციის საპროგნოზო ტემპი. იგი თამაშობს სავარაუდო ინვესტიციური შემოსავლის დონის „ინფლაციური წმენდის“ როლს მასში რისკისათვის დაწესებული ჩართვის გზით.

### მეორე მხარის მონაცემები

იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც მიწოდების მოცულობას აყალიბებენ და შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებულ მიწოდების ფასებზე მოქმედებენ, ძირითადია შემდეგი:

✓ ქვეყანაში ეკონომიკისა და საინვესტიციო გარემოს მდგომარეობა, რომლებიც განსაზღვრავენ მეურნე სუბიექტების ინვესტიციურ მოთხოვნილებათა მოცულობას და ფასიანი ქაღალდების ემისიის ხარჯზე მათი დაკმაყოფილების ფინანსური რესურსების ოდენობას;

✓ სხვა ალტერნატიული გარე წყაროებიდან ფინანსური რესურსების მოზიდვის ღირებულება;

✓ საკრედიტო რესურსების ხელმისაწვდომი მთლიანად და კერძოდ, კონკრეტული მეურნეო სუბიექტებისთვის;

✓ კონკრეტული სახის ფასიანი ქაღალდების ემისიაზე გაწეული ხარჯების დონე.

ფასიანი ქაღალდების რეალური მოთხოვნისა და მიწოდების მაფორმირებელი ფაქტორების, აგრეთვე, სპეკულაციური ფასწარმოქმნელი ფაქტორების გათვალისწინებით ცალკეულ საფონდო ინსტრუმენტებზე ყალიბდება კონკრეტული ფასები საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრებზე.

### 3. იმ საკრედიტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები, რომლებზეც ვლინდება ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტებზე საწარმოთა მოთხოვნა და ხორციელდება მათი მიმოქცევა, უპირველეს ყოვლისა, ისაა, რომ იგი ეყრდნობა ამ ბაზრის სპეციფიკურ ამოსავალ ელემენტებს – საკრედიტო რესურსებზე არსებულ მოთხოვნას

და მათ მიწოდებას. მაგრამ ამ ბაზრის მთავარი თავისებურება ისაა, რომ ფასის სახით აქ კრედიტისთვის გადახდილი პროცენტის განაკვეთი გვევლინება. რეალური საქონლის ფასებისგან განსხვავებით, ამ პროცენტის განაკვეთი ყალიბდება არა ღირებულებიდან, არამედ სახმარი ღირებულებიდან გამომდინარე.

კრედიტის ბაზარზე ფულადი აქტივების მიმოქცევის ფორმებზე დამოკიდებულებით კრედიტზე განაკვეთს სხვადასხვა სახე შეიძლება ჰქონდეს—საკრედიტო პროცენტის, სადეპოზიტო პროცენტის, ბანკთაშორისი პროცენტის, სარგებლის პროცენტის და ა.შ თავიანთი დონით განსხვავების მიუხედავად, კრედიტორისთვის გადასახდელი პროცენტის ეს სახეები თავიანთ არსს ინარჩუნებენ და საკრედიტო რესურსების გასაყიდი ფულადი აქტივების ფასად გვევლინებიან. და მაინც, საკრედიტო რესურსებზე ფასების ამ სახეების შემადგენლობაში პრიორიტეტულ როლს თამაშობს ცენტრალური ბანკის სარგებლის განაკვეთი, რომლის დინამიკა განსაზღვრავს გასაყიდ ფულად აქტივებზე ფასების სხვა შემცველების მოძრაობას.

ცენტრალური ბანკის სარგებლის განაკვეთი სახელმწიფოს მიერ რეგულირებადი მაჩვენებელია; ამ რეგულირებას ახორციელებენ მაკროეკონომიკური ფაქტორებიდან გამომდინარე საფინანსო პოლიტიკის შესაბამისად. რაც შეეხება კრედიტზე გადახდილი პროცენტის დონის საბაზრო თვითრეგულირების მექანიზმს, მას სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით აგებენ, რომელთაგან მთავარია:

ცენტრალური ბანკის მიერ დაწესებული სარგებლის პროცენტის დონე, იგი საკრედიტო რესურსებზე ფასების დონის ფორმირების მინიმალური ნორმატიული მაჩვენებელია მათი გაყიდვის დროს:

ინფლაციის საპროგნოზო ტემპი. ამ ფაქტორის გათვალისწინებით ნაზღაურდება საკრედიტო რესურსების გამყიდველთა რეალური შემოსავლის შესაძლო დანაკარგი საინფლაციო პრემიის დონის ფორმით;

საკრედიტო რისკის დონე. იგი ახასიათებს იმ რისკს, რომ მსესხებელი ვერ დააბრუნებს (ან თავისდროულად ვერ დააბრუნებს) მთლელ კრედიტსა და მასზე გადასახდელ პროცენტს. საკრედიტო რისკის დონეს, თავის მხრივს მრავალი ფაქტორი, რომელთა შორის ყველაზე მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ მსესხებლის კრედიტუნარიანობა და გადახდისუნარიანობა, მისი საქმიანი

რეპუტაცია და კრედიტის უზრუნველყოფის ფორმა. საკრედიტო რისკის ანაზღაურება, ჩვეულებრივ ხდება რისკისთვის დაწესებული პრემიის დონის ფორმით;

კრედიტის ლიკვიდობის დონე. მას ახასიათებს კრედიტის გაცემის ვადა და მისი ანაზღაურება ხდება ლიკვიდობისთვის დაწესებული პრემიის სათანადო დონის ფორმით;

მარჟის დონე. ესაა ბანკის ან სხვა საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულების მიერ საკრედიტო რესურსების გაყიდვისა და ყიდვის ფასების დონეს შორის სხვაობა. მარჟის დანიშნულებაა საოპერაციო დანახარჯების დაფარვა, გადასახდების გასტუმრება და მოგების ფორმირება.

ჩამოთვლილი ძირითადი ფაქტორების გათვალისწინებით, კრედიტის ბაზარზე ფულადი აქტივების მიწოდების ფასს მათი გამყიდველი დიფერენცირებულად აყალიბებს ყოველი კონკრეტული კრედიტისთვის. ეს ხდება შემდეგი მოდელის შესაბამისად:

$$UPK=YC+UP+PP+PI+M$$

სადაც UPK კრედიტზე დაწესებული პროცენტის დონეა;

YC - ქვეყნის ცენტრალური ბანკის სარეგულაციო მოქმედი განაკვეთის დონე;

UP - ინფლაციური პრემიის დონე, რომელსაც, ჩვეულებრივ, ინფლაციის საპროგნოზო ტემპს უტოლებენ;

PP - რისკისათვის დაწესებული პრემიის დონე, რომელსაც საკრედიტო რისკის დონიდან გამოძინარე ანგარიშობენ კონკრეტული მსესხებლისთვის;

PI - ლიკვიდობისთვის დაწესებული პრემიის დონე, რომელსაც ანგარიშობენ კრედიტის გაცემის ვადით, მისი მომავალი ღირებულების შეფასების გათვალისწინებით;

M - მარჟის დონე, რომელსაც კონკრეტული საფინანსო საკრედიტო დაწესებულება განსაზღვრავს მისი საკრედიტო საქმიანობის განხორციელების სპეციფიკური პირობების გათვალისწინებით.

კრედიტის ბაზარზე ფასწარმოქმნის პროცესში შეიძლება იმ სხვა ფაქტორების გათვალისწინებაც, რომლებიც გასაყიდი ფულადი აქტივების ფასების დონეს განსაზღვრავენ.

კრედიტზე პროცენტის დონის ფორმირების გათვალისწინებით ყალიბდება ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის ფასების



(სადეპოზიტო პროცენტის, კერძოდ, ინვესტორის დეპოზიტურ ანაბრებზე მოგების ნორმის) დონეს.

#### საქართველოს ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის განხილვის შედეგად

4. სავალუტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები იმაში მდგომარეობს, რომ მასზე გაყიდვის მთავარი ობიექტის ფასის როლს თამაშობს სავალუტო კურსი (როდესაც ხდება უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა ეროვნული ვალუტით) ან კროს-კურსი (როდესაც ერთი უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა მეორე უცხოურ ვალუტაზე ხდება).

სავალუტო კურსი წარმოადგენს ნებისმიერი ქვეყნის ფულადი ერთეულის ფასს, რომელიც გამოხატულია მოცემული ქვეყნის ფულადი ერთეულით გარკვეული თარიღისათვის. ჩვეულებრივ, იგი გვიჩვენებს, თუ ეროვნული ვალუტის რამდენი ერთეულია საჭირო უცხოური ვალუტის ერთი ერთეულის შესაძენად. სავალუტო კურსი წარმოადგენილია, როგორც წესი, ორი მაჩვენებლით – ვალუტის ყიდვის ფასით და ვალუტის გაყიდვის ფასით. ამ ორ კურსს შორის სხვაობა აყალიბებს ვალუტების გამცვლელი დიფერენსის ან ოპერატორების მარჯვას (პრემიას).

კროს-კურსი ახასიათებს ორ ვალუტას შორის თანაფარდობას, რომელიც გამომდინარეობს მესამე ვალუტის მიმართ მათი კურსების თანაფარდობიდან.

თუკი ეროვნული ვალუტის გამოხატული სავალუტო კურსის დონე გარკვეულწილად დამოკიდებულია ეროვნულ სავალუტო ბაზარზე უცხოური ვალუტის მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობაზე, უცხოური ვალუტების კროს-კურსზე ეს მაჩვენებლები გავლენას არ ახდენენ.

#### საქართველოს ბაზრის ფუნქციონირების შედეგად

უცხოური ვალუტების სავალუტო კურსის დონეზე (რომელიც ეროვნული ვალუტითაა გამოხატული), შემდეგი ძირითადი ფაქტორები მოქმედებენ:

- ეროვნული და უცხოური ვალუტის მსყიდველობით-უნარიანობის თანაფარდობა, რომელსაც ახასიათებენ ტერმინით „ვალუტის მსყიდველობით-უნარიანობის პარიტეტი“;

• შესადარებელი ქვეყნების საგადასახდელო ბალანსის მდგომარეობა, რომელსაც ახასიათებენ მათ შორის ექსპორტისა და იმპორტის მოცულობათა თანაფარდობით;

• სახელმწიფო „სავალუტო ინტერვენციების“, ფორმები და მოცულობები, რომლებიც ასახავს სავალუტო კურსების სახელმწიფო რეგულირების სერხებს;

• „კაპიტალის გაქცევა“ ქვეყნიდან, რომელიც ახასიათებს მნიშვნელოვანი ოდენობით მის გადაგზავნას უფრო ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს მქონე ქვეყნებში, მეტად დაბეგვრის, ექსპროპორციის რისკის და ა.შ. თავიდან აცილების მიზნით. „კაპიტალის გაქცევის“ მთავარი მიზანია შერჩეულ ქვეყნებში მისი განთავსების უფრო ხელსაყრელი და გარანტირებულ;ი პირობები;

• ინფლაციის მაღალი ტემპები, რომლებიც განსაზღვრავენ სავალუტო აქტივების შეძენის აუცილებლობას ეროვნული ვალუტის გამოხატული კაპიტალის რეალური ღირებულების დაკარგვის აღკვეთის მიზნით;

• ეროვნული ფულადი ერთეულის მოსალოდნელი დევალაცია. ვალუტების კოტირებას ახორციელებენ სავალუტო ბირჟებზე სავალუტო კურსების (ეროვნული ფულადი ერთეულებით) და კროს-კურსების დადგენის გზით, აგრეთვე, კონკრეტულ ვაჭრობაზე „ფიქსინგის“, პროცედურის მეშვეობით, რაც ცალკეული სახის ვალუტების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობათა ურთიერთშედარების საფუძველზე ხორციელდება.

## საერთაშორისო ვალუტის ფუნქციონირების მნიშვნელობის უზრუნველყოფის საკითხები

5. ოქროს ბაზრის (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები იმაში მდგომარეობს, რომ მასზე ფასწარმოქმნის ხასიათი ყველაზე უფრო მეტად ასახავს საქონლის ბაზარზე ფასების ფორმირებისა და კოტირების მექანიზმის სპეციფიკას.

ერთი უნცია ოქროს ფასი ასახავს მასზე მოთხოვნის იმ მოცულობას, რომელსაც აყალიბებს ოქროზე არამართო რეალური მწარმოებლების მოთხოვნილებები, არამედ საინვესტიციო მიზნებით

განპირობებული მოთხოვნებიც. გარდა ამისა, ეს ფასი ასახავს ცალკეულ პერიოდებში ოქროს მიწოდების მოცულობას.

ოქროზე და სხვა ძვირფას ლითონებზე საბირჟო ფასების კოტირების მექანიზმს ზემოთ განხილული სტანდარტული ხასიათი აქვს.

ინვესტიციის ცალკეული ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმის ცოდნა შესაძლებლობას აძლევს საწარმოს, უფრო ეფექტიანად განახორციელოს გარე წყაროებიდან საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან, რეალური საინვესტიციო პროექტების შერჩევასთან, ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირებასა და საინვესტიციო საქმიანობის სხვა ასპექტებთან დაკავშირებული ოპერაციები.

## 5.2. საწარმოთა გარიგებების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე

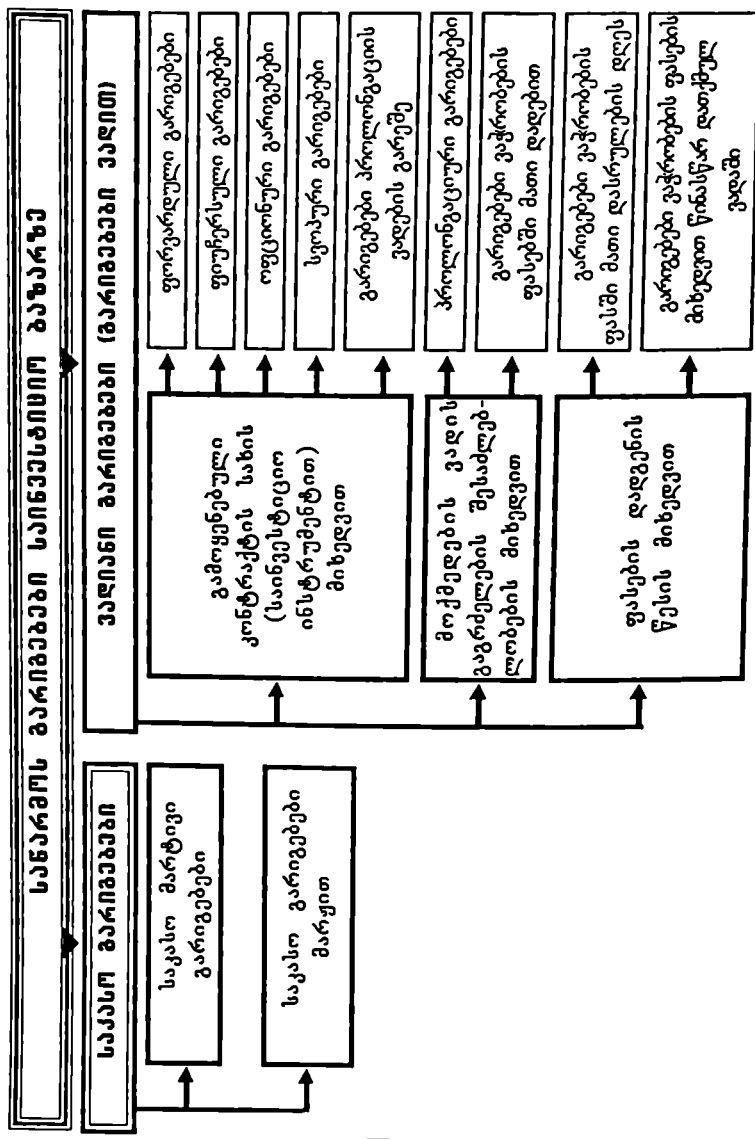
ფინანსური ურთიერთობების ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეებთან საწარმო ახორციელებს სხვადასხვა სახის გარიგებებსა და ოპერაციებს. ეს გარიგებები და ოპერაციები საწარმოს მიერ შეიძლება განხორციელდეს, როგორც ორგანიზებულ ასევე არაორგანიზებული საინვესტიციო ბაზარზე.

საინვესტიციო ბაზარზე საწარმოს მიერ განხორციელებული გარიგებები მისი ურთიერთშეთანხმებული მოქმედებაა სხვა დანტერესებულ სამეურნეო სუბიექტებთან, რომლებიც მიმართულია მათი უფლებებისა და მოვალეობების დამყარებაზე, შეწყვეტაზე ან ცვლილებებზე ინვესტიციურ ინსტრუმენტებთან მიმართებაში, რომლებიც მიმოიქცევიან ამ ბაზარს სხვადასხვა სეგმენტებში.

### საწარმოთა გარიგებები არაორგანიზებულ

გარიგებები, რომელსაც საწარმო ახორციელებს ორგანიზებულ და არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე, გამოირჩევა დიდი მრავალფეროვნებით და კლასიფიცირდება შემდეგ ძირითადი ნიშნების მიხედვით. (ნახ. 5.6.):

I. შეთანხმების პირობების რეალიზაციის პერიოდის შიხედვით გამოყოფენ საღარო და ვადიან გარიგებებს, რომლების ხორციელდება საინვესტიციო ინსტრუმენტებით.



ნახ. 5.6. საწარმოთა ბარიზაბების კლასიფიკაცია ორბანიზაციულ და აკაოგანიზაციულ საინვესტიციო ბაზარზე

საღარი გარიგებები ანუ („სპოტ“ გარიგებები) (spot transaction) გულისხმობენ, რომ შეძენილი საინვესტიციო ინსტრუმენტების გადახდა და ამით გადაცემა მყიდველზე გამყიდველის მიერ ხორციელდება დამოუკიდებლად ან მისი შესრულება ხდება მინიმალურ ტექნიკურად შესაძლებელ ვადებში.

საღარი გარიგებების შესრულებას საერთო პერიოდი საინვესტიციო ინსტრუმენტებისა და მათი სახეებზე დამოკიდებულების მიხედვით შეადგენენ ორიდან ოთხ დღემდე და განისაზღვრება ფორმულით:

$$II_{\text{სა}} = T + n, \text{ სადაც}$$

$II_{\text{სა}}$  - საღარი გარიგების გამოყენების საერთო პერიოდი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით.

$T$  - პარტნიორებს შორის გარიგებების დადების დღე.

$n$  - გარიგების შესრულების დასაბუთებული შესრულების ვადა.

საღარი გარიგებები საინვესტიციო ინსტრუმენტების მიხედვით დაიდება როგორც ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე (საფონდო და სავალუტო ბირჟებზე), ასევე არაორგანიზებულ ბაზრებზე.

წინასწარი ანაზღაურების პირობების მიხედვით, რომელიც გარანტირებას უკეთებს გარიგების შესრულებას მყიდველების მიერ, განასხვავებენ მარტივ საღარი გარიგებას და საღარი გარიგებას მარჯით.

მარტივი საღარი გარიგება არ მოითხოვს წინასწარ გადახდას (მარჟას) მისი დადებისას.

საღარი გარიგება მარჯით დაიდება საწარმოს მიერ, როგორც წესი, ორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის პირობებში საბროკერო კონტრაქტის სახით და აუცილებლობის შემთხვევაში დასტურდება შესაბამისი წინასწარი გადახდით (მარჟის სიდიდე დგინდება სავაჭრო საინვესტიციო ინსტრუმენტის სახის მიხედვით საბირჟო წესების ან საბროკერო კანტორების მიხედვით და ირყევა ჩვეულებრივ 35-50%-ის საზღვრებში).

ვადიანი გარიგებები (ანუ გარიგებები ვადით) გულისხმობენ რომ ნაყიდი საინვესტიციო ინსტრუმენტების გადაცემა და გადახდა ან მხოლოდ გათვლები გარიგებების მიხედვით (თუ კი საინვესტიციო ინსტრუმენტი არ ექვემდებარება გადაცემას) ტარდება დროის

განსაზღვრულ მომავალ პერიოდში. ვადიანი გარიგებები საინვესტიციო ინსტრუმენტების მიხედვით ხასიათდება სახეების მცირე რიცხვით და სახესხვაობებით. მცირე გამონაკლისების გარდა, საწარმოს ვადიანი გარიგებები დაიდება ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე.

II. გამოყენებული კონტრაქტის სახის მიხედვით (საინვესტიციო ინსტრუმენტის მიხედვით) ვადიანი გარიგებები იყოფა ფორვარდულ ფიუჩერსულ, ოფციონურ და სვოპურ გარიგებებად.

### ფორვარდული გარიგება

1. ფორვარდული გარიგება [forward transaction] ახასიათებს მისი მხარეების ვალდებულებას გაყიდოს (იყიდოს) საბაზო საინვესტიციო აქტივის (აქციები, ობლიგაციები, უცხოური ვალუტები და ა.შ.) კონკრეტული სახე განსაზღვრული სამომავლო დროის პერიოდში წინასწარ დათქმულ ფასებში. ვადიანი გარიგებას ამ სახის განხორციელებას ინსტრუმენტია ფორვარდული კონტრაქტი, რომელშიც დათქმულია შემდეგი პირობები:

- რეალიზებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივის სახეობა და მისი რაოდენობა;
- მომავალი პერიოდის კონკრეტული ვადა, რომელშიც მოხდება საინვესტიციო აქტივის გადაცემა და მისი გადახდა;
- საინვესტიციო აქტივის რეალიზაციის ფასების სახე, რომლის მიხედვით მოხდება ანგარიშსწორება მასზე (ფასბეის ეს სახე ფიქსირდება კონტრაქტის დადების მომენტში).

ფორვარდული კონტრაქტის ყოველი ჩამოთვლილი და სხვა პირობები ინდივიდუალური ხასიათისაა, ე.ი. განისაზღვრება მხარეთა კონკრეტული შეთანხმებების მიხედვით. გარიგების დადების მომენტში ავანსური გადახდები ნაყიდ (გაყიდულ) საბაზისო საინვესტიციო აქტივზე არ ხორციელდება.

ფორვარდული გარიგებები საინვესტიციო აქტივების მიხედვით ხორციელდება უპირატესად არაორგანიზებულ საფინანსო ბაზარზე და ამიტომ გამოირჩევა უფრო მათი შეუსრულებლობის მაღალი რისკით, პარტნიორთაგან რომელიმეს მხრიდან არაკეთილსინდისიერი ქცევის გამო. ფორვარდული გარიგების პირობების შესრულებაზე უარის თქმა რომელიმე პარტნიორის მხრიდან გამოწვეული

ჩვეულებრივ მისთვის არახელსაყრელი არსებითი ცვლილებებით საინვესტიციო ბაზრის კონიუქტურაში (ფასების დონის ცვლილება კონკრეტულ საინვესტიციო ინსტრუმენტზე. რის გამოც საჯარიმო სანქციების გადახდა მისთვის შეიძლება აღმოჩნდეს უფრო ხელსაყრელი, ვიდრე კონტრაქტის ძირითადი პირობებში შესრულება).

თავიანთ კონტრაგენტებთან საინვესტიციო ბაზრებზე საწარმოებს შეუძლიათ დადონ შემდეგი სახის ფორვარდული გარიგებები:

- ფორვარდული გარიგება რამდენიმე საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ყიდვაზე;

- ფორვარდული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გაყიდვაზე;

- ფორვარდული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივების გაცვლაზე;

„ფორვარდული კურსი“ სავაჭრო საბაზრო საინვესტიციო აქტივებზე ჩვეულებრივ აღემატება მასზე „სპოტკურსს“.

## ინვანსური გარიგება

2. ფიუჩერსული გარიგება [future transaction] ახასიათებს მისი მხარეების ვალდებულებას იყიდოს ან გაყიდოს საინვესტიციო აქტივების განსაზღვრული რაოდენობა დროის მომავალ პერიოდში ფიქსირებულ ფასში მისი განხორციელების სტანდარტიზირებული პირობების შესაბამისად. საწარმოს კონტრაგენტის როლში ფიუჩერსულ გარიგებაში შეიძლება გამოვიდეს მხოლოდ ბირჟა - მისი საანგარიშგებო ან კლირინგული პალატა. შესაბამისად ფიუჩერსულ გარიგებებს საწარმოები ახორციელებენ მხოლოდ ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე საბროკერო კანტორის მეშვეობით - რომლებიც შესაბამისი ბირჟების მონაწილეები არიან.

ფიუჩერსული გარიგების განხორციელების ინსტრუმენტია, ფიუჩერსული კონტრაქტი, რომელიც წარმოადგენს წარმოებული ფასიანი ქაღალდის ერთ-ერთ სახეობას (დერივატივი). მასში სტანდარტიზებულია ფიუჩერსული გარიგების შემდეგი ძირითადი პირობები:

- საბაზისო საინვესტიციო აქტივის სახეობა, რომლის მიხედვით შედგენილია მოცემული ფიუჩერსული კონტრაქტი. თანამედროვე პრაქტიკაში ასეთი საბაზო ფინანსური აქტივები შეიძლება იყოს

ფასიანი ქაღალდების შედარებით ლიკვიდური სახეები, რომლებიც მიმოიქცევიან მოცემულ ბირჟაზე კერძოდ, საკრედიტო ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეული სახეები, ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები. უცხოური ვალუტის კონკრეტული სახეები;

- საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ოდენობა (მისი სტანდარტული პარტია);

- საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფიქსირებული ფასი, გარიგების დადების მომენტში;

- კონტრაქტის მოქმედების დასრულების ფიქსირებული ვადა და სრული ანგარიშგება მის მიხედვით (ჩვეულებრივ ფიუჩერსული კონტრაქტები სრულდება სპეციალიზირებულ ვადაში, რომელიც დადგენილია ბირჟების მიერ);

- საჯარიმო სანქციების სისტემა მხარეების მიერ კონტრაქტის პირობების დარღვევისათვის.

ასეთი სტანდარტული პარამეტრების პირობებში მოცემული სახის საბირჟო კონტრაქტის მიხედვით ფიუჩერსული გარიგების საგანია სხვაობა მისი ღირებულების მიხედვით მოქმედების პერიოდის დასაწყისისა და დასასრულისათვის. სხვა სიტყვებით, ფიუჩერსული გარიგების თავისებურებაა (ფორვარდულისაგან განსხვავებით) ის, რომ ამ გარიგების საგანია არა საბაზო საინვესტიციო აქტივის მთელი ფასი, არამედ მხოლოდ სხვაობა მის მიმდინარე ფასსა დროის კონკრეტულ მომენტში და ფიუჩერსული კონტრაქტის ფიქსირებულ ფასს შორის მისი დადების მომენტში (ამ სხვაობას ქვია „ბაზისი“).

იმისათვის, რომ უზრუნველყოფილი იქნას ვალდებულებები რომლებიც გათვალისწინებულია ფიუჩერსული კონტრაქტით, ბირჟის კონტრაგენტები, ფიუჩერსული გარიგების მონაწილეები ვალდებულნი არიან შეიტანონ თავიანთ კლირინგულ ანგარიშებში ანგარიშსწორების ცენტრში გარკვეული ფულადი თანხა, რომელსაც „დეპოზიტური მარჟა“ ქვია. განასხვავებენ „პირველსაწყის მარჟას“, რომელიც შეიტანება ფიუჩერსული გარიგების დადებისას (ფიუჩერსული კონტრაქტის ხელმოწერა) და „მხარდამჭერ მარჟას“ – ეს არის დეპოზიტური ფულადი თანხის მინიმალური ღონე, რომლის ქვემოთ მას არ შეუძლია დაეშვას ფიუჩერსული კონტრაქტის გარიგების



მომენტში. პირველსაწყისი და მხარდამჭერი მარჯების ნორმატიული სიდიდე დგინდება ბირჟების მიერ (ცალკეული შედარებით რისკიანი საინვესტიციო აქტივების ან საინვესტიციო ბაზრის კონსტრუქციის მაღალი რყევის პერიოდში მარჯების ნორმატიული სიდიდე შეიძლება ამალდეს). ანალოგიურად ბირჟებზე თავიანთი ვალდებულებების შესრულების უზრუნველსაყოფად ფიუჩერული კონტრაქტებს პირობების შესრულების თვალსაზრისით კონტრაგენტების მიერ იქმნება სპეციალური სადაზღვევო ფონდი.

### **ფიუჩერული გარიგების განმასხვავებელი თავისებურებაა ის, რომ ფინანსური შედეგები (მოგება ან ზარალი) ფიუჩერული კონტრაქტის მიხედვით ბაზისის შეცვლისას აისახება კლიენტის საკლირინგო ანგარიშში საანგარიშსწორებო პალატაში ვაჭრობისას დღის ბოლოს. დიდი რისკების თავიდან აცილების მიზნით, რაც გამოწვეულია ბაზისის მაღალი დადებითი ან უარყოფითი სიდიდის გამო, ბევრი ბირჟა ემყარება ფიუჩერული კონტრაქტების კურსების რყევის შეზღუდვას ერთი ვაჭრობის განმავლობაში. ფიუჩერულ საინვესტიციო ბაზრებზე მონაწილე საწარმოებს შეუძლიათ განახორციელონ შემდეგი სახის გარიგებები:**

• ფიუჩერული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ყიდვაზე. ეს გარიგება განისაზღვრება მისი მონაწილისათვის როგორც „გრძელი პოზიციის გახსნა“. მოგებას ასეთი გარიგებიდან ფიუჩერული კონტრაქტის მფლობელი მიიღებს იმ შემთხვევაში, თუ კი შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასი მომავალ პერიოდში გარანტირებული ზარალის მომტანი იქნება მოცემული სახის ფიუჩერული გარიგების მონაწილისათვის;

• ფიუჩერული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გაყიდვაზე. ეს გარიგება განისაზღვრება მისი მონაწილისათვის როგორც „მოკლე პოზიციების გახსნა“. მოგებას ასეთი გარიგებიდან ფიუჩერული კონტრაქტის მონაწილე მიიღებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კი შესაბამისი საბაზისო საფინანსო აქტივის ფასს მომავალ პერიოდში ექნება შემცირების ტენდენცია. შესაბამისად საბაზისო ფინანსური აქტივის ფასების ზრდა მომავალ

პერიოდში გამოიწვევს ზარალის გენერირებას მოცემული სახის ფიუჩერსული გარიგების მონაწილისათვის;

• **ოფსეტური ფიუჩერსული გარიგება.** ეს გარიგება განისაზღვრება მისი მონაწილისათვის როგორც „დახურული პოზიცია“ მათ მიერ ადრე გახსნილი „გრძელი“ ან „მოკლე“ პოზიციების მიხედვით. რამდენადაც ფიუჩერსული გარიგება, რომელიც მიმართულია გრძელი ან მოკლე პოზიციების გახსნაზე, პრაქტიკულად არასოდეს არ სრულდება რეალურ საბაზისო საინვესტიციო აქტივების მიწოდებით, მისი შეწყვეტა შესაძლებელია მხოლოდ შებრუნებული გარიგების დადებით ანალოგიური ფიუჩერსული კონტრაქტის მიხედვით (ანუ ფიუჩერსული კონტრაქტის გამყიდველი გარიგების დადებისას უნდა ახდენდეს კონტრაქტის ყიდვის საბაზისო საინვესტიციო ინსტრუმენტის ანალოგიურ რაოდენობაზე, ხოლო მყიდველი შესაბამისად ასეთი კონტრაქტის გაყიდვას). ოფსეტური გარიგება შეიძლება განხორციელდეს არა მხოლოდ ფიუჩერსული კონტრაქტის მოქმედების ვადის ამოწურვის შემდეგ. არამედ მისი შესრულების ნებისმიერ ეტაპზე.

### **3. ოფციონური გარიგება**

3. **ოფციონური გარიგება** („გარიგება პრემიით“). [ption transaction] ახასიათებს ერთი მხარის ვალდებულებას – მიანიჭოს უფლება მეორე მხარეს იყიდოს ან გაყიდოს შესაბამისი საინვესტიციო აქტივი დადგენილ ფასში მოცემული განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში ან ამ პერიოდის ბოლოს. ოფციონური გარიგებები შეიძლება განხორციელდეს ორგანიზებულ, ასევე არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე. პირველ შემთხვევაში გარიგებები ორგანიზდება ბირჟის საანგარიშსწორებო (კლირინგული) გადახდებით, ხოლო მეორე შემთხვევაში – საბროკერო კანტორების მიერ.

ოფციონური გარიგების განხორციელების ინსტრუმენტად გამოდის ოფციონური კონტრაქტი, რომელიც არის ნაწარმოები (წარმოებული) ფასიანი ქალაქი (დერივატივი). მასში, ისევე როგორც ფიუჩერსულ კონტრაქტში. სტანდტიზებულია ოფციონური გარიგების ძირითადი პირობები – მისი ობიექტი, ოფციონის ფასი, დაფარვის თარიღი და ა.შ. ოფციონური კონტრაქტის განმასხვავებელი ნიშანი (თავისებურებაა) მყიდველის მიერ გადახდილი პრემიის სიდიდე

საკონტრაქტო პირობების შესაძლო შეესრულებლობის შემთხვევაში.

ოფციონური გარიგებების ობიექტები შეიძლება იყვნენ როგორც საბაზისო, ასევე ნაწარმოები ფასიანი ქაღალდების სხვა სახეები (ფიუნერსული ოფციონები, სეოპური ოფციონები). საკრედიტო ფინანსური ინსტრუმენტები (საპროცენტო ოფციონები), უცხოური ვალუტა (სავალუტო ოფციონები), ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები.

ოფციონური გარიგებების განხორციელება ორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის სისტემაში მიახლოებულია ანალოგიურ ფიუნერსულ გარიგებებთან. მათგანაც ამოიღება მარჟა, გათვალისწინებულია ოფსეტური (უკუ, შებრუნებული) გარიგებების შესაძლებლობა პოზიციის დასაკეტავად და ა.შ. ამასთან ერთად ფიუნერსული გარიგებებისაგან განსხვავებით ოფციონური გარიგებების შემთხვევაში არ გაითვალისწინება ყოველდღიური ანგარიშსწორებები და მოგების ან ზარალის თანხის დარიცხვა მხარეებზე ყოველდღიური ვაჭრობების მიხედვით.

საკონტრაქტო პირობების თავისებურებების მიხედვით ოფციონები, რომლებიც მიმოიქცევიან საინვესტიციო ბაზარზე, კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით. (ნახ. 5.7.).

მიზნობრივი ხასიათის მიხედვით განასხვავებენ ოფციონებს საინვესტიციო აქტივის რეალური მიწოდებით და ოფციონებს ფულადი ანგარიშსწორებით.

ოფციონი ინვესტიციური აქტივის რეალური მიწოდებით უზრუნველყოფს მისი მფლობელის უფლებას დადოს ოფციონური გარიგება ფიზიკური შესყიდვით ან გაყიდვით მასში განპირობებული შესაბამისი საბაზო აქტივის რაოდენობის მიხედვით დათქმულ ფასში.

ოფციონი ფულადი ანგარიშსწორებით უზრუნველყოფს მისი მფლობელის უფლებას დადოს ოფციონური გარიგება დათქმული საბაზო აქტივების ფულად ფორმაში სხვაობაზე დათქმული საბაზო აქტივების ღირებულებათა ვალდებულების შესრულების მონტში არსებული ფასით და ოფციონის შესრულების გათვალისწინებულ ფასს შორის.

მიყვლეის მსურ შექენილი უყვლების მიხედვით გამყოფენ „კოლ“ ოფციონის; „პუტ“ ოფციონის და ორმაგ ოფციონებს.

# ოფციონების სახეები

## გარიგების მიწოდებით ხასიათის მიხედვით

ოფციონი ფინანსური აქტივის რეალური მიწოდებით

ოფციონი ფულადი ანგარიშსწორებით

## მყიდველის მიერ შექანილი უფლების მიხედვით

„კოლ“ ოფციონი

„პუდ“ ოფციონი

ორმაგი ოფციონი

## ვალდებულებების (უფლების) ოდენობის მიხედვით

უბრალო ოფციონი

ბოკლე ოფციონი

## რეალიზაციის დროის მიხედვით

ამერიკული ოფციონი

ევროპული ოფციონი

ნახ. 5.2. ოფციონური კონტრაქტების ძირითადი სახეები, რომლებიც მიმოიხივებიან ინოვაციურ ბაზარზე

ოფციონი „კოლ“-ი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას აძლევს შეისყიდოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტით გათვალისწინებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივი. გამყიდველისათვის „კოლ“ ოფციონის საინვესტიციო აქტივის ასეთი გაყიდვა არის საკონტრაქტო ვალდებულება.

ოფციონი “პურ”-ი უფლებას აძლევს მის მფლობელს (მყიდველს) შეიძინოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტის მიხედვით გათვალისწინებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გარკვეული რაოდენობა. “პუტ” ოფციონის გამყიდველისათვის ფინანსური აქტივის ასეთი შესყიდვა არის საკონტაქტო ვალდებულება.

ორმაგი ოფციონი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას აძლევს იყიდოს ან გაყიდოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტებით გათვალისწინებული ოდენობის საბაზისო საინვესტიციო აქტივი. გამყიდველისათვის მყიდველს მიერ უფლების არჩევა შეარჩიოს ორმაგი ოფციონის მყიდველი არის საკონტაქტო ვალდებულება.

ვალდებულების სიდიდის (უფლება) მიხედვით გამოყოფენ უბრალო და მოკლე ოფციონს. უბრალო ოფციონი მის მყიდველს (მფლობელს) უფლებას ანიჭებს მოითხოვოს ოფციონის გამყიდველისაგან მისი ვალდებულების შესრულება იმ ოდენობით, რომ არ გადააჭარბოს დათქმული ოდენობის საბაზისო საინვესტიციო აქტივებს.

მოკლე ოფციონი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას ანიჭებს მიიღოს განსაზღვრული დამატებითი პრემია, რომელსაც იხდის ოფციონის გამყიდველი და მოითხოვოს მისგან შეასრულოს მასზე დაკისრებული ვალდებულებები იმ ოდენობით, რომელიც რამდენიმე აჭარბებს კონტრაქტით გათვალისწინებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივების სიდიდეს. ეს სიდიდე შეიძლება 2 ჯერ, 3 ჯერ ოთხჯერ იან მეტჯერ აღემატებოდეს თავდაპირველად დათქმულ სიდიდეს, მაგრამ უნდა თავსდებოდეს ოფციონური კონტრაქტებით გათვალისწინებულ ჩარჩოებში.

რეალიზაციის დროის მიხედვით განასხვავებენ ამერიკული და ევროპული სახის ოფციონებს.

ამერიკული ოფციონი ახასიათებს ოფციონურ კონტრაქტს, რომელიც შეიძლება რეალიზებული იქნას მისი მფლობელის მიერ (მყიდველი) ნებისმიერ დროს მისი მოქმედების დროის ამოწურვამდე. ევროპული ოფციონი ახასიათებს ოფციონურ კონტრაქტს, რომელიც შეიძლება რეალიზებული იქნას მისი მფლობელის (მყიდველის) მიერ მხოლოდ წინასწარ განსაზღვრულ დღეს (ოფციონის შესრულების თარიღი).

გამოდის რა როგორც მონაწილე ოფციონურ საინვესტიციო ბაზარზე. საწარმოს შეუძლია განახორციელოს მასზე შექმნილი ძირითადი ხაზის გარიგებები:

- ოფციონური გარიგება „კოლ“ ოფციონური კონტრაქტის შესყიდვაზე. ასეთი გარიგება ხასიათდება როგორც მყიდველის მიერ გრძელი პოზიციის „კოლ“-ის გახსნა (გრძელი „კოლი“). მოგება ამ გარიგებიდან შეიძლება მიღებული იქნას მყიდველის მიერ მხოლოდ შესაბამის საბაზრო საინვესტიციო აქტივზე ფასების ზრდის ტენდენციის შემთხვევაში დროის განსაზღვრულ პერიოდში. თუ კი ფასების დინამიკისათვის დამახასიათებელია საპირისპირო ტენდენცია, მყიდველს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით გარიგების შესრულებაზე უარის თქმის სახით. (მისი მაქსიმალური რისკი ამ შემთხვევაში შეზღუდულია იმ პრემიის სიდიდით, რომელსაც იხდის ოფციონური კონტრაქტის გამყიდველი;

- ოფციონური გარიგება ოფციონური კონტრაქტით „პუტ“-. ასეთი გარიგება ასევე ხასიათდება როგორც მყიდველის მიერ გრძელი პოზიციის გახსნა (ამ შემთხვევაში – გრძელი „პუტ“-ი). მოგება ასეთი გარიგებიდან შეიძლება მიღებულ იქნას მყიდველის მიერ მხოლოდ ფასების შემცირების ტენდენციის პირობებში შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის პირობებში დროის განსაზღვრულ პერიოდში (ამ ფასების ზრდის პირობებში მყიდველს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით უარი თქვას გარიგების შესრულებაზე);

- ოფციონური გარიგება „კოლ“ ოფციონური კონტრაქტის გაყიდვაზე. ასეთი გარიგება ასევე ხასიათდება მყიდველის მიერ მოკლე „კოლ“ ოფციონის პოზიციის გაყიდვით (მოკლე „კოლ“). მოგება გამყიდველის გარიგების მიხედვით შეიძლება მიღებული იქნას ფასების შემცირების ტენდენციის პირობებში შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის მიხედვით დროის განსაზღვრულ პერიოდში. ოფციონის მყიდველის უარის უფლების გათვალისწინებით გარიგების შემსრულებლის წინაშე. ეს მოგება იზღუდება, როგორც წესი, მიღებული პრემიის სიდიდით;

- ოფციონური გარიგება ოფციონური „პუტ“ კონტრაქტის გაყიდვაზე. ასეთი გარიგება ხასიათდება როგორც გამყიდველის მიერ მოკლე „პუტ“ ოფციონის გახსნა (მოკლე „პუტ“-ი). მოგება

ასეთი გარიგების მიხედვით (პრემიის ოდენობით) გამყიდველს მოუტანს მხოლოდ ფასების ზრდის ტენდენციის შემთხვევაში შესაბამის საბაზისო საინვესტიციო აქტივზე.

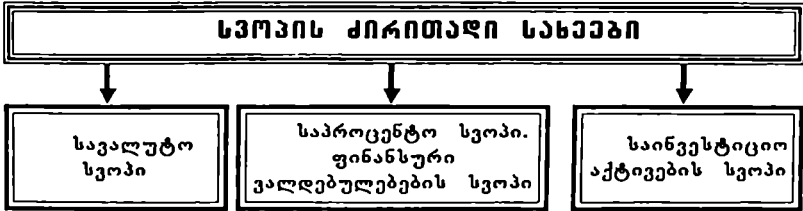
**სვოპის ტიპები**

4. სვოპური გარიგება (გარიგება „სვოპ“-ი) swap transavtion] ახასიათებს შეთანხმებას ორ ან მეტ საინვესტიციო ბაზრის მონაწილეს შორის სხვადასხვა სახის სამომავლო გადახდების გაცვლის ჩატარების შესახებ ურთიერთხელსაყრელობის პირობებში. ასეთი გარიგებები ხორციელდება მხოლოდ არაორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის სისტემაში. ამ გარიგებების განმასხვავებელი ნიშანია მათი განხორციელება დროის ხანგრძლივ პერიოდში. ისინი რეალიზდება რამდენიმე თვიდან დაწყებული ათი და მეტი წლის ვადით. სვოპური გარიგებები ხორციელდება როგორც უშუალოდ ორ სამეურნეო სუბიექტს შორის, ასევე კომერციული ბანკების შუამავლობით.

სვოპური გარიგებების განხორციელების ინსტრუმენტი აკონტრაქტი „სვოპი“ (ან უბრალოდ „სვოპი“). იგი დგება სვოპური გარიგებების მონაწილეების მიერ საერთაშორისო და ეროვნული სტანდარტების რეკომენდაციების შესაბამისად. ამ კონტრაქტის ძირითადი პარამეტრები განისაზღვრება სვოპი-ს სახით, რომელიც ასახავს გარიგების საგანს.

თანამედროვე პრაქტიკაში შედარებითი გავრცელება ჰპოვეს სვოპის შემდეგმა ძირითადმა სახეებმა (ნახ. 5.8).

სავალუტო სვოპი ახასიათებს სამომავლო გადახდების გაცვლას გარიგების მონაწილეს შორის უცხოურ ვალუტაში. სავალუტო



ნახ. 5.8 სვოპის ძირითადი სახეები. რომელიც ასახავს სვოპურ ბარიშებას

სვოპის ჩარჩოებში საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპური გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

- უცხოური ვალუტის ყიდვა შესყიდვა „სპოტის“ პირობებში კონტრაქტის ამავდროული დადებით მის გაყიდვაზე დროის გარკვეული პერიოდის შემდეგ „ფორვარდის“ პირობით;

- უცხოური ვალუტის გაყიდვა „სპოტის“ პირობებით კონტრაქტის იმავდროული დადებით მის შესყიდვაზე გარკვეული პერიოდის შემდეგ „ფორვარდის“ პირობით;

- ერთი უცხოური ვალუტის გაცვლა მეორეზე ახლანდელ პერიოდში კონტრაქტის იმავდროული დადებით შებრუნებით გაცვლაზე მომავალ პერიოდში.

საპროცენტო სვოპი/ან ფინანსური ვალდებულებების „სვოპი“ ახასიათებს მომავალი გადახდების გაცვლას გარიგების მონაწილეებს შორის, რაც დაკავშირებულია კრედიტების მოზიდვასა და მომსახურებასთან. ობლიგაციების ემისიასთან და მომსახურებასთან და ა.შ. (თვითონ საპროცენტო სვოპი ასეთი საკრედიტო შეთანხმებისას არ არის). ასეთი გაცვლის ეფექტიანობა გარიგების ყოველი მონაწილის მიხედვით განისაზღვრება იმით, რომ კრედიტუნარიანობის დონის სხვადასხვაობის გამო (მათი საკრედიტო რეიტინგით) ისინი აყალიბებენ ფინანსურ ვალდებულებებს თავიანთ საინვესტიციო ბაზრებზე პროცენტის სხვადასხვა დონის პირობებში (სხვადასხვა ღირებულების ნასესხები სახსრების მოზიდვა). გადახდების სახეების გაცვლა ვალის მომსახურების მიხედვით შესაძლებელს ხდის გარკვეულ პირობებში მიიღონ ეკონომიკური სარგებელი ორივე პარტნიორმა სვოპური გარიგების პირობებში.

საპროცენტო სვოპის ჩარჩოებში (საფინანსო ვალდებულებების სვოპი) საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპების გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

- ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით ფიქსირებული განაკვეთით ვალდებულებებზე პროცენტების გადახდით მცურავი განაკვეთით;

- ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით მცურავი საპროცენტო განაკვეთით ვალდებულებებზე პროცენტების გადახდით ფიქსირებული განაკვეთით;



• ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით ერთი სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით ვალდებულებებზე მათი გადახდისას მცურავი საპროცენტო განაკვეთის სხვა სახეების მიხედვით.

საპროცენტო სვოპი შეიძლება მოემსახუროს საწარმოს ფინანსურ ვალდებულებებს როგორც ეროვნულ, ასევე უცხოურ ვალუტაში.

### საინვესტიციო აქტივების სვოპი ახასიათებს სამომავლო შემოსულობების გადახდებს გარიგებების მონაწილეებს შორის მათი კუთვნილი აქტივებიდან (ინვესტიციები, ფასიანი ქაღალდები, დეპოზიტები და ა.შ.). საპროცენტო სვოპისაგან განსხვავებით, რომელიც საშუალებას აძლევს გარიგების მონაწილეებს შეამციროს მოზიდული ნასესხები კაპიტალის ღირებულება, საინვესტიციო აქტივების სვოპი მათ საშუალებას აძლევს გაადიდოს ინვესტიციების შემოსავლიანობა მათი რისკის შესაბამისი გადიდების გარეშე. ასეთი გაცვლის ეფექტიანობა გარიგების ყოველი მონაწილისათვის ასევე განისაზღვრება ყოველი მათგანის შედარებით უპირატესობებით სხვადასხვა საინვესტიციო ბაზარზე.

საწარმოს საინვესტიციო აქტივების სვოპის ჩარჩოებში საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპური გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

• ინვესტიციებიდან შემოსულობების გაცვლა ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთებით მათ შემოსულობებზე მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;

• ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლა მცურავი საპროცენტო განაკვეთით მათ შემოსულობებზე მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;

• ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლის ერთი სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით მათ შემოსულობებზე მეორე სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;

• ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლა ერთ ვალუტაში მათი შემოსულობებზე მეორე ვალუტაში.

საინვესტიციო აქტივების სვოპი შეიძლება მოემსახუროს საწარმოს შემოსავლების სამომავლო შემოსულობებს ინვესტიციებიდან როგორც ეროვნული, ისე უცხოური ვალუტის სხვადასხვა სახეების მიხედვით.

III. გარიგების ვადის გაგრძელების შესაძლებლობების მიხედვით ისინი იყოფა ორ სახეობად: პროლონგაციის უფლებების გარეშე და პროლონგირებული გარიგებები.

გარიგება პროლონგირების უფლების გარეშე ითვალისწინებს ერთ-ერთ სავალდებულო პირობად მის სრულ დასრულებას გათვალისწინებულ კონკრეტულ ვადაში.

პროლონგაციური გარიგება ახასიათებს ვადიან გარიგებას, რომლის ერთ-ერთი პირობაა მისი გაგრძელების შესაძლებლობა. ასეთი შესაძლებლობა ეძლევა, როგორც წესი, ფიუჩერსულ და სვოპურ გარიგებებს.

ფიუჩერსული გარიგებების მიხედვით საბირჟო კონტრაქტის პროლონგაციაზე მოთხოვნა განისაზღვრება ყველაზე მეტად იმით, რომ გარიგების მონაწილის საპროგნოზო მოდოლინი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების დინამიკასთან მიმართებაში კონტრაქტის მოქმედების ვადის ამოწურვისას არ განისაზღვრა, მაგრამ იგი იმედოვნებს, რომ ისინი რეალიზებული იქნებიან უახლოეს დროში.

არსებობს პროლონგირებული ფიუჩერსული გარიგების ორი სახესხვაობა: რეპორტი და დეპორტი.

რეპორტი ახასიათებს ფიუჩერსული გარიგების პროლონგაციას, რომელიც ორიენტირებულია საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების გადიდებაზე და შემოსავლების მიღებაზე სხვაობის სახით მისი სამომავლო გაყიდვის კურსელებსა და მისი შესყიდვის ახლანდელ კურსს შორის.

დეპორტი ახასიათებს ფიუჩერსული გარიგების პროლონგაციას საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების დაწევაზე ორიენტაციით და შემოსვლის მიღებაზე სხვაობის სახით მისი შესყიდვის ახლანდელ კურსსა და მისი გაყიდვის სამომავლო კურსს შორის.

IV. ფასების დაწევის წესის მიხედვით გამოყოფენ გარიგებებს ვაჭრობების ფასებით (კოტირებები) მისი დადების დღეს, გარიგებები ვაჭრობების ფასების მიხედვით მისი დასრულების დღეს; გარიგებები ვაჭრობების ფასების მიხედვით წინასწარ დათქმულ თარიღის მიხედვით.

გარდა ჩამოთვლილი ძირითადი ნიშნებისა, საწარმოს გარიგებები საინვესტიციო ბაზრებზე შეიძლება კლასიფიცირებული იქნას შედარებით უფრო ნაკლებარსებითი ნიშნების მიხედვით: გარიგების ადგილის, გირაოს სახის, განსაკუთრებული პირობების და სხვათა მიხედვით.

### 5.3. საწარმოთა ძირითადი ოპერაციების დახასიათება საინვესტიციო ბაზარზე

ამა თუ იმ სახის გარიგების დადება ექვემდებარება განსაზღვრული ოპერაციების მიზნების განხორციელებას, რომელთაც საწარმოები ატარებენ საინვესტიციო ბაზარზე.

საწარმოების მიერ საინვესტიციო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციების ქვეშ მოიაზრება ცალკეული მმართველობითი გადაწყვეტილებების რეალიზაცია, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან ინოვაციური რესურსების ფორმირებასთან და გამოყენებასთან ამ ბაზრის სხვადასხვა სახეების სისტემაში, რომელიც უზრუნველყოფს აუცილებელი გარიგებების დადების პარტნიორებს შორის ინვესტიციური ურთიერთობების მიხედვით.

ინოვაციური მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკაში გამოყოფენ საწარმოთა მიერ სხვადასხვა სახით საინვესტიციო ბაზრებზე განხორციელებული ოპერაციების შემდეგ ძირითად ჯგუფებს: (ცხრ. 5.1.).

I. საკუთარი საინვესტიციო რესურსების გარე წყაროებიდან მოზიდვასთან დაკავშირებული ოპერაციები ამ ჯგუფის ერთ-ერთი ძირითადი სახის ოპერაციაა საწარმოს მიერ საკუთარი აქციების ემისია და განთავსება, რომელიც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზრებზე.

აქციების ემისია წარმოადგენს კანონმდებლობით რეგულირებულ პროცედურებს, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან ამ სახის კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან. განასხვავებენ აქციების პირველად და დამატებით ემისიას. აქციების პირველადი ემისია დაკავშირებულია სააქციო საზოგადოების შექმნა და მისი სააქციო კაპიტალის პირველსაწყის ფორმირებასთან. აქციების დამატებითი ემისია შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა

**სანარმოთა შიარ სხვადასხვა სახის საინვესტიციო ბაზარზე განსწავლავალი ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები**

სანარმოთა ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები	საინვესტიციო ბაზრების სახეები				
	საქონლი	ფასიანი ქაღალდების	სავალუტო	სადაზღვევო	ოქრო ან სხვა კაპიტალის მქონე მართობი
1. გარე წყაროებიდან საკუთარი საინვესტიციო რესურსების მოსიძღვასთან დაკავშირებული ოპერაციები		X			
2. გარე წყაროებიდან ნახსხები საინვესტიციო რესურსების მოსიძღვასთან დაკავშირებული ოპერაციები	X	X	X		
3. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია საინვესტიციო აქტივების გაყიდვასთან მათი გაცემის ანდა კაპიტალის დეზინვესტირების პროცესში	X	X			
4. კაპიტალის ინვეტირების ოპერაციები	X	X	X		
5. საინვესტიციო რისკების დაზღვევის ოპერაციები	X	X	X	X	X
6. ხეკულაციური ოპერაციები	X	X	X		X
7. საარბიტრაჟო ოპერაციები	X	X	X	X	X
8. ოპერაციების სხვა სახეები	X	X	X	X	X

საზოგადოების მიერ ადრე გამოშვებული აქციები სრულადაა ანაზღაურებული მათი ნომინალური ფასის მიხედვით.

საკანონმდებლო ნორმები ზედმიწევნით და თანმიმდევრულად არეგულირებენ გადაწყვეტილების მიღების წესს აქციების გამოშვებაზე. მათი სახელმწიფო რეგისტრაციის პროცედურებს, მოთხოვნებს ემისიის პროსპექტის შედგენასთან დაკავშირებით. მათი განთავსების წესს. კერძოდ, აქციების პირველადი ემისიისას განსაზღვრულია მათი განაწილების წესი სააქციო საზოგადოების დამფუძნებლებს შორის საზოგადოების დაარსების ხელშეკრულების შესაბამისად.

აქციების განთავსება ანუ მათი განსხვავება ემიტენტის მიერ სხვა პირების სასარგებლოდ ხორციელდება მხოლოდ მათი გამოშვების რეგისტრაციის შემდეგ ღია ან დახურული ხელმოწერის გზით. აქციებზე ღია ხელმოწერა ხორციელდება ღია ტიპის სააქციო

საზოგადოების მიერ სააქციო საზოგადოების მიერ საჯარო განცხადების შემდეგ. დახურული ხელმოწერა გულისხმობს აქციების განთავსებას წინასწარი განსაზღვრულ ინვესტორებს შორის მის შესახებ წინასწარ საჯაროდ გამოცხადების გარეშე მასობრივი საინფორმაციო საშუალებების მიერ.

### ე. ემიციის განხორციელებაში

აქციების ემიციის განხორციელებაში და მათ განთავსებაში ემიციენტებს ძირითადად ეხმარებიან ანდერრაიტერები. ანდერრაიტერების მიერ გაწეული მომსახურების შემადგენლობაში შედის: ემიციენტების კონსულტირება ემიციის სიდიდესთან დაკავშირებით; აქციების ნომინალისა და ფასების შესახებ; ემიციის განხორციელების დროის განსაზღვრა, დახმარება აქციების განთავსებაში ინვესტორებს შორის და სხვა.

ანდერრაიტინგი შეიძლება განხორციელდეს ემიციენტისაგან მთელი აქციების ან მისი ნაწილი ემიციის შესყიდვის გზით (ამ შემთხვევაში ანდერრაიტერი თავის თავზე იღებს პირველად ბაზარზე აქციების რეალიზაციასთან დაკავშირებულ რისკს) ან აქტიური შუამავლობის გზით ემიციენტსა და ინვესტორებს შორის. (პრინციპით უდიდესი ძალისხმევა). ოღონდ ვალდებულების გარეშე შეისყიდოს ემიტირებული აქციების რაიმე ნაწილი. პირველ შემთხვევაში ანდერრაიტერის შემოსავალი ყალიბდება სხვაობით აქციების განთავსების ფასსა და მათი გამოსყიდვის ფასს შორის. (მას უწოდებენ ანდერრაიტინგული სპრედს ან დისკონტს). ხოლო მეორე შემთხვევაში

წინასწარ დათქმული საზღაური მომსახურების გაწევისათვის. ანდერრაიტინგის ერთ-ერთი თანამედროვე ფორმაა ასევე ანდერრაიტერის მიერ ემიციენტისაგან ხელმოწერაზე ოფციონის შექმნა (ემიტირებული აქციების რეალიზაციასთან დაკავშირებული სიძნელეების შემთხვევაში ანდერრაიტერს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით და უარი თქვას გარიგებაზე).

აქციების ემიციის დიდი ოდენობის პირობებში მისი სრული გამოსყიდვის და განთავსების რისკის განაწილების მიზნით შეიძლება შეიქმნას ანდერრაიტინგული სინდიკატი. ანდერრაიტერების მიერ აქციების გაყიდვა ხორციელდება ჩვეულებრივ აუქციონური ვაჭრობების მექანიზმის მეშვეობით. საკუთარი საინვესტიციო

რესურსების მოზიდვის ოდენობა გარე წყაროებიდან განხილული ოპერაციის პროცესში შედგება ემიტირებული აქციების რეალიზაციის თანხისაგან მათი ნომინალური ღირებულების მიხედვით და ემისირებული შემოსავლის თანხისაგან სხვაობის სახით ანდერრაიტერების მიერ მათი გაყიდვების სიდიდესა გამოსყიდვით ფასით და ნომინალურ ფასს შორის, მინუს ის ხარჯები, რაც დაკავშირებულია აქციების გამოშვებასთან და განთავსებასთან.

II. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია ნასესხები საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან გარე წყაროებიდან. ეს ოპერაციები საწარმოს შეუძლია განახორციელოს საკრედიტო ბაზარზე. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და სავალუტო ბაზარზე.

**საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა**

საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა საკრედიტო ბაზარზე არის საბანკო კრედიტების მოზიდვა ეროვნულ ვალუტაში. როგორც მოკლევადიანის, ასევე გრძელვადიანისა. ასეთი კრედიტის მოზიდვის ღირებულება მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია საწარმოს კრედიტუნარიანობის დონეზე (საკრედიტო რეიტინგი), კრედიტის სახეზე, მისი უზრუნველყოფის ხასიათზე და ზოგიერთი სხვა პირობებზე. ამის გარდა საწარმოს ოპერაციის ნაწილი საკრედიტო ბაზარზე დაკავშირებულია ნასესხები ფულადი რესურსების მოზიდვასთან, ხასიათდება კრედიტების და სესხების მიღებასთან არასაბანკო საფინანსო დაწესებულებებთან. და ბოლოს, საწარმოს მიერ მოზიდული ფინანსური კრედიტის ერთ-ერთი სახე, ფინანსური ლიზინგი (თანამედროვე განმარტებით ფინანსური ლიზინგი აყალიბებს განსაკუთრებულ სეგმენტს საკრედიტო ბაზარზე რომელშიც კრედიტი წარმოდგენილია ძირითადი საშუალებების სახით).

**საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა**

საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა ნასესხები საინვესტიციო რესურსების ფორმირების სახით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამოდის საწარმოს მიერ საკუთარი ობლიგაციების ემისია და განთავსება. ობლიგაციების ემისიის პროცესში უნდა განისაზღვროს მოცემული ფასიანი ქაღალდის გამოშვების

სიდიდე, სახეობა და ნომინალი გადახდის ფორმები და პროცენტების ოდენობა, დაფარვის პირობები და ვადები, რომლებიც აისახება გამოქვეყნებულ მემორანდუმში. ობლიგაციები შეიძლება გამოუშვან სააქციო საზოგადოებებმა, ქონების ძირითადი, მესამე პირების უზრუნველყოფით და ასეთი უზრუნველყოფის გარეშეც. ობლიგაციების განთავსება და ანდერეიტინგის პირობები ობლიგაციების გაყიდვისას ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე პრაქტიკულად საწარმოს მიერ განხორციელებული აქციებთან დაკავშირებული ანალოგიური ოპერაციების იდენტურია. განხილული ოპერაციის ძირითადი სახეობა, რომელსაც საწარმო ახორციელებს სავალუტო ბაზარზე, არის კრედიტების და სესხების მოზიდვა უცხოურ ვალუტაში. ასეთი კრედიტები შეიძლება მიღებული იქნას საწარმოს მიერ კომერციული ბანკებიდან, არასაბანკო ფინანსური დაწესებულებებიდან და ლიზინგური კომპანიებიდან, (ფინანსური ლიზინგის ფორმით), რომლებიც არიან სავალუტო ბაზრის მონაწილეები.

### სავალუტო ბაზრის მონაწილეები

III. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია საინვესტიციო აქტივების გაყიდვასთან მათი გაცვლის პროცესში ანუ კაპიტალის დეზინვესტირება. ოპერაციების ეს ჯგუფი შეიძლება განხორციელდეს საწარმოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, სავალუტო ბაზარზე, ოქროს ბაზარზე ან სხვა ძვირფასი ლითონების ბაზარზე. საწარმოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განხორციელებული განხილული ოპერაციების ძირითადი სახეა ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ცალკეული აქტივების გაყიდვა (აქციები, ობლიგაციები). ეს ოპერაცია შეიძლება გამოწვეული იყოს პორტფელის ცალკეული აქტივების შემოსავლიანობის შემცირებით ბაზრის კონიუქტურის ცვლილებას ან ემიტენტების სამეურნეო საქმიანობის ნეგატიური შედეგებით, აგრეთვე, საწარმოს გადახდისუნარიანობა დონის ამაღლების აუცილებლობით ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ნაწილის კონვერსიის გზით ფულად ფორმაში. ასეთი ოპერაციები განპირობებულია, როგორც წესი საღარო გარიგებებით ("სპოტ" გარიგებები).

აღნიშნული ოპერაციების შედარებით გავრცელებული სახეობაა სავალუტო ბაზარზე საწარმოს მიერ ამოღებული ექსპორტიდან

მიღებული სავალუტო ამონაგების სავალდებულო გაყიდვა. უცხოური ვალუტის გაყიდვა ასეთი ოპერაციების დროს ჩვეულებრივ ფორმდება სალარო გარიგებების სახით (თუმცა ცალკეული საპროგნოზო სავალუტო შემოსულობები შეიძლება გაიყიდოს ფორსირებული გარიგებების გაფორმებით). ოქროს ბაზარზე და ძვირფასი ლითონების ბაზარზე შეიძლება გაიყიდოს საწარმოს შესაბამისი აუქარები, რაც ადრე შექმნილი იქნა ტეზავრციის მიზნით. საწარმოს ფულად სახსრებზე მოთხოვნის დროის ფაქტორებთან მიმართებაში რაც აუცილებელია მის გადახდისუნარიანობას უზრუნველყოფს ან საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებისათვის. ასეთი გაყიდვა შეიძლება გაფორმდეს სალარო ან ფორვარდული გარიგებებით.

#### **განიხილეთ შემოსულობის წარმოქმნის**

IV. ოპერაციების ეს ჯგუფი დიდ როლს ასრულებს საწარმოს საბაზისო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის საქმეში. საწარმოს ამ ოპერაციების დაპაზონი საინვესტიციო ბაზარზე სავსებით ფართოა. საწარმოს ოპერაციები ფინანსური ინვესტიციების მიხედვით ხორციელდება საკრედიტო ბაზარზე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და სავალუტო ბაზარზე.

საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების ძირითადი სახეობა საკრედიტო ბაზარზე არის დეპოზიტური ანაბრები ეროვნულ ვალუტაში. ისინი შეიძლება იყოს როგორც მოკლევადიანი, ასევე გრძელვადიანი. ასეთი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობა განისაზღვრება სადეპოზიტო საპროცენტო განაკვეთის სიდიდით პროცენტების გადახდის პერიოდულობით და რიგი სხვა პირობებით.

შედარებით გაერცელებული ოპერაციების სახეობა, რასაც საწარმო ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, არის კაპიტალის ინვესტირება სხვადასხვა სახის საფონდო ინსტრუმენტებში (აქციები, ობლიგაციები და სხვა). ასეთი ინვესტირების პროცესში საწარმო აყალიბებს ფასიანი ქაღალდების მისთვის საჭირო და აუცილებელ პორტფელს მისი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის კრიტერიუმების მიხედვით. ასეთი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობა განისაზღვრება ერთის მხრივ, პორტფელის ცალკეული სახეობის ფასიანი ქაღალდის საკურსო



ღირებულების ზრდით, ხოლო მეორეს მხრივ, დივიდენდების და პროცენტების თანხის მიღებით.

სავალუტო ბაზარზე საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების ძირითადის ახეობაა დეპოზიტური ანაბრები უცხოურ ვალუტაში. ასეთი ოპერაციების განხორციელების მექანიზმი მათი განხორციელების ანალოგიურია საკრედიტო ბაზარზე.

## საინვესტიციო ინსტრუმენტების საწარმოს

V. ასეთი ოპერაციების ჩატარების შესაძლებლობა საწარმოს აქვს ყველა სახის საინვესტიციო ბაზრებზე ყოველგვარი გამოჩაქვითის გარეშე. ამ ბაზარზე მოცემული ჯგუფის ძირითადი ოპერაციებია საინვესტიციო ინსტრუმენტების დივერსიფიკაცია, ფასისმიერი (საკურსო) რისკების ჰეჯირება, ასევე ქონების (აქტივების) და პასუხისმგებლობათა პირდაპირი დაზღვევა.

საინვესტიციო ინსტრუმენტების დივერსიფიკაცია შესაძლებელს ხდის არსებითად შემცირდეს არასისტემური (სპეციფიკური) რისკების დონე, რაც გენერირებას უკეთებს ემიტენტი საწარმოებისა და საფინანსო ინსტიტუტების არაეფექტიან საქმიანობას.

დივერსიფიკაციის პროცესი გულისხმობს ინვესტიციური ინსტრუმენტების სახესხვაობათა რიცხვის გაფართოებას მისი დეპოზიტური, საინვესტიციო, სავალუტო და რიგი სხვა სახის პორტფელების შემადგენლობაში. დივერსიფიკაციის შესაძლებლობები განისაზღვრება საინვესტიციო ინსტრუმენტების (საინვესტიციო მომსახურება და პროდუქტები) სახესხვაობების რიცხვით, რომლებიც აქტიურად მიმოიქცევიან ამა თუ იმ ხარისხის საინვესტიციო ბაზარზე.

რისკების ფასისმიერი (საკურსო) ჰეჯირება ეფუძნება საწარმოო ფინანსური ინსტრუმენტების - ფიუჩერების, ოფციონების, სვოპების, ასევე ფორვარდული გარიგებების გამოყენებას ფასისმიერი (საკურსო) რისკების ჰეჯირება (დაზღვევა) მიმართულია საწარმოს ზარალის შედეგების თავიდან აცილებაზე ფასების ცვლილების არახელსაყრელი გავლენისაგან ცალკეულ საინვესტიციო აქტივებზე, საპროცენტო განაკვეთები, სავალუტო კურსები და ა.შ. ახორციელებს რა ფასისმიერი (საკურსო) რისკების დაზღვევის ოპერაციებს, საწარმო გამოდის ბაზარზე როგორც „ხეჯერი“.

შედარებით რთულია ნებისმიერი რისკის ჰეჯირება ფიუჩერსების გამოყენებით ასეთი ოპერაცია მოითხოვს განხორციელდეს სამი სახის საბირჟო ოპერაცია:

- საინვესტიციო აქტივის ყიდვა (გაყიდვა) მიწოდებით მომავალ პერიოდში (გარიგება „ფორვარდი“);

- ფიუჩერსული კონტრაქტების გაყიდვა (და შესაბამისად ყიდვა) იგივე (ანალოგიური) რაოდენობის საინვესტიციო აქტივებზე;

- პოზიციების ლიკვიდაცია ფიუჩერსული კონტრაქტების მიხედვით ოფსეტური გარიგების დადების გზით.

საბირჟო გარიგებების პირველი ორი სახე ზორციელდება ფასისმიერი რისკის დაზღვევის ოპერაციის საწყის სტადიაზე, ხოლო მესამე სახე - დასრულების სტადიაზე ჰეჯირების ოპერაციის არიან ტიპი ეფუძნება იმას რომ თუ კი მისი მონაწილე განიცდის ფინანსურ დანაკარგებს საბირჟო ფასების ცვლილებისაგან, როგორც რეალური საინვესტიციო აქტივების გამყიდველი, მაშინ იგი მოიგებს იგივე ოდენობით როგორც ფიუჩერსული კონტრაქტების მყიდველი იგივე ოდენობის აქტივების მიხედვით და პირიქით.

ამასთან დაკავშირებით საფონდო (საეალუტო) ბაზარზე, ბირჟაზე განასხვავებენ ფასისმიერი (საკურსო) რისკის დაზღვევის ორი სახე - ყიდვების ჰეჯირება და გაყიდვების ჰეჯირება. შესყიდვების ჰეჯირება ითვალისწინებს საბირჟო ოპერაციების, რომლის პროცესში რეალური საინვესტიციო აქტივების გამყიდველი, რომელიც დებს გარიგებას მათ გაყიდვაზე, ამავდროულად ახორციელებს ფიუჩერსული კონტრაქტების შესყიდვას ამ აქტივების ანალოგიურ რაოდენობაზე. გაყიდვების ჰეჯირება ხასიათდება ოპერაციის საპირისპირო მიმართულებით რეალური საინვესტიციო აქტივების შესყიდვა და ფიუჩერსული კონტრაქტების შესაბამისი გაყიდვებით.

ჰეჯირების ანალოგიური მექანიზმი დამახასიათებელია სვოპური გარიგებების გამოყენებისათვის.

რაც შეეხება ოფციონურ გარიგებებს, აქ ფასისმიერი რისკის დაზღვევა იზღუდება გადახდილი (მიღებული) ოფციონური პრემიის სიდიდით.

ქონების (აქტივების) და პასუხისმგებლობის პირდაპირი დაზღვევა ზორციელდება სადაზღვევო ბაზრის სისტემაში - მას ახორციელებენ სპეციალიზებულ და უნიკალური სადაზღვევო კომპანიები.

VI. ასეთი ოპერაციები მიმართულია მოგების მიღებაზე ფასების ცვლილების ხარჯზე ცალკეულ საინვესტიციო აქტივზე, საკრედიტო ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთებზე, უცხოური ვალუტის კურსებზე დროის მოცემულ პერიოდში. დროის დიაპაზონი, რომლის დროსაც შეიძლება განხორციელდეს სპეკულაციური ოპერაციები, ძალზე ფართოა იგი შეიძლება იყოს რამდენიმე საათი ერთი სავაჭრო სესიის განმავლობაში ბირჟაზე რამდენიმე თვემდე და რამდენიმე წელიც.

საინვესტიციო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციებიდან სპეკულაციური ოპერაციები წარმოადგენენ ყველაზე რთულს. ისინი მოითხოვენ საინვესტიციო ბაზრის მექანიზმის სიღრმისეულ ცოდნას მისი პროგნოზირების უნარს ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საბირჟო გარიგებების განხორციელების ტექნიკის ფლობით და ა.შ. სწორედ ამ ოპერაციებს შეუძლიათ მოიტანონ შედარებით მნიშვნელოვანი მოგება საინვესტიციო ბაზარზე, მაგრამ მათი წარუმატებლობის შემთხვევაში მათ შეუძლიათ მოიტანონ ასევე საგრძნობი ფინანსური დანაკარგები. ამ ოპერაციების სირთულის გამო და ასევე იმის გამო, რომ დიდია მოითხოვდა მათი ჩატარების პროფესიონალიზმისადმი, ეკონომიკის რეალური სექტორის საწარმოები ძალზე იშვიათად გამოდიან საინვესტიციო ბაზრებზე „სპეკულანტების“ როლში რაც რა თქმა უნდა, არ გამორიცხავს მათი განხორციელების შესაძლებლობებს საწარმოში მაღალპროფესიული საინვესტიციო მენეჯერები და „სარისკო კაპიტალის“ გარკვეული ოდენობის პირობებში.

სპეკულაციური ოპერაციების განხორციელების ინსტრუმენტად შეიძლება გამოვიდეს პრაქტიკულად ყველა სახის ვადიანი გარიგება საინვესტიციო ბაზარზე - ფორვარდული ფიუჩერული ოფციონური, სვოპური. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ გარიგებათა ეს სახეები ასახავენ ფასების ცვლილების პროგნოზირების შედეგებს სხვადასხვა საინვესტიციო აქტივებზე. შესაბამისად, სპეკულაციური ოპერაციები შეიძლება განხორციელდეს საინვესტიციო ბაზრის ყველა სახეობაზე. ამასთან ამ ოპერაციების სპეკულანტი მონაწილეები შეიძლება

თამაშობდნენ როგორც ფასების გაზრდაზე (გამოვიდნენ „ხარების როლში“), ასევე ფასების შემცირებაზე (გამოვიდნენ „დათვების“ როლში).

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში საინვესტიციო ბაზარი მონაწილეთა სპეკულაციური ოპერაციები ასრულებენ რიგ პოზიტიურ ფუნქციებს. ისინი, კერძოდ, ხელს უწყობენ:

- საინვესტიციო ბაზრის კონიუქტურის მეთოდური აპარატის პროგნოზირების სრულყოფას. ამ პროგნოზირებისათვის ფართო ინფორმაციისი მოზიდვის სხვადასხვა წყაროებიდან;

- ფასების გამოთანაბრებად სტაბილიზაცია საინვესტიციო ბაზრებზე, მათი დაუსაბუთებელი რყევების ხელისშემლა სუბიექტური ფაქტორების გავლენით;

- ინვესტიციური რესურსების გადანაწილება დროის მიხედვით;

- ჰეჯირების მექანიზმის განხორციელება ვინაიდან ჰეჯერების რისკს სპეკულანტები თავის თავზე იღებენ.

ასე რომ, შეიძლება დავასკვნათ შემდეგი, სპეკულაციური ოპერაციების განხორციელებიდან მიღებული მოგება საინვესტიციო ბაზარზე არის თავისებური გადასახდელი გაღებული საინვესტიციო რისკების საპასუხოდ, რაც დაკავშირებულია დროში ფასების (პროცენტების, კურსების) ცვლილებებთან.

## საინვესტიციო ბაზრის როლი

VII. ამ ჯგუფის ოპერაციები მიმართულია მოგების მიღებაზე ფასებზე სხვაობის სახით სხვადასხვა ბაზრებზე ცალკეული საინვესტიციო ინსტრუმენტის მიხედვით. თავისი ეკონომიკური არსით ისინი ასევე არიან სპეკულაციური სახის ოპერაციები. მაგრამ ადრე განხილული ოპერაციებისაგან განსხვავებით ემყარებიან არა ფასების ცვლილების პროგნოზული დინამიკას, არამედ უპირატესად მათ სტატისტიკას. საარბიტრაჟო ოპერაციების განხორციელების მექანიზმი მდგომარეობს პოზიციების გახსნაში ორ ან რამდენიმე ბაზარზე, რომელზეც ფიქსირდება ერთი დასახელების საინვესტიციო ინსტრუმენტებზე სხვადასხვა ფასები.

საარბიტრაჟო ოპერაციის შედარებით მარტივი და გავრცელებული ფორმაა ე.წ. „გავრცობილი არბიტრაჟი“ [spacial arbitrage] რომლის პროცესშიც გამოიყენება ფასების დონეებს შორის სხვაობა ერთიდაიგივე დასახელების საინვესტიციო ინსტრუმენტებზე ცალკეულ

რეგიონულ ბაზრებზე. რამდენადაც არბიტრაჟული გარიგებები (ფინანსური აქტივების შესყიდვაზე „იაფ“ ბაზარზე და მათი გაყიდვა „ძვირ“ ბაზარზე) ხორციელდება დროის ძალზე მოკლე დროში (პრაქტიკულად ერთდროულად), არბიტრაჟებს უფლება აქვს და შეუძლია ამ მიზნით გამოიყენოს ნასესხები კაპიტალი მოკლე ვადით (ე.ი. მინიმუმამდე დაიყვანოს მის გამოყენებასთან დაკავშირებული ხარჯები), და ამავდროულად არსებითად შეამციროს ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებული რისკი. (ამ რისკის დონე უმნიშვნელოა სპეკულაციური ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებულ რისკთან შედარებით).

ასე რომ არბიტრაჟების მოგება შეიძლება მიღებული იქნას იმ პირობით, რომ სხვაობა ფასებს შორის საარბიტრაჟო ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებით ზრდის ხარჯებს, დაკავშირებულს კაპიტალის მოზიდვასთან და გამოყენებასთან, ასევე ტრანსაქციონერულ ხარჯებს არბიტრაჟულ გარიგებებთან მიმართებაში.

გავრცობილ არბიტრაჟთან ერთად საინვესტიციო ბაზარზე ოპერაციების ეს ჯგუფი მოიცავს ასევე „დროებით არბიტრაჟს“, არბიტრაჟს კომბინაციური ფინანსური ინსტრუმენტებით და მის სხვა სახეებს.

თავისუფალია მისი მნიშვნელობა

VIII. ასეთი ოპერაციების რიცხვს მიეკუთვნება ოპერაციები, რომლებიც განპირობებულია საწარმოთა გარიგებებით ფინანსურ ბაზრებზე. მათ მიეკუთვნება:

- საინვესტიციო აქტივების რესტრუქტურულიზაცია;
- ფინანსური ვალდებულებების რესტრუქტურულიზაცია;
- საწარმოთა რეორგანიზაცია (შერწყმა, გაერთიანება, განსახელმწიფოებრიობა) და რიგი სხვები;

საწარმოს ძირითადი ოპერაციების მოტანილი საინვესტიციო ბაზარზე გვიჩვენებს, რომ ისინი შეადგენენ საინვესტიციო მენეჯერების საკომიანობის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მიმართულებას მისი საბაზრო ღირებულების გადიდების უზრუნველყოფის მიმართულებით.

## კითხვები საშინაო დავალებისა და ბამეორებისათვის

✓რასთან არის კავშირში და რაზეა დამოკიდებული ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირება?

✓რა თამაშობს ძირითად როლს ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ელემენტების სისტემაში?

✓რა თავისებურებებით ხასიათდება ინვესტიციის ბაზარზე ფასების ფორმირების პროცესი?

✓ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის სამი დონე.

✓რაში მდგომარეობს ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი თავისებურებები?

✓დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ფასსა და მიწოდების ფასზე მოქმედი ფაქტორები.

✓ცალ-ცალკე დაახასიათეთ ზემოთაღნიშნული ფაქტორები: რისკის დონე, კრედიტის ლიკვიდობის დონე, მართვის დონე.

✓დაასახელეთ უცხოური სავალუტო კურსის დონეზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორები.

✓ჩამოთვალეთ საწარმოთა გარიგებების კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები.

✓დაახასიათეთ ფორვარდული, ფიუჩერსული, ოპციონური, სვოპური გარიგებები.

✓დაახასიათეთ საწარმოთა ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები.

✓რა ფუნქციებს ასრულებენ ანდერრაიტები?

✓როგორ ხორციელდება ნასესხები საინვესტიციო რესურსების მოზიდვა გარე წყაროებიდან.

✓როგორ ხდება საკუთარი ობლიგაციების ემისია და განთავსება?

✓რას ნიშნავს კაპიტალის დეზინვესტირება?

✓დაახასიათეთ საინვესტიციო რისკების დაზღვევის ოპერაციები.

✓დაახასიათეთ სპეკულაციური ოპერაციები.

✓დაახასიათეთ საარბიტრაჟო ოპერაციები.

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიანლე“, 2002.

**Бланк И.А.** Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х томах. т.1.Ника-Центр. Эльга. 2008.

Инвестиции. Под ред **В.В.Ковалёва**. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005.

**Bodi Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. gv.229-260.

**Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Edicational Series, inc. New York. 1995.

**Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963. gv.238.

The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965,gv.16.

**Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

**Rosenberg Jerry M.** Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.

**Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance. 1964 Sept.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc.**, 1993.

**Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec.

**Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C.** Financial Management and Policy, Prentice-Hall. 1995.

**შეაქვსა თაჳი. საინვენსტიციო საქმიანოზის  
განსორსიქილზის შექანიზმი საბაზრო ეკონომიქაჳი**

**ქვემოთ მოყვანილი მასალის გასნოზით თქვენ  
შინსნაქლით:**

- ინვენსტიციის ბაზრის როზორს საინვენსტიციო საქმიანოზის განსორსიქილზის შექანიზმს;
- ინვენსტიციიზის მოზრაოზის გრადიქს საბაზრო ეკონომიქაჳი;
- საინვენსტიციო ოზიქტიის თაჳინსაბურაბეზს;
- საინვენსტიციო მოთსოჳნის და მიწოდების ფაქტორებს;
- წონსწორული ფასეზის ძლქანიზმს;
- შემოსაქლზის წორმას და ინვენსტიციებს;
- ინვენსტიციის ბაზრის სტრუქტურას რეალოზბანსთან მიმართაბაჳი;
- ფინანსურ შეამაქლზს და ქანიტალის ბაზარს;
- საინვენსტიციო პროსენის ინფრასტრუქტურას;
- საფინანსო და არანსაბანქო საფინანსო საქრადიტიო ინსტიტუტებზს.



## 6.1. ინვესტიციის ბაზარი, როგორც საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების საშუალება

ნებისმიერი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელება მოითხოვს მთელი რიგი პირობების არსებობას, რომელთაგან ძირითადია: საინვესტიციო სფეროს ფუნქციონირებისათვის საკმარისი სარესურსო პოტენციალი; საჭირო მასშტაბებით საინვესტიციო საქმიანობის უზრუნველყოფის უნარის მქონე ეკონომიკური ობიექტების არსებობა; საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებად საინვესტიციო რესურსების ტრანსფორმირების მექანიზმი.

საბაზრო მეურნეობაში საინვესტიციო საქმიანობა ხორციელდება ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით. იგი წარმოადგენს საინვესტიციო საქმიანობის იმ ცალკეულ ობიექტებს შორის ურთიერთობათა ფორმას, რომლებიც დამოუკიდებლად იღებენ ეკონომიკურ გადაწყვეტილებებს.

ინვესტიციის ბაზარი რთული და დინამიკური ეკონომიკური მოვლენაა, რომლის მდგომარეობის დამახასიათებელი ძირითადი ელემენტებია საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება, კონკურენცია და ფასი.

### საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მექანიზმი

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პირობები საბაზრო ეკონომიკაში იძენენ სპეციფიკურ ფორმებს, რომლებიც ასახავენ ინვესტიციების სუბიექტების ურთიერთმოქმედების თავისებურებებს საბაზრო ურთიერთობათა სისტემაში და გვევლინებიან როგორც:

- მნიშვნელოვანი საინვესტიციო კაპიტალის არსებობა, რომელსაც საკუთრების ფორმებით დივერსიფიცირებული სტრუქტურა აქვს. ამ სტრუქტურას ახასიათებს კერძო საინვესტიციო კაპიტალის სიჭარბე სახელმწიფო კაპიტალთან შედარებით;

- საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მრავალფეროვნება საკუთრების ურთიერთობათა და ინსტიტუციური ორგანიზაციის ასპექტით, სახელმწიფოსა და კერძო ინვესტორების ფუნქციების დანაწილება საინვესტიციო პროცესში, საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების უნარის მქონე საფინანსო შუამავლების განშტოებული ქსელის არსებობა;

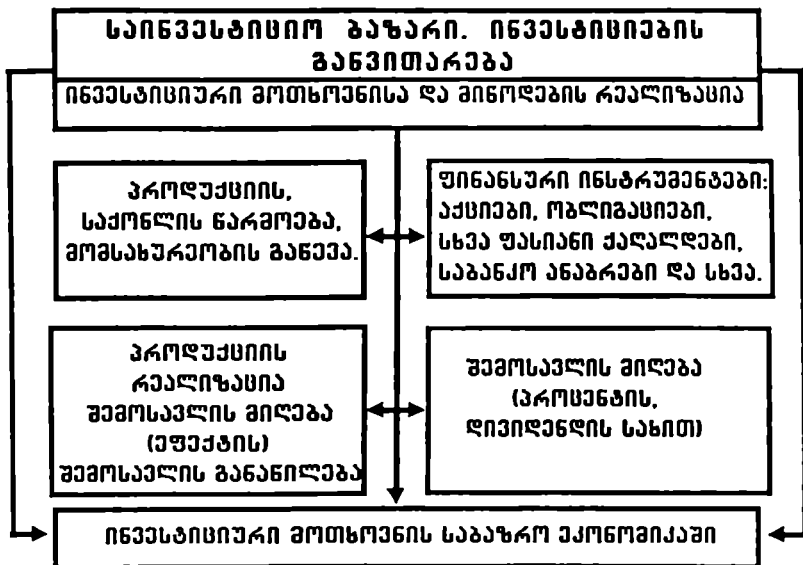
• საინვესტიციო საქმიანობის იმ ობიექტების განვითარებული მრავალსეგმენტიანი ბაზრის არსებობა, რომლებიც საინვესტიციო საქონლის ფორმით გამოდიან;

• საინვესტიციო კაპიტალის განაწილება ინვესტირების ობიექტების მიხედვით, რაც ინვესტიციების მიზმიდევლობის შეფასების ეკონომიკური კრიტერიუმების შესაბამისად ხდება ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით.

საქართველოს ეკონომიკაში საბაზრო ურთიერთობათა დამკვიდრების პროცესში საბაზრო ელემენტები საინვესტიციო სფეროშიც ყალიბდება. საინვესტიციო სფეროს და მისი განუყოფელი შემადგენელი ნაწილის – ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მდგომარეობისა და პერსპექტივების შეფასების დროს ჩვენს ქვეყანაში მიზანშეწონილია გავაანალიზოთ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების ძირითადი პირობები და საბაზრო მეურნეობაში მისი განვითარების არსებითი ტენდენციები. ეს მოითხოვს საბაზრო ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესის ფუძემდებლური მახასიათებლების და ინვესტიციის ბაზრის თანამედროვე მოდელების ფუნქციონირების მსოფლიო გამოცდილების შესწავლას.

ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზარი უნდა განვიხილოთ საინვესტიციო საქმიანობის იმ სუბიექტების ურთიერთმოქმედების ფორმად, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების პერსონიფიცირებას ახდენენ. მას ახასიათებს მოთხოვნის, მიწოდების, ფასების დონის, კონკურენციისა და რეალიზაციის მოცულობების გარკვეული თანაფარდობა. ინვესტიციის ბაზრის მეშვეობით საბაზრო ეკონომიკაში ხორციელდება ინვესტიციების წრებრუნვა, საინვესტიციო რესურსების (საინვესტიციო მოთხოვნა) გარდასახვა იმ დაბანდებებად, რომლებიც განსაზღვრავენ კაპიტალური ღირებულების მომავალ ზრდას (რეალიზებული საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება). ამ დროს ინვესტიციების მოძრაობა შემდეგი სქემით მიმდინარეობს (ნახ. ნ.1).

ერთმანეთისგან განასხვავებენ პოტენციურ და რეალურ საინვესტიციო მოთხოვნას. პოტენციური საინვესტიციო მოთხოვნა ასახავს ეკონომიკური სუბიექტების მიერ აკუმულირებული იმ შემოსავლის სიდიდეს, რომელიც ინვესტირებაზე შეიძლება წარიმართოს და პოტენციურ საინვესტიციო კაპიტალს შეადგენს.



ნახ. 6.1. ინვესტიციის მოძრაობა საბაზრო ეკონომიკაში

რეალური საინვესტიციო მოთხოვნა ახასიათებს მეურნე სუბიექტების ნამდვილ მოთხოვნას ინვესტირებაზე და წარმოადგენს იმ საინვესტიციო რესურსებს, რომლებიც უშუალოდაა განკუთვნილი საინვესტიციოდ. ესაა დაგეგმილი ანუ განზრახული ინვესტიციები.

საინვესტიციო მიწოდება შეადგენს ყველა ფორმის ინვესტირების ობიექტების ერთობლიობას: ახლად შექმნილი და რეკონსტრუირებული ძირითადი ფონდები, საბრუნავი სახსრები, ფასიანი ქაღალდები, სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია, ქონებრივი და ინტელექტუალური უფლებები და სხვა. საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტები წარმოადგენს მოთხოვნას საინვესტიციო კაპიტალზე. საინვესტიციო კაპიტალი და საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტები, რომლებიც საინვესტიციო საქონლის ფორმით გამოდიან, ხორცს ასხამენ საინვესტიციო მოთხოვნასა და მიწოდებას და ინვესტიციის ბაზრის სხვადასხვა, ურთიერთსაპირისპირო პოლუსებზე იმყოფებიან. ანალიზის საწყის პოზიციაზე დამოკიდებულებით, ინვესტიციის ბაზარი ორი ასპექტით შეგვიძლია განვიხილოთ: როგორც

ინვესტორების მიერ განთავსებული საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარი და როგორც იმ საინვესტიციო საქონლის ბაზარი, რომელიც ინვესტორების დაბანდბათა ობიექტს წარმოადგენს. ამ მიდგომას განაპირობებს ინვესტიციების ზემოგანხილული ორმაგი ხასიათი, რომლებიც, ერთი მხრივ, რესურსებად გვევლინება (საინვესტიციო კაპიტალი), ხოლო, მეორე მხრივ, დაბანდბებია (საინვესტიციო საქონელი), და ასახავს ინვესტიციების ხსენებული სპეციფიკის გამოვლინებას საბაზრო პირობებში.

### **საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარზე ხორციელდება ინვესტიციების მოძრაობა.**

საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარზე ხორციელდება ინვესტიციების მოძრაობა. მას ახასიათებს საინვესტიციო კაპიტალის მიწოდება გამყიდველების როლში გამოსული ინვესტორების მხრიდან და ინვესტიციებზე მოთხოვნა მყიდველების როლში გამოსული საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მხრიდან. საინვესტიციო კაპიტალს შეადგენს კაპიტალურ ფასეულობათა ელემენტები, რომლებსაც შეიძლება ჰქონდეს როგორც მატერიალური, ისე ფულადი ფორმა. ინვესტიციების ფორმათა მრავალფეროვნების მიუხედავად, ყველა ისინი კაპიტალის დაგროვების შედეგია. ინვესტიციების გაცვლა საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარეობს მათგან მომავალში მოსალოდნელი უკუგებიდან გამომდინარე, რომელიც არსებულ შემოსავალს უნდა აღემატებოდეს.

საინვესტიციო საქონლის ბაზარი გულისხმობს საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტების გაცვლას. ამ ბაზარზე საინვესტიციო მოთხოვნას ამჟღავნებენ საინვესტიციო საქონლის მყიდველების როლში მყოფი ინვესტორები, ხოლო საინვესტიციო მიწოდებას ასრულებენ საინვესტიციო საქონლის მწარმოებლები ან საინვესტიციო საქმიანობის სხვა მონაწილეები, რომლებიც ინვესტორებისათვის დაბანდბათა ობიექტების გამყიდველებად გვევლინებიან.

### **საინვესტიციო დაბანდბათა ობიექტები განსაკუთრებული სახის საქონელია, რომლებიც კაპიტალური ქონების ელემენტებადაა წარმოდგენილი.**

საინვესტიციო დაბანდბათა ობიექტები განსაკუთრებული სახის საქონელია, რომლებიც კაპიტალური ქონების ელემენტებადაა წარმოდგენილი. სამომხმარებლო საქონლისგან განსხვავებით მათ იყენებენ ეკონომიკური საქმიანობის ამათუ იმ სფეროში პერსპექტივაში

შემოსავლის (ეფექტის) მიღების მიზნით. ისევე, როგორც ინვესტიციებს. ისინი შეიძლება არსებობდნენ მატერიალური ფორმით (ფიზიკური კაპიტალის ელემენტები), ფულადი ფორმით (ფული, მიზნობრივი ფულადი ანაზრები, პაი, ფასიანი ქაღალდები), აგრეთვე, მატერიალურ-ფულადი ფორმითაც (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალი, სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია და ა.შ.). მათი განმაზოგადებელი მახასიათებელია შემოსავლის მოტანის უნარი.

გარკვეული სახის ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს საწარმოო სფეროში მათი ჩაბმულობის გამო უშუალოდ მიმოქცევა არ შეუძლია ინვესტიციის ბაზარზე. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ბაზარზე, ჩვეულებრივ, ხდება მათი შენაცვლება სავალი ვალდებულებებით ან კაპიტალის დაბანდების შესახებ მოწმობებით, რომლებიც შემოსავლის მითვისების უფლებას იძლევიან (სავალო და წილობითი ფასიანი ქაღალდებით). ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც რეალური კაპიტალის საფუძველზე აღმოცენდებიან და მისივე წარმომადგებლები არიან, ინვესტიციის ბაზარზე ბრუნვისას იძენენ დამოუკიდებელ მნიშვნელობას, საკუთარ ფორმებსა და ფუნქციონირების კანონზომიერებებს.

ამასთან, ხდება ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების ორი ძირითადი ფორმის გამოყოფა: პირველადის – რეალური კაპიტალის ბრუნვის ფორმით, და მეორადის – რეალური კაპიტალის გადაღინების ხელშემწყობი ფინანსური აქტივების მიმოქცევის ფორმით. ისაზოგადოებრივ კვლავწარმოებაში სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის როლის ზრდის კვალობაზე წარმოიშობა ინვესტიციების ბაზრის ონოვაციური სეგმენტი, რომელიც უკავშირდება გარკვეული სახის რეალურ არამატერიალურ აქტივებში – სამეცნიერო-ტექნიკურ პიროდუქციასა და ინტელექტუალურ პოტენციალში – განხორციელებულ დაბანდებებს.

ინვესტიციებისა და ინვესტიციური საქონლის ფორმების მრავალფეროვნება განაპირობებს ინვესტიციის ბაზრების რთულ სტრუქტურას, რომელთა კლასიფიცირება სხვადასხვა კრიტერიუმების მიხედვით შეგვიძლია მოვახდინოთ. მათი კლასიფიკაციის განმაზოგადებელი ნიშანთვისებაა ინვესტირების ძირითადი ობიექტების გამოყოფა. აქედან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზარი შეგვიძლია

განვიხილოთ რეალური და ფინანსური ინვესტირების ობიექტების ბაზრების ერთობლიობად. რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი, თავის მხრივ, მოიცავს მოძრავი და უძრავი ქონების ბაზარს, ხოლო ფინანსური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი – საფონდო ბაზარს, ფულის ბაზარს და სხვებს.

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირება მეტად რთული ეკონომიკური მოვლენაა, რადგან მისი ჩამოყალიბება განსხვავებული ხასიათისა და მიმართულების მქონე უძრავი ფაქტორის ზემოქმედებით ხდება. ინვესტიციების ბაზრის მდგომარეობისა და მასშტაბების საერთო მდგომარეობის საბოლოო განმსაზღვრელი მთავარი ფაქტორია ერთობლივი საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირება.

### **ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება**

ინვესტიციების პრობლემების ანალიზისას დასავლეთის ეკონომიკური თეორიები<sup>1</sup> გამოდიან სრულყოფილი კონკურენციის ბაზრის მოდელიდან, რომელსაც შინაგანად ახასიათებს ინვესტიციური მოთხოვნისა და მიწოდების ცვალებადობა და დისკრეტულობა. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკური აზრის განსხვავებული მიმართულებები არაერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრავენ მიზეზობრივ-შედეგობრივი კავშირების ხასიათს საკვლევ ეკონომიკურ პროცესებში. თუ კეინსური თეორიის საწყისი პუნქტი საინვესტიციო მოთხოვნის ცვალებადობაა, ნეოკლასიკური კონცეფცია და მიწოდების ეკონომიკის თეორია განმსაზღვრელ როლს ანიჭებენ მიწოდებას, მათ შორის – საინვესტიციო რესურსებისა. მაგრამ იმ განსხვავებათა მოუხედავად, რომლებიც კვლევის ობიექტის შერჩევისადმი მიდგომებსა და, ბუნებრივია, ძირითადი საბაზრო კავშირებისა და დამოკიდებულებების ფორმულირებაში არსებობს, ნებისმიერ შემთხვევაში ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების იმ ფუძემდებლურ პირობად, რომელიც მისი დაბალანსებისა და რეგულაციის შესაძლებლობას უზრუნველყოფს, განიხილავენ მოთხოვნისა და მიწოდების უნარს, რეაგირება მოახდინოს ცვალებად საბაზრო ვითარებაზე და მათ დინამიზმს.

<sup>1</sup> ინვესტიციის ბაზრის ეკონომიკურ კონცეფციებს ჩვენ ცალკე თავს დავუთმობთ (ავტორის შენიშვნა).

## 6.2. საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება

მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიკაში ინვესტიციის ბაზრის განვითარების ზოგად კანონზომიერებად გვევლინება თავისუფალი კონკურენციის პირობებში. რეალურ ეკონომიკურ სინამდვილეში ამ კანონზომიერების რეალიზაციის შესაძლებლობა დამოკიდებულია ბაზრის მონოპოლიზაციის ხარისხზე. კონკურენციის შეზღუდვის პირობებში, როცა ბაზრის ელემენტებს არსებითად აქვთ დაკარგული მოქნილობა, იგი ტენდენციის სახით ვლინდება.

განხილული კანონზომიერების ანალიზი გულისხმობს ინვესტიციის ბაზარზე წონაწილობის ჩამომყალიბებელი და შემცველი მექანიზმების, აგრეთვე, საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების ცვლილების განმაპირობებელი ფაქტორების მოქმედების გამოვლენას.

### საინვესტიციო მოთხოვნის განვითარება

როგორც დასავლეთის ქვეყნებში ჩატარებული ფართო თეორიული და პრაქტიკული კვლევების შედეგები მოწმობენ, საინვესტიციო მოთხოვნას ახასიათებს ხშირი ცვალებადობა და მას მთელი რიგი ფაქტორების კომპლექსი აყალიბებს, რომელთა პირობითად შეგვიძლია გამოვყოთ მაკრო- და მიკროეკონომიკური ფაქტორები.

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური მაჩვენებელია წარმოებული ეროვნული პროდუქტის მოცულობა. მისი გადიდება, სხვა თანაბარ პირობებში, საინვესტიციო მოთხოვნის მატებას იწვევს და პირიქით. ამავე მიმართულებით მოქმედებენ მოსახლეობის დაგროვებისა და ფულადი შემოსავლების ცვლილებები. ამასთან, განმსაზღვრელი მნიშვნელობა აქვს არა იმდენად ამ მაჩვენებლების აბსოლუტურ სიდიდეებს, რამდენადაც მათ შეფარდებით მნიშვნელობებს: დაგროვებასა და მოხმარებას შორის თანაფარდობას გამოყენებული ეროვნული პროდუქტის ფარგლებში, მიღებული შემოსავლის განაწილებას დაგროვებასა და მოხმარებაზე.

როგორც ცნობილია, დანაზოგებს საბაზრო ეკონომიკაში უწოდებენ შემოსავლის იმ ნაწილს, რომელსაც მოხმარებისთვის არ იყენებენ. ისინი საინვესტიციო რესურსების წყაროა. დანაზოგებისთვის იმ რეალური რესურსების სიდიდე, რომლებიც ეკონომიკაშია მისი განვითარების ყოველ კონკრეტულ ეტაპზე, გადაამწყვეტწილადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ რა პრიორიტეტები

უდევს საფუძვლად წარმოებული პროდუქტის განაწილებას – მიმდინარე მოხმარება თუ დაგროვება.

### **დანიშნულების მქონე ნაწილობრივი ინვესტიციები**

დანაზოგების ნორმის ცვლილება, თავის მხრივ, არსებითად მოქმედებს საზოგადოებრივი პროდუქტის სტრუქტურაში მიმდინარე ცვლილებებზე. დანაზოგების ნორმის შემცირების დროს მიმდინარეობს მოხმარების ზრდა და ინვესტიციების დონის შემცირება, რის გამოც კაპიტალის ამორიცხვა აჭარბებს ინვესტიციებს. ეს არღვევს წონასწორობას ეკონომიკაში. დანაზოგების შემცირების კვალობაზე, ასევე, იკვეცება წარმოების, ინვესტიციებისა და მოხმარების მოცულობები. ხდება წონასწორობათა აღდგენა სხვა ტექნოლოგიურ დონეზე.

დანაზოგების ნორმის გადიდება ეკონომიკური განვითარების სხვა სცენარს განაპირობებს, რომელსაც ახასიათებს მოხმარების დონის დაკვეთება და ინვესტიციების დონის მომატება. ინვესტიციების გადიდება გარკვეული დროითი დავის შემდეგ იწვევს კაპიტალის დაგროვებას წარმოებაში. დაგროვებისა და ინვესტიციების დონე მანამ მალღდება, ვიდრე მიღწეული არ იქნება ოპტიმალური მნიშვნელობა ეკონომიკის მდგრადობის თვალსაზრისით. ამ დროს დანაზოგების ზრდის შედეგად უზრუნველყოფილია მოხმარების უფრო მაღალი დონე.

განვითარებული ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ სადაც ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნის განხორციელების დროს საზოგადოებაში შექმნილი შემოსავლის მნიშვნელოვან ნაწილს დანაზოგებში წარმართავდნენ და მათ ინვესტიციებად აქცევდნენ, საშუალო სულადობრივი შემოსავლის მაღალ დონეს აღწევდნენ. შეიმჩნევა საკმაოდ მჭიდრო დადებითი კავშირი ინვესტიციებისათვის გამოყენებული საბოლოო პროდუქტის წილსა და საშუალო სულადობრივი შემოსავლის დონეს შორის.

ინვესტიციების დინამიკაზე ანალოგიურად მოქმედებს მოსახლეობის შემოსავლების განაწილება დაზოგვასა და მოხმარებაზე. ჯ.მ. კინსის ცნობილი დებულება მიღებული შემოსავლის მატების კვალობაზე დანაზოგების ზრდის შესახებ ვერ დაადასტურა ამ სფეროში ჩატარებულმა სტატისტიკურმა გამოკვლევებმა.<sup>1</sup> მოხმარებასა

<sup>1</sup> Goldsmith R. The analysis of savings in USA (1897-1949) № y., 1956



და დაზოგვაზე შემოსავლის განაწილების დროს მისი აბსოლუტური სიდიდის სიმცირის შესახებ დასკვნა უკიდუზენბერისა და ფიოდორიანის ნაშრომებშიცაა გამოტანილი.<sup>1</sup> ინვესტიციების ზრდა მიიღწევა მიღებულ შემოსავლებში დანაზოგების ხვედრითი წილის გადიდების დროს. ამასთან, დანაზოგების, როგორც საინვესტიციო რესურსის როლი დიდადაა დამოკიდებული ისეთი ფაქტორების გავლენაზე, როგორცაა „ნაღდი ფულის მზარდი მჯობინება, იმ ინსტიტუციური დანაზოგების სისტემის განვითარება (დაზღვევა, სოციალური დაზღვევა), რომელთა ძირითადი ნაწილი არ ხვდება კაპიტალით დაინტერესებული საწარმოების განკარგულებაში, სახელმწიფოს მზარდი მნიშვნელობა, რომელიც კრედიტის ნაწილს აკონტროლებს“.<sup>2</sup> ჩვენი ეკონომიკის თანამედროვე პირობებისთვის დიდი მნიშვნელობის მქონე ამ ფაქტორების ზემოქმედება უფრო დაწვრილებით შემდგომ თავებში იქნება განხილული.

### **საინვესტიციო მოთხოვნაზე მნიშვნელოვნად მოქმედებს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი. ყველაზე უფრო ზოგადი აზრით, ინფლაციის ტემპების დაჩქარება იმ შემოსავლებს აუფასურებს, რომელთა მიღებას ინვესტიციებიდან მოელოდნენ. გარდა ამისა, ინფლაცია ნეგატიურად მოქმედებს ინვესტიციების მოცულობაზე მთელი რიგი მიმართულებებით. გრძელვადიან ასპექტში ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი ძალების შეფერხების გზით, დაგროვებისა და წარმოების გაფართოების პროცესების შეზღუდვის მეშვეობით, ყველა ფუნქციური ფორმის საწარმოო ფონდების გაუფასურებით, მოგების ინფლაციური დაბეგვრით, წარმოების სფეროდან მიმოქცევის სფეროში ფულადი სახსრების გადადინებით, რეალური შემოსავლებისა და დანაზოგების შეკვეცით, შიდა ბაზრის ტევადობის კლებით და ა.შ. ამიტომ ინფლაციის ტემპებისა და ინფლაციური მოლოდინის მატება წინ ეღობება საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებას, სტიმულს უკარგავს ინვესტიციების გაფართოებას.**

<sup>1</sup> Соколинский З.В. Теория накопления - М.: Мысль, 1973 г.с. 67-70

<sup>2</sup> Бернар и Колли. Т - г.с. 128.

საინვესტიციო მოთხოვნის ფორმირება საბაზრო ეკონომიკის პირობებში უკავშირდება ფინანსების ბაზრის ფუნქციონირებას, რომელიც ხელს უწყობს საინვესტიციო კაპიტალის და აგრეთვე, დაბანდებული აქტივებიდან მიღებული შემოსავლების მოძრაობას.

ცალკეული ინვესტიციების დანაზოგების აკუმულირებით საფინანსო საკრედიტო სისტემა საინვესტიციო მოთხოვნის ძირითად კაპიტალს აყალიბებს. ამ დროს განსაკუთრებით მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ ბანკები, რომლებსაც შეუძლიათ გამოიყენონ არამარტო დანაზოგები, არამედ მიმოქცევაში მყოფი ფულადი სახსრებიცა და ემისიაც. საფონდო და საკრედიტო ბაზრის კონიუქტურა განსაზღვრავს საინვესტიციო დაბანდებათა პირობებს და გავლენას ახდენს ინვესტიციების მოცულობასა სტრუქტურაზე. ინვესტირებით მიღებული შემოსავლების საშუალებით, რომლებიც ფინანსურ ბაზარზე დივიდენდისა და პროცენტის ფორმას იღებენ, პოტენციური საინვესტიციო მოთხოვნის კვლავწარმოება ხდება, რომლის რეალიზება რეინვესტირების გზით შეიძლება მოხდეს.

### **საინვესტიციო დინამიკის დეტალური განხილვა**

ინვესტირების დინამიკაზე არსებით გავლენას ახდენს სახელმწიფოს საპროცენტო და საგადასახადო პოლიტიკა. საპროცენტო და საგადასახადო განაკვეთების რეგულირება საინვესტიციო მოთხოვნაზე სახელმწიფოს მოქმედების ბერკეტად გვევლინება. მოგების გადასახადის შემცირება თანაბარ პირობებში იწვევს საწარმოთა იმ დაგროვებების ხვედრით წილის გადიდებას, რომლებსაც ინვესტირებისათვის იყენებენ.

სასესხო პროცენტის განაკვეთი განსაზღვრავს სასესხო სახსრების ფასს ინვესტირებისთვის. საპროცენტო განაკვეთის მომატება აძლიერებს დანაზოგების მოტივაციას და იმავდროულად ზღუდავს და არარენტაბელურს ხდის ინვესტიციებს. სასესხო პროცენტის განაკვეთის დაწვევის დროს ინვესტირება უფრო რენტაბელური აღმოჩნდება, რის გამოც სასესხო პროცენტის განაკვეთის შემცირება ინვესტიციების ზრდას იწვევს და პირიქით. მაგრამ პროცენტის განაკვეთის დაწვევას, როგორც ინვესტიციების გააქტიურების ფაქტორს, თავისი ობიექტური საზღვრები აქვს, რადგან ამ დაწვევას გარკვეულ ეტაპზე ეკონომიკური აგენტები უფრო მეტად ამჯობინებენ

ფულის შენახვას უფრო ლიკვიდური ნაღდი ფორმით (ჯ.მ. კეინსის ლიკვიდურობის თეორია<sup>1</sup>), ამით კი ფართოვდება სახსრების გადაღინება ფასიანი ქაღალდების სპეკულაციების სფეროში. ამასთან დაკავშირებით ჩნდება მოცემული პირობებში საპროცენტო განაკვეთის ოპტიმალური დონის განსაზღვრის პრობლემა, რადგან საპროცენტო განაკვეთის მეტისმეტად აწევას ან დაწევას ზარალი მოაქვს საინვესტიციო აქტივობისთვის. ამგვარად, საინვესტიციო მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის გავლენა მთლიანობაში არაერთგვაროვანია.<sup>2</sup>

### საინვესტიციო მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის გავლენის

საინვესტიციო მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის გავლენის განსაზღვრა სრული არ იქნება მოსალოდნელი მოგების ნორმასთან მისი შედარების გარეშე. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს არსებით როლს თამაშობს საპროცენტო განაკვეთის არა ნომინალური, არამედ რეალური განაკვეთი, რადგან ინფლაციის ფაქტორი ამახინჯებს ნამდვილ ორიენტირებს და არის გაუთვალისწინებლად მოსალოდნელი მოგების ნორმასთან სასესხო პროცენტის განაკვეთის შედარებისას შესაძლებელია არასწორი შედეგის მიღება.

აღსანიშნავია, რომ მოგება ორმაგ როლს თამაშობს საინვესტიციო საქმიანობაში. იგი, ერთი მხრივ შევეიძლია განვიხილოთ ინვესტიციების წყაროდ, ხოლო, მეორე მხრივ, ინვესტიციების მიზნად. თანამედროვე გამოკვლევები, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნის დონისა და დინამიკის მათემატიკური ფორმალიზების რთული ამოცანების გადაწყვეტას, საინვესტიციო მოთხოვნის განსაზღვრული ძირითადი პარამეტრების გამოვლენას უკავშირდება, ადასტურებენ მოგებასა და ინვესტიციებს შორის გარკვეული დამოკიდებულების არსებობას. მაგალითად, აშშ-ის პრეზიდენტთან არსებული ეკონომიკური კონსულტაციების საბჭოს მიერ ჩატარებული ანალიზის შედეგების შესაბამისად, ინვესტიციების დინამიკაზე მოქმედი უმნიშვნელოვანესი მაკროეკონომიკური ფაქტორებია:

<sup>1</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости и денег. с. 288-300.

<sup>2</sup> მთელი რიგი ემპირიული კვლევების შედეგები გვიჩვენებს, რომ პროცენტის ნორმის ცვლილებაზე ინვესტიციების დინამიკის დამოკიდებულება მკვეთრად გამოხატული ხასიათის არაა (იხ., მაგალითად The Brookings Quarterly econometric model of the United States. Chicago, 1995).

• წმინდა მოგება და საამორტიზაციო ანარიცხები, რომლებიც მშპ-ის მიმართ არის გაანგარიშებული.

• მოგების ნორმა საამორტიზაციო აქტივების მიმართ (ანგარიშობენ მთლიანი მოგების შეფარდებით საამორტიზაციო ანარიცხებთან და ითვალისწინებენ ფასების და გადახდილი სასესხო პროცენტის ცვლილებას ამორტიზებული აქტივების სიდიდესთან მიმდინარე აღდგენითი ფასებით);

• მოგების ნორმა სააქციო კაპიტალზე გაანგარიშებით (ანგარიშობენ წმინდა მოგების შეფარდებით ძირითადი კაპიტალის ნარჩენი აღდგენითი ღირებულებასთან მიმდინარე ფასებით)<sup>1</sup>;

• გამოშვებული აქციების საბაზრო ფასი აქტივების აღდგენითი ღირებულების მიმართ (ანგარიშობენ ჯამური სააქციო კაპიტალის შეფარდებით აქტივების ნარჩენ აღდგენით ღირებულებასთან მიმდინარე ფასებით).

**საინვესტიციო ფუნქციები და მინიჭება**

ანალიზის ამოცანებზე დამოკიდებულებით საზღვარგარეთულმა მკვლევარებმა მიიღეს განსაზღვრული საინვესტიციო ფუნქციები, სადაც საინვესტიციო ცვლილების ერთ-ერთი წამყვანი პარამეტრია წმინდა მოგება, მოგების ნორმის დინამიკა ან მოსალოდნელი მოგების სიდიდე. საინვესტიციო ფუნქციები ყველაზე ზოგადი სახით შემდგენიარად შეიქლება წარმოვადგინოთ:

$$I_t = F(I^{t-1}, P^{t-1}, K^{t-1}) \quad (6.1)$$

$$I_t = F[I^{t-1}, K^{t-1}, (P^t - N^t + D^t) / i^t] \quad (6.2)$$

$$I_t = F[(V^t - V^{t-1}) + I_t^t] \quad (6.3)$$

სადაც  $I_t$  წმინდა ინვესტიციებია;

$P_t^{t-1}$  - წმინდა მოგების მოცულობა, რომლის დროითი ლაგია  $t$ ;

$P^t$  - წმინდა მოგების მოცულობა;

$K^{t-1}$  - დაგროვილი ძირითადი კაპიტალი  $t$ -ს პერიოდის ბოლოს;

$N^t$  - სახელმწიფოსთვის გადახდილი გადასახადები და ტრანსფერტები მიმდინარე ფასებით;

<sup>1</sup> Economic Report of the President, 1979-P. 127-128.

D' - საამორტიზაციო ანარიცხების მოცულობა;  
i' - ფასების ინდექსი საინვესტიციო საქონელზე;  
V' - აქციების კურსის საბირჟო კოტირების მაჩვენებელი;  
I' - ამორციხული ძირითადი კაპიტალის შესავსები, აღსადგენი ინვესტიციები.

I<sup>t-1</sup> - წმინდა ინვესტიციები t-1 პერიოდში;

V<sup>t-1</sup> - საბირჟო კოტირების მაჩვენებელი t-1 პერიოდში.

(6.1) და (6.2) საინვესტიციო ფუნქციები ახასიათებენ წმინდა ინვესტიციების დამოკიდებულებას წინა პერიოდის ინვესტიციების მოცულობაზე, დაგროვილი ძირითადი კაპიტალის და წმინდა მოგების სიდიდეზე. კვლევის მიზნებზე დამოკიდებულებით შესაძლებელია მათი შევსება და პარამეტრების შემადგენლობაში ისეთი მაჩვენებლის შეყვანა, როგორცაა ბანკების გრძელვადიანი სესხებზე არსებული პროცენტის განაკვეთი.

(6.1) და (6.2) საინვესტიციო ფუნქციებში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს ეკონომიკაში დაგროვილი ძირითადი კაპიტალის პარამეტრს, რომელიც უარყოფითი უკუკავშირის მქონე საინვესტიციო განტოლებებში შეაქვთ. იგი ასახავს კაპიტალის დაგროვებისა და ჭარბად დაგროვების პროცესებს ეკონომიკური ციკლის განმავლობაში და მათ კავშირს მოგების ნორმის დინამიკასთან. ეს მექანიზმი მიახლოებითი სახით შემდეგში გამოიხატება: მოგების ნორმის ზრდა ააქტიურებს საინვესტიციო მოთხოვნას და წმინდა ინვესტიციების გადიდებას, რაც აჩქარებს ძირითადი კაპიტალის ზრდას. ძირითადი კაპიტალის ზრდა გარკვეული დროითი ლაგის შემდეგ ზემოქმედებას იწყებს მოგების ნორმის მისი დაწვევის მიმართულებით, რაც, თავის მხრივ ავიწროვებს ინვესტიციებს და ამით ანელებს ძირითადი კაპიტალის მზარდ ტემპებს. ძირითადი კაპიტალის შემცირება წინამძღვრებას უქმნის ეკონომიკაში მოგების ნორმის შემდგომ ციკლურ მატებას, რაც მომდევნო ციკლის განვითარებას იწვევს. ამგვარად კაპიტალში ინვესტირების მექანიზმი ახდენს საქმიანი კონიუნქტურის ციკლის გენერირებას და საბაზრო ეკონომიკაში დადებითი უკუკავშირების ერთ-ერთი მექანიზმია.

(6.3) საინვესტიციო ფუნქცია ასახავს ინვესტირების იმ მოდელს, რომელიც მოსალოდნელი მოგების სიდიდიდან იღებს სათავეს.

მომავალში მოსალოდნელი მოგების საზომად იყენებენ კომპანიების აქციათა კურსის საბირჟო კოტირებების მაჩვენებელს. იგი წარმოადგენს შესაბამისი კომპანიის შემოსავლების მომავალი ნაკადის მიმდინარე შეფასებას ფასიანი ქაღალდების საბირჟო მაჩვენებლების საფუძველზე. ყველა კერძო კომპანიის აქციათა საბირჟო კოტირებების აგრეგირებული მაჩვენებლის შედგენის სირთულე განაპირობებს მოცემული საინვესტიციო ფუნქციის გამოყენების საკმაოდ ვიწრო სფეროს-ცალკეული ფირმების დონეზე.

მოსალოდნელი მოგების ნორმა იმ ფაქტორებს ეკუთვნის, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედებს მიკროეკონომიკურ დონეზე. მასე უნდა მივაკუთვნოთ ინვესტიციების განხორციელების ხარჯები, მოლოდინები, ტექნოლოგიაში მომხდარი ცვლილებები და სხვა.

მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს მიკროეკონომიკური ფაქტორების სისტემაში. ამას ის განაპირობებს, რომ სწორედ მოგებაა ინვესტიციების განხორციელების ბიძგის მიმცემი მოტივი. ინვესტორები მხოლოდ მაშინ ახდენენ დაბანდებებს, როდესაც მოელიან, რომ ინვესტირებიდან მიღებული შემოსავალი გადააჭარბებს ხარჯებს. ამიტომ რაც უფრო მაღალია მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმა, მით უფრო მეტია საინვესტიციო მოთხოვნა. ამავე დროს, ინვესტირება მხოლოდ მაშინ იქნება ეფექტიანი, თუკი მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმა აჭარბებს პროცენტის რეალურ განაკვეთს. სასესხო სახსრების მოზიდვა სხვაგვარად ეკონომიკურ აზრს კარგავს.

სასესხო პროცენტის განაკვეთთან მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმის შედარებას საწარმოები ახორციელებენ საკუთარი სახსრების გამოყენების დროსაც. როგორც ვ.რეპკე აღნიშნავს, მოგებას საკუთარ ფირმაში მაშინ დააბანდებენ, თუკი ინვესტიციებიდან მიღებული უკუგების დონე სასესხო პროცენტის მანძილზე უფრო მაღალი აღმოჩნდება. წინააღმდეგ შემთხვევაში მას კაპიტალების ბაზარზე განათავსებენ.<sup>1</sup>

ამგვარად, საპროცენტო განაკვეთი ინვესტირების ეფექტიანობის კრიტერიუმი. საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობა არ შეიძლება დაეშვას სასესხო პროცენტის განაკვეთზე ქვემოთ. საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო აქტივების როგორც კაპიტალის

<sup>1</sup> Bussey L.E. The economic analysis of industrial projects. – Englewood cliffs. N.Y. Prentice – hall, 1978 p.g. 3

დაბანდების ობიექტების შეფასების საფუძველია, კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციასაც ასრულებს. ი.ფიშერი პროცენტს ახასიათებდა როგორც ყველა დანარჩენი შემოსავლის „აქტუალიზაციის“ საშუალებას, როგორც ყოველი შემოსავლის დროში შეფასების მეოოდს.<sup>1</sup>

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი შემდეგი ფაქტორია მისი განხორციელების ხარჯები. ამ ფაქტორს ითვალისწინებენ თითოეული საინვესტიციო პროექტისგან მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმის გამოთვლის დროს. დანახარჯების ზრდა ამცირებს მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმას და პირიქით. ამასთან, რადგან საინვესტიციო დაბანდებათა მნიშვნელოვანი ნაწილი გრძელვადიანი ხასიათისაა, მხედველობაში იღებენ დროის ფაქტორსაც. მთლიანობაში, რაც უფრო მეტია ინვესტიციების განხორციელებაზე გაწეული ხარჯები და მათი გამოსყიდვის ვადა, მით უფრო ნაკლებია საინვესტიციო მოთხოვნის დონე.

ინვესტიციების მოცულობაზე მოქმედებენ, ასევე, მეწარმეთა ის მოლოდინები, რომლებიც მომავალი მოთხოვნის, გაყიდვათა მოცულობისა და რენტაბელობის პროგნოზებს ეყრდნობა. ინვესტირებიდან მიღებული უკუგება დამოკიდებული იქნება ამ მაჩვენებლების გადიდებაზე. აქედან გამომდინარე, ოპტიმისტური მოლოდინების ზრდა იწვევს საინვესტიციო მოთხოვნის გადიდებას.

ყველაზე დიდი უკუგება მოსდევს ინოვაციურ პროდუქციაში განხორციელებულ ინვესტიციებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ წარმოების დანახარჯების შემცირებას, პროდუქციის ხარისხის გაუმჯობესებასა და მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმის გადიდებას. ამიტომ ტექნოლოგიაში მომხდარი ცვლილებები საინვესტიციო მოთხოვნის წამახალისებელი ფაქტორია.

ამგვარად, საინვესტიციო მოთხოვნას აყალიბებს განსხვავებული სახისა და მიმართულების ფაქტორების შემოქმედება, რომლებიც მის მოქნილობასა და დინამიზმს განსაზღვრავენ.

საინვესტიციო მიწოდების ფორმირებას მთელი რიგი თავისებურებები აქვს. ერთი მხრივ, როგორც საქონლის მიწოდებას.

<sup>1</sup> Фишер И. Покупательная сила денег. М., 1976-с. 42

მას განაპირობებს ისეთი ძირითადი ფაქტორები, როგორცაა ფასი და, აგრეთვე, არაფასისმიერი დეტერმინანტები: ხარჯები, ტექნოლოგიის სრულყოფა, საგადასახადო პოლიტიკა, მოლოდინები, კონკურენციის დონე და სხვა. მეორე მხრივ, საინვესტიციო მიწოდება განიხილება საქონლის სპეციფიკურ მიწოდებად, რადგან საინვესტიციო საქონელს შემოსავლის მოტანის უნარი გამოარჩევს. ეს განსაზღვრავს იმ ფაქტორის თვისებრივ თავისებურებას, როგორცაა საინვესტიციო საქონლის ფასი, რომელიც შემოსავლიანობის დონეზე დამოკიდებულებით ყალიბდება.

შემოსავლიანობის ნორმა საფუძვლად უდევს იმ ფინანსური ინსტრუმენტების ფასებს, რომლებიც რეალური კაპიტალის მოძრაობას უწყობენ ხელს. ფინანსური აქტივების საბაზრო ფასი გვიჩვენებს საინვესტიციო საქონელში დაბანდებების მიზიდველობის ხარისხს. საინვესტიციო მიწოდებაზე არსებითად მოქმედებს საბანკო სისტემაში სადეპოზიტო ანაბრებზე პროცენტის განაკვეთი, რომლის სიდიდე განსაზღვრავს საოჯახო მეურნეობათა დანაზოგების ნაკადს. ამგვარად, საფონდო ბაზრისა და სასესხო კაპიტალების ბაზრის განვითარება საინვესტიციო მიწოდების სტიმულირების მნიშვნელოვანი პირობაა.

რადგან საინვესტიციო მიწოდების გარკვეული შემადგენლობისა საინვესტიციო მოთხოვნა უფრო შემოსავლიან აქტივებზეა ორიენტირებული, აქედან გამომდინარეობს, რომ საინვესტიციო მიწოდების მოცულობა და სტრუქტურა საინვესტიციო მოთხოვნის მოცულობასა და სტრუქტურაზე ახდენს გავლენას. ამ ასპექტით, საინვესტიციო მიწოდება ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მასშტაბების განსაზღვრელი ძირითადი ფაქტორია, რადგან იგი იწვევს საინვესტიციო საქონელზე არსებული მოთხოვნის ცვლილებას. უკუკავშირის მექანიზმი იმდენად არაა გამოხატული. იგი ვლინდება მხოლოდ თავისუფალი კონკურენტული ბაზრის პირობებში.

საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსების მიღწევა შესაძლებელია ინვესტიციის ბაზრის მხოლოდ საერთო მასშტაბებით. მათი გამოთანაბრება საბაზრო სისტემაში ხდება წონასწორული ფასების დადგენის მეშვეობით. წონასწორული ფასების მექანიზმის



მოქმედება მარტო თავისუფალ კონკურენტულ ბაზარს არ ახასიათებს. ეს მექანიზმი მოითხოვს საინვესტიციო საქონელსა და კაპიტალზე ფასების ცვლილებას მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსების საფუძველზე მანამდე, ვიდრე ინვესტიციის ბაზარზე არ დამყარდება დინამიკური წონასწორობა, ე.ი. მიღწეული არ იქნება წონასწორული ფასები საინვესტიციო კაპიტალსა და საინვესტიციო საქონელზე და მათი ყიდვა-გაყიდვის შესახებ გადაწყვეტილებათა სინქრონიზაცია.

ინვესტიციის ბაზარზე წონასწორული ფასების მექანიზმის მოქმედება ასახავს საინვესტიციო საქონლის სპეციფიკას. როგორც აღვნიშნეთ, ესაა საინვესტიციო საქონლის მიერ შემოსავლის მოზანის უნარი. ნაკლები დანახარჯებით მეტი შემოსავლის მიღებისკენ სწრაფვა საფუძვლად უდევს ეკონომიკური სუბიექტების მიერ გადაწყვეტილებათა მიღებას ინვესტირების შესახებ. საინვესტიციო მიწოდების გარკვეული სტრუქტურის დროს ინვესტორები იმ საინვესტიციო საქონელს მიანიჭებენ უპირატესობას, რომლებიც დაბანდებულ კაპიტალზე წმინდა მოგების მაქსიმალურ ნორმას უქრუნველყოფენ დაბანდებათა მინიმალური რისკის პირობებში. საინვესტიციო საქონლის მაღალი საბაზრო ფასი, რომელსაც მისი შემოსავლიანობა განაპირობებს, დაბანდების ამ ობიექტებში საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვანი მასის წარმართვის იმპულსია. საინვესტიციო კაპიტალის გადანაცვლება თავის მხრივ, მოცემული საქონლის მიწოდებაზე უფრო მეტად აფართოებს საინვესტიციო მოთხოვნას, რაც სხვა თანაბარ პირობებში აჩენს ფასის ამაღლების ეფექტს და მიწოდების გადიდების ეფექტს. მოცემული საინვესტიციო საქონლის მიწოდების გადიდების დროს საბაზრო მექანიზმი გამოიწვევს მათი ფასების შემცირებას. ამიტომ მოხდება საინვესტიციო კაპიტალის გადადინება საინვესტიციო საქმიანობის უფრო შემოსავლიან სფეროებში. საბოლოოდ, განხილული პროცესი დასრულდება ინვესტიციის ბაზარზე დინამიკური წონასწორობის დამყარებით.

ამგვარად, წმინდა კონკურენტული ბაზრის პირობებში წონასწორობა იმას გულისხმობს, რომ სასესხო პროცენტის განაკვეთის მისალოდნელი დონისა და კაპიტალის მარაგინალური ეფექტიანობის შედარებიდან გამომდინარე ინვესტირების შესახებ

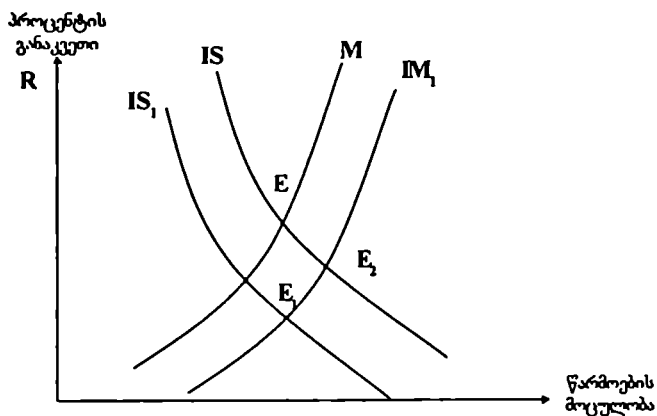
მიღებული გადაწყვეტილებები განაპირობებს დაგეგმილი ინვესტიციების ოპტიმალურად განაწილებას რენტაბელობის ზრდის პერსპექტივის შესაბამისად.

ამგვარად გაგებული წინასწორობა ის იდეალური ეკონომიკური სისტემაა, რომელსაც ახასიათებს საინვესტიციო რესურსებისა და მათი გამოყენების ერთობლივი პროპორციულობა, საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების ეკონომიკური ინტერესების ოპტიმალური რეალიზება.

ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურა რეალურ სინამდვილეში შორსაა იდეალური მოდელისაგან. წმინდა კონკურენციის არარსებობა ზღუდავს საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიზმს, რომელიც მხოლოდ ტენდენციის სახით ვლინდება, ამცირებს მათი დაბალანსების და, შესაბამისად, წონასწორულ დონეზე ფასების დადგენის შესაძლებლობებს. საინვესტიციო საქმიანობის პოტენციურ მონაწილეებს ერთნაირად არ მიუწვდებათ ხელი ინვესტიციების ბაზარზე. მათ განსხვავებული შესაძლებლობები აქვთ საიმისოდ, რომ საბაზრო ფასებით მიიღონ საინვესტიციო საქონელი. მსხვილი ოლიგოპოლისტური ინვესტორები უფრო ხელსაყრელ მდგომარეობაში არიან, ვიდრე ისინი, რომლებიც კონკურენციას უწევენ ერთმანეთს. ეს იმიტომ, რომ მსხვილი ინვესტორები აკონტროლებენ მიწოდებას და მანიპულირებენ ფასებით, ამ გზით კი შეუძლიათ მომხმარებლებს გადააკისრონ თავიანთი ხარჯები. გარდა ამისა, მათ მაღალი რეიტინგები აქვთ და ამის წყალობით იმ სხვა ფირმებთან შედარებით უფრო ხელსაყრელი პირობებით იყენებენ ფინანსების ბაზრის სახსრებს, რომელთა მოსალოდნელი წმინდა მოგების მეტი შეიძლება იყოს.

ამგვარად, რეალურ ეკონომიკურ პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზარი იდეალურად ვერ თამაშობს ინვესტიციების ოპტიმალურად განაწილების ფუნქციას. თუმცა, ეს არ გამორიცხავს ეკონომიკური პროცესების აბსტრაქტული მოდელირების საჭიროებას, რადგან სწორედ ამ საფუძველზე შეგვიძლია გამოვავლინოთ არსებითი კავშირები და კანონზომიერებები. განესაზღვროთ იმ ელემენტების წონასწორობის პირობები, რომლებიც შედაგენენ ეკონომიკური მოვლენების ერთობლიობას თავისუფალი კონკურენციის კანონის თანახმად.

ინვესტიციების ბაზარზე წონასწორობა ნაწილობრივ მაკროეკონომიკურ წონასწორობად გვევლინება. ამასთან, იგი უფრო ზოგადი ეკონომიკური წონასწორობის არსებითი პირობაცაა. მაგალითად, ჯ. ჰიქსის ცნობილ მოდელში „IS-LM,, („ინვესტიციები-დანაზოგები – ლიკვიდობა – ფული,,)<sup>1</sup> ინვესტიციების ბაზარზე დამყარებული წონასწორობა საქონლის ბაზრების წონასწორობაც ნიშნავს, რის გამოც ამ მოდელმა შეიძინა საქონლისა და ფულის ბაზრების ორმაგი წონასწორობის მოდელის სახელი (ნახ. 6. 2).



ნახ. 6.2. ინვესტიციის მოძრაობა საბაზრო ეკონომიკაში

**ინვესტიციების მოძრაობა**

„IS-LM“ მოდელი ასახავს ინვესტიციებისა და ფულის ბაზრების შორის ჩამოყალიბებულ არსებით კავშირებს. ეს დამოკიდებულება, ჩვენი აზრით, ინვესტიციების ბაზრის უმნიშვნელოვანესი თავისებურებაა.

მას საფუძვლად უდევს ინვესტიციებისა და ფულის ბაზრებისთვის საერთო პარამეტრების გამოყენება ამ ბაზრების ძირითად მაკროეკონომიკურ მახასიათებლად. ესაა საპროცენტო განაკვეთი და საზოგადოებრივი წარმოების მოცულობა.

ინვესტიციების ბაზარზე წონასწორობა მყარდება ინვესტიციებისა და დანაზოგების ტოლობისას. როგორც უკვე აღვნიშნეთ,

<sup>1</sup> Hicks J.R. Mr. Keynes and The Classics: A Suggested interpretation. Econometrica 5. 1937

ინვესტიციების მოცულობას მრავალი ფაქტორი განსაზღვრავს. მაგრამ ეკონომიკური დამოკიდებულებების კვლევის დროს შესასწავლ კავშირს ადგენენ არა ცვლადების მთელი ერთობლიობის, არამედ მხოლოდ რამდენიმე მათგანის ფუნქციურად გაერთიანებით (ამ ერთობლიობას *ceteris paribus*-ად მიიჩნევენ).

ინვესტიციებზე მოქმედი მაკროეკონომიკური ფაქტორების სიმრავლიდან ენდოგენურ ცვალებად იყენებენ  $Q$ -ს (საზოგადოებრივი წარმოების მოცულობას) და  $r$ -ს (საპროცენტო განაკვეთს). დანარჩენ ფაქტორებს ეგზოგენურ ცვლადებად მიიჩნევენ. ამ დროს ინვესტიციების ფორმულა შემდეგ სახეს იღებს:

$$I = I + I(Q, r) \text{ ანუ } I = I + I(Q) + I(r), \quad (6.4)$$

სადაც  $I$  ინვესტიციების ის ნაწილია, რომელიც ეგზოგენური ცვლადებითაა განსაზღვრული.

IS მრუდი გამოხატავს ეროვნული წარმოების მოცულობისა და საპროცენტო განაკვეთის ისეთ კომბინაციას, რომლის დროსაც ინვესტიციები დანაზოგების ტოლია.

ფულის ბაზარზე წონასწორობა გულისხმობს ფულის მიწოდების ( $M_s$ ) და ფულის არსებული მოთხოვნის ( $M_d$ ) გათანაბრებას. ამ უკანასკნელს აყალიბებს გარიგებათა მხრიდან ფულზე არსებული მოთხოვნა. იგი პირდაპირია დამოკიდებული ეროვნული წარმოების მოცულობაზე ( $Q$ ) და აქტივების მხრიდან ფულზე არსებულ მოთხოვნაზე, რომელიც სასესხო პროცენტის განაკვეთის ( $r$ ) უკუპროპორციულია. აქედან გამომდინარე, ფულის ბაზარზე წონასწორობის პირობები გულისხმობს:

$$M_s = M_d + M_d(Q) + M_d(r) \quad (6.5)$$

სადაც  $M_d$  დამატებულია  $M_d$ -ზე გავლენის გასათვალისწინებლად.

LM მრუდი ასახავს  $Q$ -სა და  $r$ -ს შორის ყველა იმ თანაფარდობას, რომელთა დროსაც წონასწორობა ყალიბდება ფულის ბაზარზე IS და LM მრუდების შეთავსება გამოხატავს ბაზრების ორმაგი წონასწორობის პირობებს, რომლებიც ახასიათებენ საინვესტიციო და ფინანსური კონიუნქტურის ოპტიმალურ მდგომარეობას.

ენდოგენური ცვლადების ცვლილების დროს IS-LM სისტემა მოძრაობაში მოვა, მრუდების წანაცვლება გამოიწვევს წონასწორობის ახალი პირობების ჩამოყალიბებას. ამიტომ მოცემული

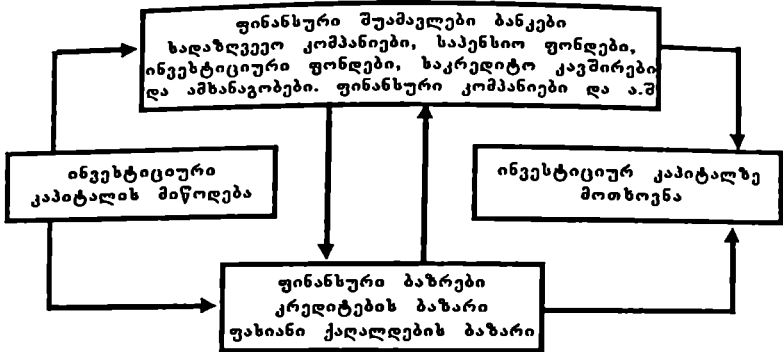
მოდელის მეშვეობით შეგვიძლია გაგანალიზოთ ზოგიერთი საბაზრო ფაქტორისა და სახელმწიფოს ჩარევის გავლენა, რასაც ქვემოთ განვიხილავთ.

### ინვესტიციებისა და ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის გარდაქმნის ურთიერთკავშირი განსაზღვრავს ამ უკანასკნელის არსებით როლს ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირებაში. იგი პირველ რიგში აისახება იმით, რომ საწარმოებისა და ფირმების მოთხოვნა ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის ფორმის ფინანსურ სახსრებზე ელინდება მისი შესაძენი ფინანსურ რესურსებზე მოთხოვნის ფორმით. ამ დროს საინვესტიციო საქონლის მიწოდება ფულად-საკრედიტო ფორმას იძენს. იგი ოჯახური მეურნეობებისა და ფირმების დანაზოგების სახით გამოდის, რომლებიც საბანკო სისტემის დაწესებულებებშია თავმოყრილი და გარკვეული პროცენტითაა გაცემული.

აქედან გამომდინარეობს ინვესტიციის ბაზრის შემდეგი თავისებურებაც. ესაა იმ ფინანსური შუამავლების განვითარებული ქსელის არსებობა მისი ეფექტიანად ფუნქციონირებისათვის, რომლებიც კავშირს ახორციელებენ საინვესტიციო კაპიტალის გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის. ფინანსური შუამავლები თავს უყრიან ოჯახური მეურნეობებისა და ფირმების ცალკეულ დანაზოგებს საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვან მასად, რომლის განთავსება შემდეგ ხდება ინვესტიციების მომხმარებლებს შორის (ნახ. №6.3.).

არსებითი საინვესტიციო პოტენციალი კონცენტრირდება საბანკო სისტემის დაწესებულებებში, რომლებსაც სხვა მრავალი საშუამავლო ინსტიტუტისგან განსხვავებით ტრადიციული ფულადი სახსრებისა და საკრედიტო ემისიის გამოყენების განსაკუთრებული შესაძლებლობები აქვთ. ფინანსური შუამავლების მიერ მობილიზებული კაპიტალის განთავსება შეიძლება სესხების, აქციების გამოშვების, ობლიგაციების შექმნის, სხვა ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და ა.შ. ფორმით.

### ამა თუ იმ ფინანსური აქტივიდან მიღებული შემოსავალი იყოფა დივიდენდად და პროცენტად. ეს დამოკიდებულია იმაზე, თუ კაპიტალის რომელ ფორმას წარმოადგენენ ისინი სამეწარმეოს



ნახ.3. ინვესტიციური კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური შუამავლები

თუ სასესხოს. მთლიანობაში ისინი ასახევენ წარმოებული კაპიტალური ფასეულობების შემოსავლიანობის ნორმას. დივიდენდისა და პროცენტის თანაფარდობა გვიჩვენებს საინვესტიციო მოთხოვნის სტრუქტურას, მის განაწილებას ფირმებსა და საბანკო სისტემას შორის. ფინანსების ბაზარზე ამ თანაფარდობას აქვს ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ღირებულების (კურსის) ფორმა.

კაპიტალურ ფასეულობათა მოძრაობისათვის ხელშეწყობით ფინანსური ინსტრუმენტები აჩქარებენ ფასების რეაქციას შემოსავლიანობის ნორმის ცვლილებაზე და ამით უზრუნველყოფენ სწრაფად გადაღინებას. საინვესტიციო საქმიანობის დინამიზმის შედეგად მათი საბაზრო ღირებულების სიდიდე საქმიანი კონიუნქტურის თავისებურ ინდიკატორად გვევლინება. ამგვარად, ფინანსების ბაზარზე წონასწორული ფასების მექანიზმი გამოვლენის უფრო მკვეთრ ფორმებს იძენს.

ინვესტიციების ბაზრის არსებითი თავისებურებაა ის როლი, რომელსაც მასზე თამაშობს საპროცენტო განაკვეთი. როგორც ზემოთაც ვაჩვენეთ, საპროცენტო განაკვეთის სიდიდე განაპირობებს, ჯერ ერთი, საკრედიტო სისტემის მიერ მოზიდული ოჯახურ მეურნეობათა დანაზოგების სიდიდეს, მეორე, საინვესტიციო დაბანდებათა შემოსავლიანობის ნორმას. საპროცენტო განაკვეთის მეშვეობით აფასებენ ფირმების საკუთარ პოტენციურ რესურსებსაც კი: თუ მოსალოდნელი უკუგება საპროცენტო განაკვეთზე მაღალია,

მაშინ მათ ინვესტირებისკენ წარმართავენ. წინააღმდეგ შემთხვევაში კი განათავსებენ ფინანსურ ბაზარზე – საბანკო სისტემაში ანაბრების, ფასიანი ქარაღლების ყიდვის და სხვა სახით.

ყოველივე ზემოთქმულიდან ის გამომდინარეობს, რომ ინვესტიციის ბაზარს ეფექტიანად ფუნქციონირება შეუძლია მხოლოდ ფინანსების განვითარებული ბაზრის და მდგრადი და საიმედო საბანკო სისტემის პირობებში. ამ დროს ინვესტიციისა და ფინანსური ბაზრის ურთიერთმოქმედების მნიშვნელოვანი პირობებია საპროცენტო განაკვეთის საბაზრო ჩამოყალიბება, ინვესტირების თანაბარი პირობები რეგიონული და დარგობრივი ასპექტით, გრძელვადიანი დაბანდების მიმზიდველობა და ინფლაციის რეგულირებადი ღონე.

საბაზრო მექანიზმს თავისთავად არ შეუძლია უზრუნველყოს ეს პირობები, რაც განაპირობებს საბაზრო სტიმულებზე სახელმწიფოს ზემოქმედების ზომების საჭიროებას. სახელმწიფოებრივი რეგულირება უნდა შეესაბამებოდეს იმ ეკონომიკურ კანონზომიერებებს, რომელთა საფუძველზეც საბაზრო მექანიზმი რეაგირებს პირობების შეცვლაზე, ითვალისწინებდეს ზემოქმედების ღონისძიებათა კომპლექსის მრავალმხრივი შედეგების პროგნოზებს, ქმნიდეს საბაზრო მექანიზმის პოტენციურ შესაძლებლობათა რეალიზაციის პირობებს ანტიმონოპოლიურ ღონისძიებათა გზით.

### 6.3. საინვესტიციო პროცესის ინფრასტრუქტურა\*

ბაზრის ობიექტური კანონზომიერებების შესაბამისად, ინვესტირება განვითარებული ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირებას გულისხმობს. ინვესტიციისა და ფინანსური ბაზრების ურთიერთმოქმედება საბაზრო მეურნეობაში მაკროეკონომიკური წონასწორობის მნიშვნელოვან პირობას წარმოადგენს. ფინანსური ბაზარი უზრუნველყოფს ბაზრის ერთი წყება სუბიექტების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულირებას და სხვების მიერ მათ ეფექტიანად გამოყენებას,

\* აღნიშნული საკითხის შესწავლამ მოითხოვა ფინანსური ინსტრუმენტების, კერძოდ კომერციული ბანკების, არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტების, საინვესტიციო ინსტიტუტების კიდევ ერთხელ „გადახედვა“, ოღონდ საინვესტიციო პროცესის ინფრასტრუქტურის კუთხით (ავტორის შენიშვნა).

ფინანსური რესურსების შეუფერხებლად ფორმირებას, მათ ყველაზე უფრო ეფექტიანად ინვესტირებას და მიზანმიმართულად გამოყენებას.

**საფინანსო შუამავლობის თეორიის დებულების თანახმად, საინვესტიციო რესურსების ძირითადი მესაკუთრეები არიან მოქალაქეები, ძირითადი მომხმარებლები კი - საწარმოები და ორგანიზაციები.**

საფინანსო შუამავლობის თეორიის დებულების თანახმად, საინვესტიციო რესურსების ძირითადი მესაკუთრეები არიან მოქალაქეები, ძირითადი მომხმარებლები კი - საწარმოები და ორგანიზაციები.

მოსახლეობის დანაზოგების საინვესტიციო მნიშვნელობის ანალიზის დროს მიღებულია დანაზოგების ორგანიზებული და არაორგანიზებული ფორმების გამოყოფა. ორგანიზებულს უწოდებენ იმ დანაზოგებს, რომლებსაც ახორციელებენ ბანკებსა და ფასიან ქაღალდებში ანაბრების სახით. ამ სახის დანაზოგები ის ფულადი რესურსებია, რომლებიც ფინანსების ბაზრის ამა თუ იმ ინსტიტუტის მიერაა აკუმულირებული და შედარებით ადვილად გარდაისახება ინვესტიციებად. არაორგანიზებულია ნაღდი ვალუტის ფორმით არსებული დანაზოგები, რომლებიც მოსახლეობის ხელში რჩება. ამ ფორმის მქონე დანაზოგები პოტენციურ საინვესტიციო რესურსს წარმოადგენს.

შინამეურნეობები ფულადი რესურსების ერთადერთი მიწოდებლები არ არიან ფინანსურ ბაზარზე. საინვესტიციო კაპიტალის წყაროები შეიძლება იყოს საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების საკუთარი რესურსები, საწარმოებისა და ორგანიზაციების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები, სახელმწიფოსა და უცხოელი ინვესტორების სახსრები და სხვა.

საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების რეალიზებას ახორციელებენ საფინანსო შუამავლები, რომლებსაც ეკონომიკური სუბიექტების საინვესტიციო და საფინანსო მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების ფართო შესაძლებლობები აქვთ. საინვესტიციო რესურსების მობილიზებისა და მათი ეფექტიანად განთავსების საბაზრო მექანიზმი გულისხმობს საინვესტიციო პროცესის იმგვარად განვითარებული ინფრასტრუქტურის, ინვესტორთა საბაზრო ეკონომიკის შესაბამისი ამა თუ იმ ინსტიტუციური ორგანოების არსებობას.



განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკას ახასიათებს იმ ინსტიტუტების რთული და მრავალფეროვანი სტრუქტურა, რომლებიც საინვესტიციო რესურსების მობილიზებასა და სამეწარმეო საქმიანობაში მათ დაბანდებას ეწევიან. საფინანსო შუამავლების ფუნქციების შემსრულებელი ეს ინსტიტუტები თავს უყრიან შინამეურნეობათა და ფირმების ცალკეული დანაზოგებს საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვან მასებად და შემდეგ ინვესტიციების მომხმარებლებს შორის განათავსებენ მათ.

საფინანსო ინსტიტუტები ყველაზე უფრო ზოგადი სახით შემდეგ ტიპებს მოიცავს:

- კომერციულ ბანკებს (უნივერსალურსა და სპეციალიზებულს);
- არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტებს (საფინანსო და სადაზღვევო კომპანიებს, საპენსიო ფონდებს, ლომბარდებს, საკრედიტო კავშირებსა და ამხანაგობებს);
- საინვესტიციო ინსტიტუტებს (საინვესტიციო კომპანიებსა და ფონდებს, საფონდო ბირჟებს, საფინანსო ბროკერებს, საინვესტიციო კონსულტანტებს და სხვა).

ინსტიტუციური ინვესტორების ყველა ჯგუფის საერთო მახასიათებელია მათ მიერ დროებით თავისუფალი სახსრების (სახელმწიფო, ფირმების, მოსახლეობის) აკუმულირება და შემდგომში მათი დაბანდება ეკონომიკაში.

ამავე დროს, ყოველ ხსენებულ ჯგუფს საკუთარი სპეციფიკა აქვს, როგორც მათთვის ჩვეული ფუნქციების განხორციელებაში, ისე საინვესტიციო რესურსების აკუმულაციის მექანიზმსა და მათ განთავსებაში.

### **შეჯამება**

მნიშვნელოვანი საინვესტიციო პოტენციალი საბანკო სისტემის დაწესებულებებშია თავმოყრილი, რომლებსაც სხვა შუამავალი ინსტიტუტებისგან განსხვავებით განსაკუთრებული შესაძლებლობები აქვთ ტრანსაქციული ფულადი სახსრების და საკრედიტო ემისიის გამოყენების სფეროში. აკუმულირებულ დროებით თავისუფალ საფინანსო რესურსებს ბანკები საკრედიტო სისტემის არხების მეშვეობით წარმართავენ წამყვან, ყველაზე უფრო დინამიკურად

განვითარებად სექტორებსა და დარგებში და ამით ხელს უწყობენ ეკონომიკის სტრუქტურულად გარდაქმნას. საბანკო სისტემა საინვესტიციო მოთხოვნის დაკმაყოფილების მნიშვნელოვანი წყაროა. განვითარებული საბაზრო სისტემის მქონე ქვეყნებში თივითდაფინანსების შედარებით მაღალი დონის მიუხედავად, შიდა რესურსები ვერ ფარავენ ინვესტიციებზე არსებულ საერთო მოთხოვნილებებს. დეფიციტი ყველაზე უფრო თვალში საცემია ქვეყნების სამეურნეო ორგანიზაციაში მიმდინარე მსხვილი სტრუქტურული ძვრების განხორციელების დროს, როცა მკვეთრად მატულობს ინვესტიციებზე არსებული მოთხოვნა.

საბანკო სისტემის საფუძველთა საფუძველია უნივერსალური კომერციული ბანკები, რომლებიც ფინანსების ბაზრის სხვადასხვა სექტორში მოღვაწე მრავალფუნქციური დაწესებულებებია. ამასთან, საბანკო მომსახურების სპეციალიზაციის ტენდენციის განვითარებამ გამოიწვია სპეციალიზებული საინვესტიციო ბანკების გამოყოფა. ამ ბანკების თავისებურებაა მათი ორიენტაცია გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზებასა და მის გაცემაზე აქციების, ობლიგაციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და განთავსების, აგრეთვე, გრძელვადიანი დაკრედიტების გზით, არასაფინანსო კომპანიების საემისიო – სადამფუძნებლო საქმიანობის მომსახურება და მონაწილეობა.<sup>1</sup>

### **საინვესტიციო ბანკების განვითარების მნიშვნელობა**

თანამედროვე საერთაშორისო საკრედიტო სისტემაში არსებობის ორი სახის საინვესტიციო ბანკები. პირველი სახის ბანკები ახორციელებენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების განთავსებასა და ვაჭრობასთან დაკავშირებულ მომსახურებას, ხოლო მეორე ტიპისა – საშუალო და გრძელვადიანი კრედიტების გაცემასთან დაკავშირებულს.

პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები გავრცელებულია ინგლისში, ავსტრალიაში, კანადასა და აშშ-ში. ამ ტიპის საინვესტიციო ბანკებს, როგორც წესი, აკრძალული აქვთ მოსახლეობისა და ფირმებისგან ანაბრების მიღება. მათი რესურსები

<sup>1</sup> ცალკეულ ქვეყნებში ამგვარი ფუნქციების შემსრულებელ დაწესებულებებს სავაჭრო, საქმიან ბანკებს უწოდებენ.

ყალიბდება საკუთარი საემისიო საქმიანობისა (ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და სხვა საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების კრედიტების მოზიდვის ხარჯზე. საინვესტიციო ბანკები ორგანიზატორების ან კონსულტანტების ფუნქციებს შეიძლება ასრულებდნენ. ისინი ხელმძღვანელობენ მესამე პირების ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორეულ მიმოქცევას, გვეკლინიბიან ემისიის გარანტიების, შუამავლებისა და კრედიტორების როლში; საფონდო ოპერაციების განხორციელების დროს, შერწყმისა და შთანთქმის ბაზრის აქტიურ მონაწილეებად, კომპანიების მიერ განუთავსებელი ფასიანი ქაღალდების ნაწილის მყიდველ აგენტებად, საფინანსო კონსულტანციებს ეწვეიან ფასიან ქაღალდებზე და ფირმებსა და კორპორაციების საქმიანობის სხვა ასპექტებზე.

პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები ძირითადად საქმიანობენ ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო პირველად ბაზარზე და მათ განთავსებაში შუამავლის ფუნქციას ასრულებენ. განთავსების ძირითად მეთოდებად ისინი იყენებენ ანდერრაიტინგს (ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვების შეძენა და ბაზარზე მათი განთავსების ორგანიზება), პირდაპირ განთავსებას (რომლის დროსაც ბანკები მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებისა და მყიდველების კონსულტირებას ახდენენ), საჯაროდ განთავსებას (როდესაც საინვესტიციო ბანკები აყალიბებენ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების განთავსების ჯგუფებს), საკონკურენტო ვაჭრობას (სადაც საინვესტიციო ბანკები აუქციონის ორგანიზატორებია). ფასიანი ქაღალდების მსხვილი ემისიების განხორციელების დროს ბანკები ქმნიან სინდიკატებსა და კონსორციუმებს. პირველი ტიპის საინვესტიციო ბანკები ამჟამად წარმოადგენენ მძლავრ და დინამიკურად განვითარებად საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებს.

მეორე სახის საინვესტიციო ბანკები განვითარებულია დასავლეთ ევროპის მთელ რიგ ქვეყნებსა (იტალია, ესპანეთი, ნიდერლანდები, ნორვეგია, პორტუგალია, საფრანგეთი, შვედეთი) და განვითარებად ქვეყნებში. ამ ბანკების ძირითადი ამოცანებია ეკონომიკის დარგებისა და სექტორების საშუალო და გრძელვადიანი დაკრედიტება, სპეციალური მიზნობრივი პროექტების რეალიზაცია მოწინავე ტექნოლოგიების დარგში, აგრეთვე, ეკონომიკის

სტაბილიზაციისა და სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სახელმწიფო პროგრამების განხორციელება. ისინი მრავალფეროვან ოპერაციებს ასრულებენ სასესხო კაპიტალის ბაზარზე, თავს უყრიან ფიზიკური და იურიდიული პირების დანაშოგებს, სესხებს (საშუალო და გრძელვადიან კრედიტებს) გასცემენ ფირმებზე, დაბანდებას ახორციელებენ კერძო და სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში, ეწევიან სხვა ფინანსურ მომსახურებას.

აღსანიშნავია, რომ საინვესტიციო ბანკები მთელ რიგ ქვეყნებში ასრულებენ ორივე სახის საინვესტიციო ბანკებისთვის დამახასიათებელ ფუნქციებს, ინგლისში, კანადასა და აშშ-ში მეორე სახის საინვესტიციო ბანკები არ არსებობს; გრძელვადიან დაკრედიტებას ახორციელებენ სხვა ტიპის საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები; ზოგ ქვეყანაში (გერმანია, ფინეთი, შვეიცარია) საინვესტიციო ბანკების ფუნქციებს კომერციული ბანკები ასრულებენ.

სპეციფიკური საინვესტიციო ინსტიტუტია იპოთეკური ბანკები. ისინი სახსრების მოზიდვას და ზანგრძლივი ვადით განთავსებას ახორციელებენ უძრავი ქონების – მიწისა და ნაგებობების – საწინდრით. ძირითადი საქმიანობის გვერდით იპოთეკურ ბანკებს შეუძლიათ სახსრები დააბანდონ ფასიან ქაღალდებში, სესხები გასცენ ფასიანი ქაღალდების საწინდრით, განახორციელონ სხვა საფინანსო მომსახურება. იპოთეკური ბანკების რესურსებს მნიშვნელოვანწილად აყალიბებს იპოტეკური ობლიგაციებისა და საგირაუნო ფურცლების გამოშვებით მოზიდული სახსრები. ეს სავალო ვალდებულებები საიმედო, მყარპროცენტიანი ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც ბანკის მიერ გაცემული იპოთეკური კრედიტების ერთობლიობითაა უზრუნველყოფილი.

### **საინვესტიციო ბანკების საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების როლი**

არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებს ეკუთვნის ლომბარდები, საკრედიტო ამხანაგობები, საკრედიტო კავშირები, ურთიერთკრედიტის საზოგადოებები, სადაზღვევო საზოგადოებები, საპენსიო ფონდები, საფინანსო კომპანიები და სხვა.

ლომბარდები ისეთი საკრედიტო დაწესებულებებია, რომლებიც სესხებს გასცემენ ქონების გირაოთი. ისტორიულად ისინი აღმოცენდნენ, როგორც სავაზხო კაპიტალის კერძო საწარმოები. თანამედროვე პირობებში მრავალ ქვეყანაში ლომბარდების კაპიტალის

ფორმირებასა და ფუნქციონირებაში სახელმწიფო მონაწილეობს. მათ საქმიანობაში სახელმწიფოსა და კერძო კაპიტალის მონაწილეობის ხარისხზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ სახელმწიფო და კომუნალურ, კერძო და შერეული ტიპის ლომბარდებს. ლომბარდები სპეციალიზდებიან მოძრავი ქონების გირაოთი უზრუნველყოფილი სამომხმარებლო კრედიტის გაცემაზე. სრულდება, აგრეთვე, კლიენტების ფასეულობათა შენახვისა და დაგირავებული ქონების საკომისიო წესით გაყიდვის ოპერაციები. ამ წრის ოპერაციები განსაზღვრავს ლომბარდების ორგანიზაციული სტრუქტურის სპეციფიკას: ფილიალებისა და განყოფილებების გარდა მსხვილ ლომბარდებს შეუძლია ჰქონდეთ საწყობებისა და მალაზიების ქსელი.

ლომბარდებში მიმდინარე საკრედიტო ოპერაციების თავისებურებაა კლიენტთან საკრედიტო ხელშეკრულებისა და საგირავნო ვალდებულების უქონლობა. გირაოთი სესხის გაცემის დროს კლიენტი იღებს საგირავნო ბილეთს, როგორც წესი, წარმომდგენზე, რომელსაც აქვს სარეგისტრაციო ნომერი რეგისტრაციის უზრუნველში. მასში მითითებულია მსესხებლის რეკვიზიტები და გარიგების ძირითადი პირობები. საკრედიტო გარიგებათა უმრავლესობა ითვალისწინებს იმ შეღავათიან ვადას, მხოლოდ რომლის გასვლის შემდეგ შეიძლება დაგირავებული ქონების გაყიდვა.

საკრედიტო ამხანაგობები იქმნება საკუთარი წევრების – კოოპერატივების, საიჯარო საწარმოების, მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოების, ფიზიკური პირების – საკრედიტო-საანგარიშსწორებო მომსახურების მიზნით. საკრედიტო ამხანაგობების კაპიტალს აყალიბებენ პაიების შექმნისა და სავალდებულო საწევრო შესატანის გადახდის გზით. საკრედიტო ამხანაგობების ძირითადი ოპერაციებია სესხების გაცემა, საკომისიო და საშუაპვლო ოპერაციები.

საკრედიტო კავშირები კერძო პირების ან წვრილი საკრედიტო ორგანიზაციების ჯგუფების მიერ შექმნილი საკრედიტო კოოპერატივებია. ისინი ორი ძირითადი ტიპისაა: პირველი ტიპის საკრედიტო კავშირებს ქმნიან პროფესიული ან ტერიტორიული ნიშნით გაერთიანებულ ფიზიკურ პირთა ჯგუფები, ხოლო მეორეს – დამოუკიდებელი საკრედიტო ამხანაგობების ნებაყოფლობითი გაერთიანებები. საკრედიტო კავშირების კაპიტალს აყალიბებენ პაიების გადახდის, პერიოდული საწევრო შენატანების, აგრეთვე, სესხების გამოშვების გზით. საკრედიტო კავშირები ასრულებენ ისეთ

ოპერაციებს, როგორცაა ანაბრების მოზიდვა, სესხების გაცემა კავშირის წევრებზე (უზრუნველყოფით), თამასუქების განაღდება, სავაჭრო-საშუამავლო და საკომისიო ოპერაციები, საკონსულტაციო და აუდიტორული მომსახურება.

ურთიერთკრედიტის საზოგადოებები საქმიანობის ხასიათით იმ კომერციული ბანკების მსგავსი საკრედიტო ორგანიზაციებია, რომლებიც საშუალო და წვრილ ბიზნესს ემსახურებიან. საზოგადოების წევრები შეიძლება იყვნენ ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომლებიც საზოგადოების კაპიტალს აყალიბებენ საწევრო შენატანების ხარჯზე. ურთიერთკრედიტის საზოგადოებაში მიღების დროს მიმღები კომიტეტი ამოწმებს მისაღები პირის კრედიტუნარიანობას, მის მიერ წარმოდგენილ გარანტიებს ან თავდებობას, ქონებრივი უზრუნველყოფას და განსაზღვრავს მისთვის გახსნილი კრედიტის მაქსიმალურად შესაძლო სიდიდეს.

საზოგადოებაში შესვლის დროს მის წევრს საპაიო შესატანის სახით შეაქვს მისთვის გახსნილი კრედიტის გარჯვეული პროცენტი. იგი ვალდებულებას იღებს, პასუხი აგოს საკუთარ ვალებზე, აგრეთვე საზოგადოების ოპერაციებზე მისთვის გახსნილი კრედიტის ოდენობით. ურთიერთკრედიტის საზოგადოებიდან გასვლის დროს მისი მონაწილე ფარავს ძირითადი ვალის თანხას, საზოგადოების ვალების მასზე მოსულ ნაწილს, რის შემდეგაც მას უბრუნებენ საწევრო შენატანსა და დაგირავებულ ქონებას.

სადაზღვევო საზოგადოებები ახდენენ სადაზღვევო პოლისების რეალიზებას და მოსახლეობისგან რეგულარული შენატანების სახით იღებენ დანაზოგებს, რომლებსაც შემდეგ ათავსებენ საზოვრებელი ნაგებობებით დაწინდულ სახელმწიფო და კორპორაციულ ფასიან ქარაღდებში. შენატანების, სადაზღვევო კომპანიების კუთვნილ ობლიგაციებზე საპროცენტო შემოსავლებისა და აქციებზე დივიდენდების რეგულარულად შემოსვლა უზრუნველყოფს მდგრადი და მსხვილი ფინანსური რეზერვების დაგროვებას.

სადაზღვევო საზოგადოებების ორგანიზება შეიძლება სააქციო საზოგადოების ან კომპანიის ფორმით. ამ ბოლო შემთხვევაში სადაზღვევო პოლისების მფლობელები ფირმის თანამფლობელებსაც წარმოადგენენ; სადაზღვევო პოლისის მფლობელის დაგროვილი შენატანები განიხილება როგორც მისი პაი თანაზიარ კომპანიაში.

კერძო საპენსიო ფონდები იურიდიულად დამოუკიდებელი ფირმებია, რომლებსაც მართავენ სადაზღვევო კომპანიები ან კომერციული ბანკების ტრასნ-განყოფილებები. მათი რესურსები ყალიბდება ფირმების მომუშავეთა რეგულარული შენატანებისა და ანარიცხების საფუძველზე, რომლებიც საპენსიო ფონდს ქმნის, აგრეთვე, ფონდების კუთვნილ ფასიან ქაღალდებზე მიღებული შემოსავლების ხარჯზე. საპენსიო სახსრებს აბანდებენ ყველაზე უფრო შემოსავლიან კერძო ფასიან ქაღალდებში, სახელმწიფო ობლიგაციებში, უძრავ ქონებაში. ისინი აქციების უმსხვილესი ინსტიტუციური მფლობელებია. მათში აქციონერული კონტროლის კონცენტრაცია, ჩვეულებრივ, აჭარბებს საინვესტიციო და სადაზღვევო კომპანიების ერთი და იმავე ფირმის აქციების თავმოყრის ხარისხს. შედარებით მცირეა მაღალლიკვიდურ აქტივებში (მიმდინარე ანაბრები, ხაზინის თამასუქები და ა.შ.) დაბანდებათა ხვედრითი წილი. საპენსიო ფონდები გამოირჩევა მდგრადი ფინანსური მდგომარეობით, გააზრებული საინვესტიციო სტრატეგიით.

საფინანსო კომპანიები საკუთარ თავს სამომხმარებლო საქონლის განვალბით გაყიდვის დაკრედიტებაზე და სამომხმარებლო სესხების გაცემაზე ფინანსური კომპანიების რესურსების წყაროა ბაზარზე განთავსებული საკუთარი მოკლევადიანი ვალდებულებები და ბანკების კრედიტები.

### საინვესტიციო ინსტიტუტები

საინვესტიციო ინსტიტუტები იმ მეურნე სუბიექტებით (ან ფიზიკური პირებით) არის წარმოდგენილი, რომელთა მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განხორციელებული საქმიანობა სპეციფიკური ხასიათისაა, დაშვებული არაა მისი შეთავსება სხვაგვარ საქმიანობასთან. საინვესტიციო ინსტიტუტებს ეკუთვნის გარკვეული სახის სპეციალური საპენსიო – საკრედიტო ინსტიტუტები (პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები), აგრეთვე, საფონდო ბირჟები, საინვესტიციო ბროკერები, დილერები, კონსულტანტები და სხვა.

საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები იმ საფინანსო – საკრედიტო ინსტიტუტების სახესხვაობებია, რომლებიც საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით უყრიან თავს კერძო პირების სახსრებს და სხვა ემიტენტების ფასიან ქაღალდებში განათავსებენ

მათ. მათი გამოშვების საზღვრები შეზღუდულია კომპანიის ფასიანი ქაღალდების პორტფელით უზრუნველყოფილი დაფარვის სიდიდით.

საინვესტიციო კომპანიები ისეთი გაერთიანებებია (კორპორაციები), რომლებიც ფასიან ქაღალდებზე ასრულებენ ოპერაციებს და კომერციული ბანკების ზოგიერთ ფუნქციასაც ახორციელებენ. მათ ფუნქციონირება შეუძლიათ საფინანსო ჯგუფების, პოლდინგური და საფინანსო კომპანიების სახით. საინვესტიციო ფონდებს აფუძნებენ სააქციო საზოგადოების ფორმით.

რესურსების ჩამოყალიბების მეთოდებზე დამოკიდებულებით ერთმანეთისგან განასხვავებენ დახურული და ღია ტიპის საინვესტიციო კომპანიებს (ფონდებს). ღია ტიპის საინვესტიციო კომპანიების აქციების რაოდენობა, რომელიც აქციონერულ კაპიტალს აყალიბებს, იცვლება აქციებზე მოთხოვნის შესაბამისად. კომპანია ნებისმიერ მომენტში მზადაა გაყიდოს ახალი აქციები ან მათი გაყიდვის მოსურნე პირებისგან გამოისყიდოს საკუთარი აქციები, რაც უზრუნველყოფს მენაბრეთა დაბანდების მაღალ ლიკვიდობას. ამ კომპანიების აქციები მეორეულ ბაზარზე არ მიმოიქცევა. დახურული ტიპის საინვესტიციო კომპანიების აქციონერული კაპიტალის სიდიდე ფიქსირებულია. აქციების კურსს განსაზღვრავს მეორეულ ბაზარზე მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის ჩამოყალიბებული თანაფარდობა.

საინვესტიციო კომპანიების ის მნიშვნელოვანი უპირატესობა, რაც მენაბრეებს იზიდავს, არის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაციის ფართო შესაძლებლობები, საფონდო აქტივების კვალიფიციურად მართვა, რაც უზრუნველყოფს რისკების განაწილებას და ინვესტირებული სახსრების ლიკვიდობის ამაღლებას. წერილი და საშუალო ინვესტორები, რომლებიც არა აქვთ მნიშვნელოვანი თავისუფალი ფულადი სახსრები და, მაშასადამე, თავიანთი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობები, საინვესტიციო კომპანიების აქციების შექნით იმის შესაძლებლობას იღებენ, რომ გამოიყენონ საფონდო ღირებულებათა უფრო დაბალანსებული ნაკრები. საინვესტიციო კომპანიების აქციონერთა შორის ბოლო დროს იმატა ინსტიტუციური ინვესტორების, პირველ რიგში – სადაზღვეო კომპანიებისა და საპენსიო ფონდების ხვედრითმა წილმა.

საფონდო ბირჟა ფასიანი ქაღალდების განსაკუთრებული, ინსტიტუციონურად ორგანიზებული ბაზარია. იგი ფუნქციონირებს



საბირჟო ბროკერების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა – გაყიდვის შესახებ ინსტიტუციონური და ინდივიდუალური ინვესტორების დავალებით; ორგანიზებულად შემოტანილი წინადადებების მნიშვნელოვანი ნაწილი საბაზრო ეკონომიკაში საფონდო ბირჟის მეშვეობით ხორციელდება.

ბირჟის საფონდო ოპერაციები ხელს უწყობს ფულადი რესურსების მოზიდვას და მათ გადანაწილებას ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებსა და დარგებს შორის. საფონდო ბირჟაზე ყალიბდება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებათა დადების მუდმივი და ერთგვაროვანი წესები. იგი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სავაჭრო, პროფესიული, ნორმატიული და ტექნოლოგიური „ბირთვია“. საფონდო ბირჟის ფუნქციებში შედის ბაზრის მუდმივობის, ლიკვიდობისა და რეგულირების უზრუნველყოფა, საბაზრო კონუნქტურის აღრიცხვა, აქციების კოტირება. საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების კურსების დინამიკა კაპიტალის ფუექტიანად დაბანდების მიმართულებებს ასახავს და მთლიანად ბაზრის მდგომარეობის ინდიკატორად გვევლინება.

საინვესტიციო დილერები და ბროკერები წარმოდგენილია იმ პროფესიული ორგანიზაციებით, რომლებიც საშუამავლო საქმიანობას ეწევიან საფონდო ბაზარზე, ან ცალკეული ფიზიკური პირებით. საინვესტიციო დილერი საკუთარი სახელითა და საკუთარი ხარჯით იძენს ფასიან ქაღალდებს შემდგომში ინვესტორებს შორის მათი განთავსების მიზნით. საინვესტიციო ბროკერი ერთმანეთს ახვედრებს ფასიანი ქაღალდების მყიდველებსა და გამყიდველებს და ამ ქაღალდებზე გარიგებებს ახორციელებს საკომისიო ჯილდოს ფასად.

**საინვესტიციო დილერების როლი ბირჟაზე**

საფინანსო შუამავლების მიერ მობილიზებული საინვესტიციო კაპიტალის განთავსება სხვადასხვა ფორმით შეიძლება: სესხების, აქციების გამოშვების, ობლიგაციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების შექმნის და ა.შ. ინვესტიციებად დანაზოგების გარდასახვის ხერხებზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ ფინანსების ბაზრის ორ სეგმენტს: კრედიტების ბაზარს, სადაც ფულადი სახსრების გადაცემაში საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები შუამავლობენ, და საფონდო ბაზარს, სადაც საინვესტიციო კაპიტალის გადანაწილება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და გაყიდვის გზით ხორციელდება.

ინვესტირების პირველი ვარიანტი შესაძინევ როლს თამაშობს განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, სადაც მეურნეობის ხარჯების დაფინანსებაში კრედიტის ხვედრითი წილი 25-30%-დან 50-60%-მდე მერყეობს საფონდო და საკრედიტო ბაზრების მეშვეობით, დაფინანსების მოცულობათა თანაფარდობაზე დამოკიდებულებით. აქ მნიშვნელოვანი ხვედრითი წილი უჭირავს მოსახლეობის ანაბრებს ბანკების პასივებში. მაგალითად, იაპონიაში იგი საბანკო სისტემის რესურსების 79%-ს აღწევს. დანაზოგების გადაცემის ამ ხერხის მიშხიდველობას მათი მფლობელებისათვის ის განაპირობებს, რომ იგი უზრუნველყოფს დაბანდებათა მაღალ ლიკვიდობას, მათ საიმედოობასა (დაბანდებული სახსრების ვერადბრუნების რისკი საფინანსო-საკრედიტო ინსტაციებზეა გადაკისრებული) და წერილ მენაბრეთა ფართო მასებისთვის ხელმისაწვდომობას, რაც ფარავს ფასიან ქალაქებში დაბანდებათა შედარებით ნაკლებ შემოსავლიანობას.

საფონდო ბაზრის – საბაზრო ეკონომიკაში სახსრების მობილიზების ამ მნიშვნელოვანი ფორმის – გამოყენება მნიშვნელოვანი მოცულობის სახსრების ხანგრძლივად ან შეუზღუდავი ვადებით (აქციების ემისიის შემთხვევაში) აკუმულირების შესაძლებლობას უქმნის ფირმებს. ინვესტირების ამ წყაროს ხვედრითი წილი აშშ-ის კორპორაციების კაპიტალურ დაბანდებათა მთლიანი მოცულობის 18%-ს შეადგენს.

ინვესტირების მოდელი შემდეგნაირად შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ: საინვესტიციო რესურსების მობილიზება – მათი დაბანდება კრედიტებში, საწარმოო, საფინანსო, სახელმწიფო და მუნიციპალური ორგანოების ფასიან ქალაქებში. იგი ეფექტიანად მოქმედებს მხოლოდ რეალური კვლავწარმოების დროს. ამ დროს ხდება სახსრების გადანაწილება ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებს შორის, დაბანდებათა მიმზიდველობის იმ საბაზრო კრიტერიუმებიდან გამომდინარე, რომლებიც რისკის დასაშვები დონისას მაქსიმალური მომგებიანობის მიღწევაზეა ორიენტირებული. გარდა ამისა, თვით სექტორებში გამოიკვეთებიან ის ლიდერები, რომლებიც ყველაზე უფრო პერსპექტიულ და ხარისხიან საქონელს სთავაზობენ ბაზარს. ამის შედეგად კვლავწარმოების განსხვავებულ ქვედანაყოფებს შორის შენარჩუნებულია გარკვეული თანაფარდობა, რომელიც ასახავს, თუ რას ანიჭებენ ხოლმე უპირატესობას ეკონომიკური სუბიექტები ინვესტირების პროცესში.

## კითხვები საშინაო დავალებისა და ბამეორებისათვის

✓ ჩამოთვალეთ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პირობები.

✓ ჩამოთვალეთ საინვესტიციო სფეროში საბაზრო ელემენტების ჩამოყალიბების მექანიზმი.

✓ დაახასიათეთ საბაზრო ეკონომიკაში ინვესტიციების მოძრაობის სქემა.

✓ რა არის საინვესტიციო ობიექტების თავისებურებები?

✓ რა არის საინვესტიციო მოთხოვნის ფაქტორები?

✓ როგორი დამოკიდებულება არსებობს დანაზოგების ნორმის ცვალებადობასა და ინვესტიციებს შორის?

✓ რა არის საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი ფაქტორები?

✓ რა გავლენას ახდენს საპროცენტო და საგადასახადო პოლიტიკა ინვესტიციებზე?

✓ რა როლს თამაშობს მოგების ნორმა საინვესტიციო საქმიანობაში?

✓ რა დამოკიდებულება აქვთ საინვესტიციო ფუნქციებთან მოგებას, მოგების ნორმის დინამიკასა და მოსალოდნელი მოგების სიდიდეს?

✓ კიდევ რა ფაქტორები მოქმედებენ საინვესტიციო მოთხოვნაზე?

✓ რა დამოკიდებულებაა შემოსავლიანობის ნორმასა და საინვესტიციო მოთხოვნას შორის?

✓ რას ნიშნავს წონასწორული ფასების მექანიზმი?

✓ რას ნიშნავს ჯ.ჯიქსის „IS-LM“ მოდელი?

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008. ტ. I და II.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიანლე“, 2002.

Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х томах. т.1. Ника-Центр. Эльга. 2008.

Соколинский З.В. Теория накопления - М.: Мысль, 1973 გვ. 67-70

Игонина Л. Инвестиции М.: Экономистъ. 2004.

Инвестиции. Под ред В.В.Ковалёва. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005.

Кейнс Дж. М. Общая теория занятости и денег. გვ. 288-300.

Фишер И. Покупательная сила денег. М., 1976. გვ. 42.

Bussey L.E. The economic analysis of industrial projects. - Englewood cliffs. N.Y. Prentice - hall, 1978. გვ. 3

Bodi Z., Merton R. C. Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000.

Downes J., Coodman J.e. Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series, inc. New York. 1995.

Economic Report of the President, 1979. გვ. 127-128.

Elton E.J., Gruber M.J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

Fridman M.A. Theory of Consumption Function. Printen. 1963.

Goldsmith R. Thi analysis of savings in USA (1897-1949) № 1, 1956.

The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965.

Hicks J.R. Mr. Keynes and The Classics: A Suggested interpretation. Econometrica 5. 1937.

Haugen R. A. Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

Williams J.B. The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

Van Horne J.C. Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.

**მეშვიდე თავი. ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურა და მისი გამოკვლევის მეთოდები**

**მოსაშვლი თავის შესწავლა დაგეგმარებათ გაეჩვენეთ:**

- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურის არსში და მისი კვლევის პრინციპები;
- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურის რყევების კლასიფიკაციაში ძირითადი ნიშნების მიხედვით;
- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურული სიკლის სტადიები;
- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურის ტექნიკური ანალიზის მეთოდები;
- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურის ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები;
- ივესტიციის ბაზრის კონიუქტურის პროგნოზირებისას გამოყენებული ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდების სისტემა;
- ივესტიციის ფინანსურ ინსტიტუტებზე შანსების დონის ცვლილების ტენდენციების განსაზღვრის გრაფიკულ ფორმები.

## 7.1. ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის ცნება და მისი კვლევის პრინციპები

ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობითა თანაფარდობა და მათი ფასები მუდმივად იცვლება როგორც მთლიანად ინვესტიციის ბაზარზე, ისე მის ცალკეულ სახეებსა და სეგმენტებზე. ინვესტიციის ბაზრის ცალკეული ელემენტების დინამიკის ეს საერთო მდგომარეობა მეტისმეტად რთული ეკონომიკური მოვლენაა, რადგან მას აყალიბებს უამრავი სხვადასხვაგვარი და განსხვავებულად მოქმედი შიდასაბაზრო და მაკროეკონომიკური ფაქტორი.

ამასთან, ინვესტიციის ბაზარზე ხან მყიდველის, ხან გამყიდველის როლში გამოსული ინვესტიციური მენეჯერისათვის მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, თუ მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის, მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების აქტიურობის რომელ ხარისხზე უნდა აიღონ მათ ორიენტაცია ინვესტიციების დარგში სტრატეგიისა და პოლიტიკის შემუშავებისას, საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის წყაროების შერჩევისას, რეალური და საფინანსო ინვესტიციების პროგრამის ჩამოყალიბებისას და ა.შ. თუკი ინვესტიციის ბაზრის მომავალი ხასიათი იმ სეგმენტების ფარგლებში, რომლებშიც თავისი საინვესტიციო საქმიანობას განხორციელებას აპირებს საწარმო, სწორად არაა განსაზღვრული, გარდაუვლად მოხდება ცდომილებები: რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევაში, ფინანსური ინსტრუმენტების კონკრეტული რეალური პროექტების გამოყენებაში, აგრეთვე, ადგილი ექნება საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის დაქვეითება, ცალკეულ შემთხვევაში კი კაპიტალის დიდ დანაკარგებს, რაც გაკოტრებას გამოიწვევს.

ინვესტიციის ბაზრის აქტიურობის ხარისხს მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში, მისი ცალკეული ელემენტების, საინვესტიციო საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობისა და ფასების დონის, — თანაფარდობას მისი კონიუნქტურის შესწავლის გზით განსაზღვრავენ.

ინვესტიციური ბაზრის კონიუნქტურა იმ ფაქტორების ჰირობების სისტემის გამოვლენის ფორმაა, რომლებიც ახასიათებენ

მოთხოვნის, მიწოდების, ფასებისა და კონკურენციის მდგომარეობას მთლიანად ბაზარზე, მის ცალკეულ სახეებსა და სეგმენტებზე.

ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის დინამიკას ახასიათებს მისი ცალკეული ელემენტების მუდმივად რყევა. ეს რყევები განსხვავებული ხასიათისაა, სხვადასხვა ფორმას იღებენ და მათი კლასიფიცირება შემდეგი ძირითადი ნიშან-თვისებების მიხედვით ხდება (ნახ.7.1):

### ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების კლასიფიკაცია

1. კონიუნქტურის რყევების მასშტაბის მიხედვით გამოყოფენ ამ რყევათა შემდეგ ძირითად სახეებს:

ა) მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევები. ეს ყველაზე უფრო მასშტაბური ხასიათის რყევებია, რომლებსაც იწვევს მაკროეკონომიკური ფაქტორების მოქმედება და ამ ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულარების ფორმათა არსებითად ცვლილება. ისინი ერთდროულად და ერთი მიმართულებით ხდება ინვესტიციის ყველა სახის ბაზარზე.

ბ) ინვესტიციის ცალკეული ბაზრების კონიუნქტურის რყევები. მათ იწვევს ცალკეული მაკროეკონომიკური ფაქტორების ზემოქმედება ან ინვესტიციების კონკრეტული ბაზრების სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმების ცვლილება. ინვესტიციების ამა თუ იმ ბაზრის კონიუნქტურის რყევებს ცალკეული პერიოდების ფარგლებში განსხვავებული მიმართულება შეიძლება ჰქონდეს.

გ) კონიუნქტურის რყევები ინვესტიციების ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებში. ასეთ რყევებს შესაძლოა იწვევდეს ცალკეული მაკრო და მიკროეკონომიკური ფაქტორების მოქმედება და მათი მიმართულება შეიძლება არ ემთხვეოდეს ინვესტიციის კონკრეტული ბაზრის განვითარების ტენდენციებს.

დ) ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე კონიუნქტურის რყევები. ასეთ რყევებს უფრო მეტად განაპირობებს მიკროეკონომიკური ფაქტორების გავლენა და, უპირველეს ყოვლისა, ცალკეული კაპიტალური საქონლის წარმოების მოცულობის მატება ან კლება, ამ ინსტრუმენტების გამყიდველების (ცალკეული ბანკების და სხვა საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებების, ფასიანი

**ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების  
ფორმები**

**კონიუნქტურის სელილაგების მასშტაბის მიხედვით**

ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევები  
მთლიანად

ინვესტიციის ბაზრების ცალკეული სახის  
კონიუნქტურის რყევები

ინვესტიციის ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებში  
კონიუნქტურის რყევა

ინვესტიციის საქონლის და ინსტრუმენტების  
მიხედვით კონიუნქტურის რყევები

**კონიუნქტურული სიძლიერის სტადიების მიხედვით**

კონიუნქტურის აწევა

კონიუნქტურული ბუმი

კონიუნქტურული შესუსტება

კონიუნქტურული დაცემა

**კონიუნქტურული რყევების ხანგრძლივობის მიხედვით**

კონიუნქტურის ზევადიანი რყევები

კონიუნქტურის მოკლევადიანი რყევები

კონიუნქტურის საშუალოვადიანი რყევები

კონიუნქტურის გრძელვადიანი რყევები

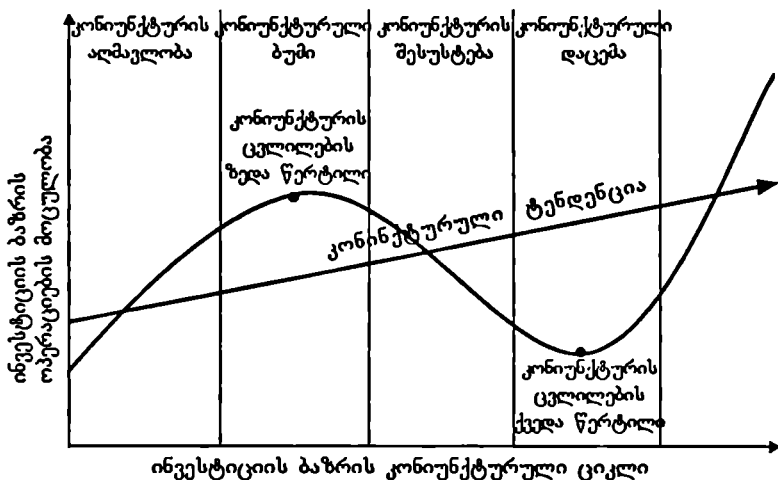
ნახ.7.1.ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების  
კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით



ქალაქების ემიგრენტი საწარმოების და ა.შ.) ფინანსური მდგომარეობის ცვლილება.

## ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურული ციკლის მიხედვით

2. კონიუნქტურული ციკლის სტადიების მიხედვით ეს რყევები მოიცავს ინვესტიციის ბაზრის ყველა დონეს და მათ ხანგრძლივი ხასიათი აქვთ. ინვესტიციის მთელ ბაზარსა და მის ცალკეულ დონეებს ახასიათებს კონიუნქტურული ციკლის შემდეგი ოთხი სტადია (ნახ. 7.2):



ნახ. 7.2. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურული ციკლის სტადიები

ა) კონიუნქტურის აღმავლობა დაკავშირებულია საბაზრო პროცესების აქტიურობის მომატებასთან მთლიანად ეკონომიკის გამოცოცხლების გამო. კონიუნქტურის აღმავლობის გამოვლენას ახასიათებს ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის მოცულობის ზრდა, მათზე არსებული ფასების (პროცენტის განაკვეთის) დონის აწევა, ინვესტიციის ბაზრის ოპერატორებსა და საინვესტიციო შუამავლებს შორის კონკურენციის მომატება და ა.შ. კონიუნქტურის აღმავლობის პერიოდში საფონდო ბაზარი „ხარის ბაზარი“.

ბ) კონიუნქტურულ ბუმს ახასიათებს ძირითად საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე, განსაკუთრებით კი – ინვესტიციების

ობიექტებზე არსებული მოთხოვნის მკვეთრად გადიდება, რომლის მთლიანად დაკმაყოფილებაც მიწოდებას არ შეუძლია (მისი ზრდის მიუხედავად). ამ პერიოდში მატულობს ინვესტირების ობიექტების ფასები (პროცენტის განაკვეთები), მაღლდება ინვესტორების, საინვესტიციო შუამავლებისა და ინვესტიციის ბაზრის ოპერატორების შემოსავლები. “ხარის ბაზარი” ამ პერიოდში თავის პიკს აღწევს.

გ) ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის შესუსტებას განაპირობებს საინვესტიციო აქტივების დაქვეითება მთლიანად ეკონომიკაში ვარდნის დაწყების გამო, ამა თუ იმ საინვესტიციო საქონლის, ინსტრუმენტისა და მომსახურების შედარებით ფართოდ მიწოდება მათზე მოთხოვნის შეზღუდვის პირობებში. ამ სტადიას ახასიათებს საინვესტიციო საქონლისა და მომსახურების ფასების ჯერ სტაბილიზაცია, შემდეგ კი შემცირების ტენდენცია. ამ პერიოდში საფონდო ბაზარი “დათვის ბაზრად” იწყებს ჩამოყალიბებას.

დ) კონიუნქტურული დაქვეითება ინვესტიციის ბაზარზე მისი ყველაზე უფრო არასასურველი პერიოდად საინვესტიციო აქტივების, საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების გაყიდვის მოცულობისა და მათი შემოსავლიანობის თვალსაზრისით (გარდა სავალო ფასიანი ქაღალდებისა და დეპოზიტური ანაბრებისა). ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ამ სტადიაზე არსებითად იკლებს ინვესტირების ობიექტების ფასები, „დათვის ბაზარი“ კი თავის პიკს აღწევს.

~~ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის შესუსტებას განაპირობებს საინვესტიციო აქტივების დაქვეითება მთლიანად ეკონომიკაში ვარდნის დაწყების გამო, ამა თუ იმ საინვესტიციო საქონლის, ინსტრუმენტისა და მომსახურების შედარებით ფართოდ მიწოდება მათზე მოთხოვნის შეზღუდვის პირობებში. ამ სტადიას ახასიათებს საინვესტიციო საქონლისა და მომსახურების ფასების ჯერ სტაბილიზაცია, შემდეგ კი შემცირების ტენდენცია. ამ პერიოდში საფონდო ბაზარი “დათვის ბაზრად” იწყებს ჩამოყალიბებას.~~

3. კონიუნქტურის რყევების ხანგრძლივობის მიხედვით ამ რყევათა შემდეგ სახეებს გამოყოფენ:

ა) კონიუნქტურის ზევადიანი რყევები. ასეთი რყევების ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე საათიდან (ერთი საბირჟო ვაჭრობის ფარგლებში) რამდენიმე დღემდეა. მათ იწვევს შემთხვევითი ფაქტორების მოქმედება; როგორც წესი, ბაზარზე მცდარი ინფორმაციის შემოსვლა და მათი წინასწარ განჭვრეტა შეუძლებელია ხოლმე.

ბ) კონიუნქტურის მოკლევადიანი რყევები. ასეთი რყევების ხანგრძლივობა რამდენიმე დღიდან რამდენიმე კვირამდეა. მათ იწვევს ბაზრის ცალკეული მონაწილის აქტიური სპეკულაციური თამაში (ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების საკურსო

ღირებულების აწვევა-დაწვევაზე თამაში); რეაქცია ინვესტიციის საზღვარგარეთული ბაზრების კონიუნქტურის იმ არსებით ცვლილებებზე, რომელთა გავლენის გამოცნობაც ძნელია ეროვნული ბაზრისათვის; სხვა შემთხვევითი ფაქტორების მოქმედება.

გ) *კონიუნქტურის საშუალოვადიანი რყევები*. ასეთ რყევათა ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე კვირიდან რამდენიმე თვემდეა. მათ „საბაზრო ტალღების“ ხასიათი აქვთ და მას იწვევს იმ სეზონური და სხვა ფაქტორების მოქმედება, რომლებიც ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების დონის ტრენდული ანალიზის პროცესში შეიძლება გამოვლინდნენ.

დ) *კონიუნქტურის გრძელვადიანი რყევები*. ასეთი რყევების ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე თვიდან რამდენიმე წლამდეა. მათ, ჩვეულებრივ, იწვევს: მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების ფაზების ცვლილება; კონიუნქტურული ციკლის სტადიების შეცვლა, ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების სასიცოცხლო ციკლის სტადიების შეცვლა; ინვესტიციის ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმების კარდინალურად შეცვლა სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის შეცვლის გამო და გრძელვადიანი ხასიათის სხვა ანალოგიური არსებითი ფაქტორები.

### **ინდექსების დასახელება**

კონიუნქტურის რყევათა ყველა ფორმის ხასიათს ინვესტიციის ბაზრის სხვადასხვაგვარი ინდიკატორები ასახავს. ინვესტიციის ბაზრის ინდიკატორები მიმდინარე საბაზრო ფასების დინამიკის აგრეგირებული ინდექსებია, რომლებიც კონიუნქტურის მდგომარეობას ასახავენ მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში. ამგვარი ინდიკატორების სისტემა ყველაზე უფრო ფართოდაა წარმოდგენილი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების – აშშ-ის (დოუ-ჯონსის, სთენდარდ ენდ პურზ, მუდიზ და სხვა ინდექსები), დიდი ბრიტანეთის (რეიტერის ინდექსის), გერმანიის (ფრანკფურტერც ალგემაინე ცაიტდენგის ინდექსი), იაპონიის (ნიკეის ინდექსი) და სხვათა – საფონდო ბაზარზე.

მსოფლიო პრაქტიკაში გამოყენებული ინდექსების მთელი მრავალფეროვნებიდან ყველაზე უფრო პოპულარულია დოუ-ჯონსის ინდექსი (სამრეწველო). იგი ახასიათებს აშშ-ის 30 წამყვანი

სამრეწველო კომპანიის აქციათა მიმდინარე კურსების დინამიკის გასაშუალებულ მაჩვენებელს. ეს მაჩვენებელი აშშ-ის ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ძირითადი ინდიკატორია, რომელზეც მრავალი ქვეყნის ინვესტორები იღებენ ორიენტაციას.

ინვესტიციის ბაზრის მთელი რიგი ინდექსები პოსტსაბჭოთა ქვეყნებშიც არის შემოთავაზებული გამოსაყენებლად. ისინი შემუშავებულია ცალკეული კომერციული და საკონსულტაციო ინსტიტუტების მიერ. მაგრამ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობა, ამ ინდექსების დაბალი წარმომადგენლობა, საფონდო ინსტრუმენტების დაბალი ლიკვიდობა, და სხვა ფაქტორები ართულებს მათი გამოყენების ეფექტიანობას სამამულო ინვესტიციურ პრაქტიკაში.

### **საინვესტიციო მდგომარეობის მართვა**

ინვესტიციების ბაზრის ციკლური განვითარებისა და ინვესტიციის ბაზრის მუდმივად ცვალებადობის გამო საჭიროა მისი კონიუნქტურის მდგომარეობის სისტემატურად შესწავლა იმისათვის, რომ მოხდეს ეფექტიანი საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირება, საინვესტიციო პოლიტიკის კორექტირება ცალკეული ასპექტების მიხედვით, ეკონომიკურად დასაბუთებული მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება. ეს შესწავლა შემდეგ სამ ეტაპს მოიცავს.

- მიმდინარე დაკვირვება ინვესტიციების ბაზრის მდგომარეობაზე იმ სეგმენტებში, რომლებშიც საწარმო ახორციელებს საინვესტიციო საქმიანობას. ასეთი დაკვირვება მოითხოვს მაჩვენებლების მიზანმიმართული სისტემის ფორმირებას, მისი ცალკეული ელემენტების მახასიათებელი (მოთხოვნა, მიწოდება, ფასები, კონკურენცია), აგრეთვე, მათი მუდმივი მონიტორინგის მოწყობას. ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურაზე მიმდინარე დაკვირვების შედეგები ცხრილის ან გრაფიკის ფორმით ფიქსირდება.

- ინვესტიციების ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურის ანალიზი და მისი განვითარების თანამედროვე ტენდენციების გამოვლენა. ეს ანალიზი მდგომარეობს ინვესტიციის ბაზრის კონკრეტული სეგმენტების თავისებურებების და იმ ცვლილებების გამოვლენაში, რომლებიც დაკვირვების მომენტში ხდება ბაზარზე

წინა პერიოდთან შედარებით. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ანალიზს ორ ეტაპად ატარებენ. ანალიზის პირველ ეტაპზე ანგარიშობენ იმ საანალიზო მაჩვენებლების სისტემას, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურას ახასიათებენ (მიმდინარე დაკვირვების ინფორმაციული მაჩვენებლების საფუძველზე). მეორე ეტაპზე ავლენენ ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის მიმდინარე სტადიის ცვლილების წანამძღვრებს.

**ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირება**

• ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირება არის საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითად მიმართულებათა შერჩევისა და საინვესტიციო პროგრამის (პორტფელის) ფორმირებისთვის. ასეთ პროგნოზს შემდეგ სამ ეტაპად ახორციელებენ:

ა) პროგნოზირების პერიოდის შერჩევა. ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის მოკლევადიან (ერთ თვემდე), საშუალოვადიან (მომდევნო რამდენიმე თვისთვის) და გრძელვადიან (2 წლამდე) პროგნოზს. მოკლევადიანი პროგნოზის მიზანია მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შემუშავება საინვესტიციო რესურსების ფორმირების, ძირითად საშუალებათა აქტიური ნაწილის მიმდინარე რენოვაციის პროგრამის, მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდების პორტფელის ჩამოყალიბების და ა.შ. მიზნით; მას ამუშავებენ იმ მოკლევადიანი ფაქტორების გავლენის გათვალისწინებით, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებზე კონიუნქტურის მოკლევადიანი რყევების ანალიზის პროცესშია გამოვლენილი. საშუალოვადიანი პროგნოზი ემსახურება საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით მოქმედი საინვესტიციო პოლიტიკის კორექტირებას; გრძელვადიან ფინანსურ დაბანდებთან და რეალური ინვესტირების არაკაპიტალტევადი ობიექტების პორტფელის ფორმირებას. გრძელვადიანი პროგნოზი უკავშირდება, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტიციური სტრატეგიის შემუშავებასა და მსხვილი (კაპიტალტევადი) რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის შესახებ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ფორმირებას;

ბ) პროგნოზულ გაანგარიშებათა სიღრმის განსაზღვრა. ამ სიღრმეს განსაზღვრავს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნები და

იგი უკავშირდება ინვესტიციის ბაზრის (რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზრის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის და ა.შ.) სათანადოდ გაღრმავებულ სეგმენტაციას;

გ) პროგნოზირებისა და პროგნოზულ გაანგარიშებათა განხორციელების მეთოდების შერჩევა. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირებას თანამედროვე პირობებში ორი ძირითადი ჯგუფის მეთოდებით ახორციელებენ: “ტექნიკურით” (სხვანაირად - “გამოყენებითი” ან “ტრენდული”) და “ფუნდამენტურით” (“ფაქტორული”). ტექნიკური ანალიზის მეთოდები ეყრდნობა კონიუნქტურული ტენდენციის წინა კვლევის პროცესში გამოვლენილი ფასების დონის ცვლილების გაერცელების მომავალ პერიოდზე (ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის სტადიის მომავალი ცვლილების გათვალისწინებით); ეს მეთოდები საკმარისად ზუსტი არაა და მათი გამოყენება შესაძლებელია მხოლოდ მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი პროგნოზირებისთვის. ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები ეყრდნობა იმ ცალკეული ფაქტორების შესწავლას, რომლებიც მოქმედებენ ინვესტიციების ბაზარზე მოთხოვნის, მიწოდებისა და ფასების დონეზე, აგრეთვე მომავალ პერიოდებში ამ ფაქტორების შესაძლო ცვლილებათა განსაზღვრას. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ტექნიკური და ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებს უფრო დაწვრილებით ქვემოთ განვიხილავთ.<sup>1</sup> ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების დროს ორივე ჯგუფის მეთოდებს შესაძლებელია საექსპერტო შეფასებათა მეთოდი დაემატოს.

## 7.2. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ტექნიკური ანალიზის მეთოდები

ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის კვლევის მეთოდების სისტემაში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული ტექნიკური ანალიზი. ტექნიკური ანალიზის მეთოდოლოგიური პრინციპები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ იყო შემუშავებული, მაგრამ მათი გამოყენება თითქმის მთელი დიპოზონითაა შესაძლებელი ინვესტიციის სხვა ბაზრების კონიუნქტურის კვლევის დროს, პირველ რიგში—მათ ორგანიზებულ (საბირჟო) სექტორზე.

<sup>1</sup> აღნიშნულ საკითხებს მალე იხილავს ამ საკითხებით დაინტერესებული მკითხველი ახალ წიგნში „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“

ტექნიკური ანალიზი გულისხმობს თვით ბაზრის მიერ გენერირებული შიდა ინფორმაციის, პირველ რიგში კი—მისი უმნიშვნელოვანეს ელემენტების დინამიკის შესახებ მონაცემების შესწავლას. ტექნიკური ანალიზის კონცეფცია და მეთოდოლოგიური პრინციპები იმას ეყრდნობა, რომ ბაზრის ძირითადი ელემენტების—მოთხოვნის მოცულობის, ფასების დონის და ა.შ. — დინამიკა გარკვეულ კანონზომიერებებს ექვემდებარება, რომლებსაც მომავალ პერიოდშიც აქვთ გამოვლენის დიდი ალბათობა. ამგვარად, ტექნიკური ანალიზის მეთოდოლოგიური აპარატი, ე.ი. თვით ინვესტიციის ბაზრის შიდა ტექნიკური მახასიათებლების კვლევა, გამოსადეგია მისი კონიუნქტურის როგორც ანალიზის, ისე პროგნოზირებისთვის.

ტექნიკური ანალიზის ანალიტიკური აპარატის საფუძველს შეადგენს ცალკეული სახის საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების დონისა და გაყოფათა მოცულობის დინამიკის გრაფიკების აგება და ინტერპრეტაცია. ტექნიკური ანალიზის პროცესში შემდეგი სახის გრაფიკებს იყენებენ (ნახ. 7.3.):

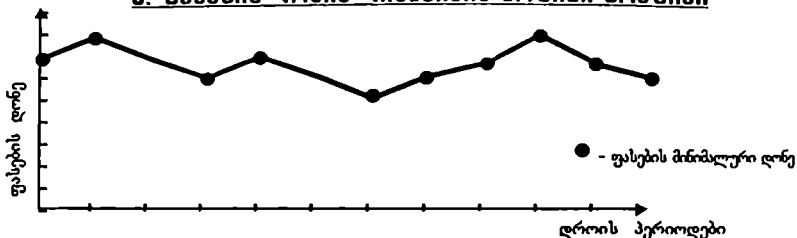
**შეფასების მნიშვნელობის ცვლილება**

1. დინამიკის წრფივი გრაფიკი ყველაზე მარტივი სახის გრაფიკია, რომელიც შესასწავლი მაჩვენებლის მხოლოდ ერთ მნიშვნელობას გვაჩვენებს, მაგალითად, ინვესტიციური საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტის ფასების მინიმალურ დონეს საანალიზო პერიოდში. ამ სახის გრაფიკი არ მოითხოვს შესასწავლი მაჩვენებლის მნიშვნელობათა დიდი რაოდენობით მოხმობას და ყველაზე უფრო თვალსაჩინოა ტრენდის ხაზის ანალიზის დროს. მაგრამ, ამასთანავე, იგი არ იძლევა ყოველ საანალიზო პერიოდში შესასწავლი მაჩვენებლის ცვლილების დაპაზონის გამოკვლევის შესაძლებლობას, რაც ამცირებს მის საანალიზო ფასეულობას.

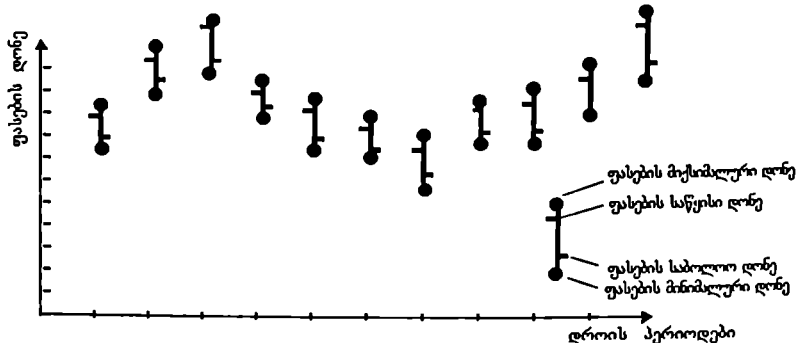
**შეფასების მნიშვნელობის ცვლილება**

2. დინამიკის სვეტობრივი გრაფიკი. შესასწავლი მაჩვენებლის ყოველი მნიშვნელობა ცალკეულ პერიოდში ამ გრაფიკზე წარმოდგენილია გარკვეულ დიაპაზონში (სვეტში) მინიმალურიდან მაქსიმალურამდე. გარდა ამისა, გრაფიკის სვეტზე შესაძლებელია

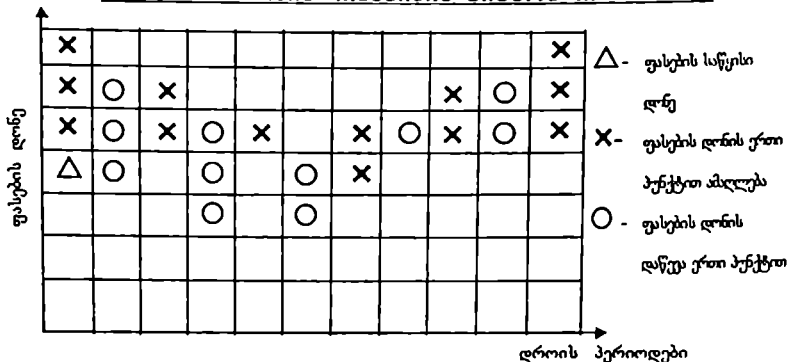
**ა. შასეების ღონის ღინაჲიკის ნრუიგი გრუიკი**



**ბ. შასეების ღონის ღინაჲიკის სუბოგრიუი გრუიკი**



**გ. შასეების ღონის ღინაჲიკის შიგურული გრუიკი**



7.3. ინჲესტიციური ტაჲნიკური ანალიზისათჲის გამოყჲნებულნი ძირითადი სახის გრუიკებაი



განთავსდეს მარჯვენა მხარის სხვა მნიშვნელობებიც, მაგალითად, მარცხნივ ფასების თავდაპირველი დონე ("გახსნის ფასი"), მარჯვნივ კი – ბოლოს აღნუსხული ფასების დონე ("დახურვის ფასი"). შესასწავლი მარჯვენა მხარის მნიშვნელობათა ამგვარი დიაპაზონი ყოველ პერიოდში იძლევა მისი დინამიკის ყველა ნიუანსის აღრიცხვის შესაძლებლობას არამარტო დროის საანალიზო მონაკვეთში, არამედ თითოეული საანალიზო პერიოდის განმავლობაშიც.

### ფიგურული გრაფიკი

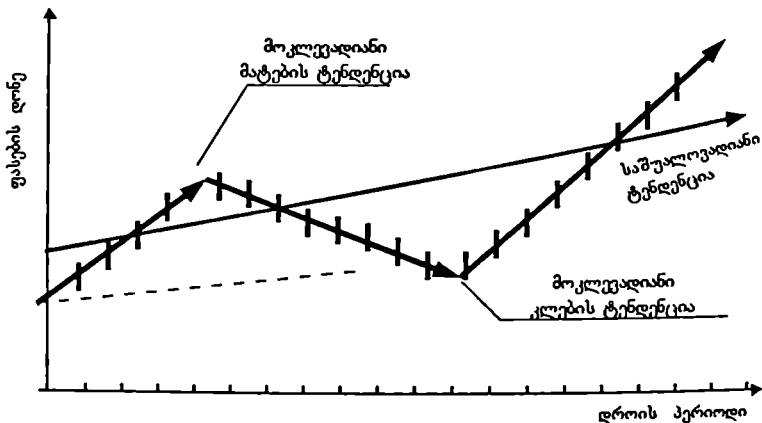
3. დინამიკის ფიგურული გრაფიკი. ეს გრაფიკი საკმაოდ რთულია და ყველაზე ზოგად წარმოდგენას გვაძლევს შესასწავლი მარჯვენა მხარის დინამიკასა და მისი ტრენდების ცვლილებაზე. ამ გრაფიკზე არაა დროის ჰორიზონტალური ღერძი, კოორდინატების ბაზე კი მხოლოდ გარკვეული მიმართულებით (ზრდა ან შემცირება) აფიქსირებს მარჯვენა მხარის ცვლილებას. საამისოდ ირჩევენ ცვლილების რაოდენობრივ, ერთი ბიჯის ტოლ მასშტაბს (იგი უნდა შეესაბამებოდეს დაკვირვებისთვის აღებული მარჯვენა მხარის ნიშნად ცვლილებებს). კოორდინატთა შერჩეულ სისტემაში ფიგურული გრაფიკის აგებას იწყებენ მასში დაკვირვებისთვის აღებული მარჯვენა მხარის საწყისი დონის აღნიშვნით (გრაფიკზე ესაა „Δ“ ნიშანი). შემდეგ აღნიშნავენ მის მიმართ დონის ცვლილებებს აწვეის მიმართულებით (ყოველი ბიჯისათვის აღნიშნულია „X“ ნიშნით) ან დაწვეის მიმართულებით („0“ ნიშნით). ამასთან, კოორდინატთა ბაზეში ყოველი სვეტი ასახავს დაკვირვებისთვის აღებული მარჯვენა მხარის მხოლოდ ერთ ტენდენციას – აწვეის ან დაწვეის; შემდეგი სვეტის აგებაზე გადასვლას მხოლოდ იმ მომენტიდან იწყებენ, როდესაც ტენდენცია მისი საპირისპიროთი იცვლება.

დაკვირვებისთვის აღებული მარჯვენა მხარის მიმდინარე დინამიკის გრაფიკულად შესწავლის პროცესში (ტექნიკური ანალიზის მეთოდებით) შემდეგ ძირითად მიზნებს ისახავენ:

### ტენდენციის სახარისხო ანალიზი

1. შესასწავლი მარჯვენა მხარის ტენდენციითა ხარისხის განსაზღვრა. ბაზრის კონიუნქტურის ანალიზის ამოცანებიდან და დაგროვილი ინფორმაციიდან გამომდინარე, გამოყოფენ დაკვირვებისთვის შერჩეული მარჯვენა მხარის ცვლილების მოკლევადიან,

საშუალოვადიან და გრძელვადიან ტენდენციებს. შედგებილი სვეტობრივი გრაფიკის შედეგების მიხედვით ფასების დონის მაჩვენებლის ტენდენციის ხასიათის განსაზღვრის მაგალითი ნახ. 7.4-ზეა მოყვანილი.

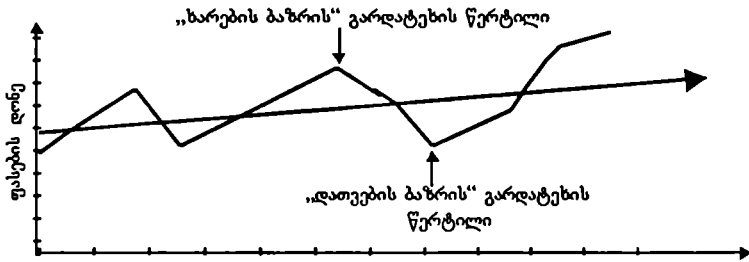


7.4. ინფლაციის ფინანსურ ინსტიტუტებში ფასების დონის ცვალებადობის ტენდენციის განსაზღვრის გრაფიკული შორეული

როგორც ნახაზიდან ჩანს, საშუალოვადიან პერიოდში გარკვეული ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის დონის დინამიკაზე დაკვირვება საშუალებას გვაძლევს გამოვაკლინოთ მთლიანობაში მისი აწევის (ზრდის) ტენდენცია. ამასთან, ამ საშუალოვადიანი ტენდენციის ფარგლებში საანალიზო პერიოდში შესაძლებელია შევნიშნოთ სამი – მატების ორი და კლების – ერთი მოკლევადიანი ტენდენცია.

**2. ტენდენციის „გარდატეხის წერტილის“ პოვნა.**

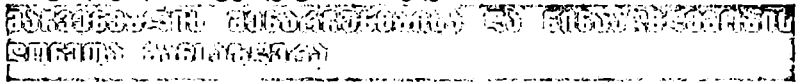
ტენდენციის გარდატეხის წერტილს უწოდებენ დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის იმ მაქსიმალურ ან მინიმალურ მნიშვნელობებს, რომელთა შემდეგაც ერთ ტენდენციას მისი საპირისპირო ტენდენცია ცვლის. შედგებილი წრფივი გრაფიკის შედეგების მიხედვით ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის დონის მაჩვენებლის ტენდენციის გარდატეხის წერტილების განსაზღვრის მაგალითი ნახ. 7.5-ზეა მოყვანილი.



დროის პერიოდი

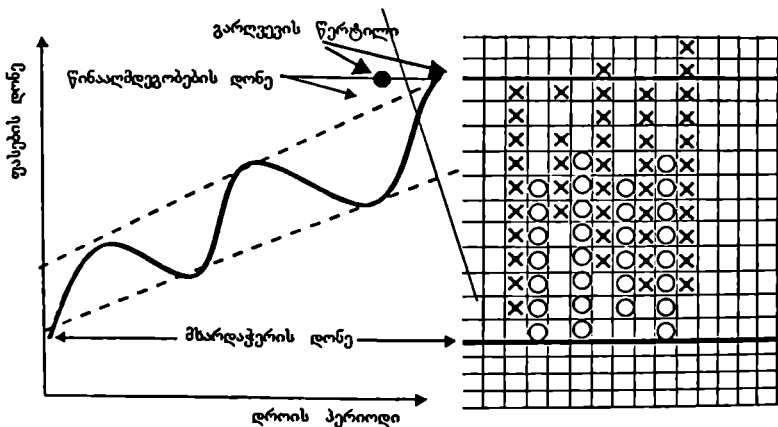
**7.5. „ხარების და დათვების ბაზრის“ გარდატეხის წერტილის განსაზღვრის მეთოდი**

როგორც მოყვანილი ნახაზიდან ჩანს, „ხარის ბაზრის“ გარდატეხის წერტილები გრაფიკაზე განისაზღვრება ფასების მაქსიმალური დონით ხანმოკლე პერიოდში, მაშინ, როდესაც „დათვების ბაზრის“ გარდატეხის წერტილები - შესაბამისად, გამოითვლება მინიმალური დონით ხანმოკლე პერიოდში. გრძელვადიანი ტენდენციის ფარგლებში ტენდენციის გარდატეხის წერტილების სისტემას ფასების დონის პიკური (მაქსიმალური და მინიმალური) დონეებიც ემატება თითოეული საშუალოვადიანი ტენდენციის მიხედვით.



3. დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის შენარჩუნებისა და წინააღმდეგობის დონეთა განსაზღვრა. შენარჩუნების დონე წარმოადგენს გრაფიკაზე აგებულ წირს, რომელიც აერთიანებს დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის ყველა მინიმალურ მნიშვნელობას „გარდატეხის წერტილებზე“, ხოლო წინააღმდეგობის დონე – ასეთსავე წირს მაქსიმალურ მნიშვნელობებზე. წრფივი და ფიგურული გრაფიკების შედეგების მიხედვით ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის შენარჩუნებისა და წინააღმდეგობის დონეთა განსაზღვრის მაგალითი ნახ. 7.6-ზეა მოყვანილი.

როგორც მოყვანილი ნახაზიდან ჩანს, ფასის შენარჩუნების დონე და ფასის წინააღმდეგობის დონე ორივე სახის გრაფიკებზე საკმაოდ მკაფიოდ შეინიშნება. ამ დონეთა ფარგლებში ხორციელდება დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის მოკლევადიანი რყევები.

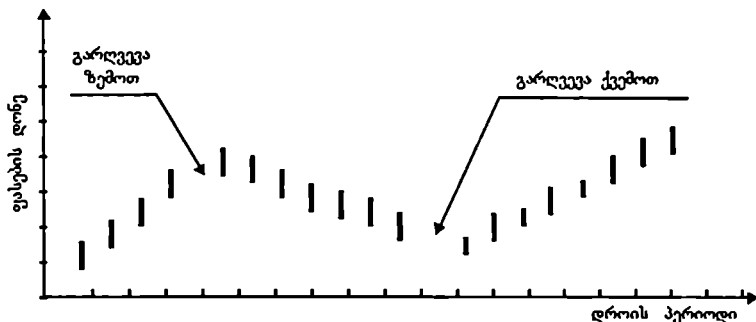


7.6. შახმაის წინააღმდეგობრიობის და მხარდაჭერის დონეების განსაზღვრის პრაქტიკული შორეობა

შენარჩუნების დონის ან წინააღმდეგობის დონის ფარგლებიდან გამოსვლა ახასიათებს „გარღვევის წერტილს“ (გრაფიკზე მან „გაარღვია“ ფასის წინააღმდეგობის დონე). მოკლევადიანი პერიოდების წინააღმდეგობის დონის ან შენარჩუნების დონის გარღვევა, ჩვეულებრივ, საშუალოვადიანი პერიოდის ტენდენციის ცვლილების მაუწყებელია (გრძელვადიანი ტენდენციის ფარგლებში).

**დასაკვირვებელი მახასიათებლები და მახასიათებელი**

4. დასაკვირვებლად აღებული მაჩვენებლის გარღვევათა სიხშირისა და ხასიათის განსაზღვრა. გარღვევა ახასიათებს არსებით განსხვავებებს დაკვირვების წინა პერიოდის ბოლოს დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის საბოლოო დონესა და დაკვირვების მომდევნო პერიოდში მის თავდაპირველ დონეს შორის. თუკი დაკვირვება ყოველდღიურად ხდება, მაშინ დაკვირვება შეიძლება იყოს ბაზრის მონაწილეთა რეაქციის შედეგი საღამოს ან ღამის ინფორმაციაზე. გარღვევა, ჩვეულებრივ, დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის ტენდენციის შედგომში შეცვლის სიგნალია – შედგენილი სვეტობრივი გრაფიკის შედეგების მიხედვით ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის დონის გარღვევის განსაზღვრის მაგალითი ნახ. 7.7-ზეა მოყვანილი.



7.7. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საშუალოწლიან პერიოდში ფასების დონის გარღვევების განსაზღვრების გრაფიკული შორამება

ტექნიკური ანალიზის თეორიაში გამოყოფენ სხვადასხვა სახის გარღვევას (დამარქარებელი, შემანელებელი, წინმსწრები, საბოლოო და სხვა), რომელთაგან თითოეული საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ დაკვირვებისთვის აღებული მაჩვენებლის ტენდენციის ცვლილების მიმართულებები და ინტენსიურობის ხარისხი. მაგრამ უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ნებისმიერი სახის გარღვევა ტენდენციის ცვლილების საიმედო ინდიკატორია მხოლოდ იმ პირობით, თუ კი ინვესტირების ფინანსურ ინსტრუმენტს მაღალი ლიკვიდობა აქვს ბაზარზე და განსახილველ პერიოდში მისი რეალიზების მოცულობები საკმაოდ საგრძნობია.

ამასთან დაკავშირებით, დიდი მნიშვნელობა აქვს გრაფიკების აგებას არა ორი პარამეტრით (ფასის დონე – დრო), არამედ სამით (ფასის დონე – გაყიდვის მოცულობა – დრო). ამას განაპირობებს ამ მაჩვენებლების კომპლექსზე ხანგრძლივი დაკვირვებების შედეგები: მათი ტენდენციები საშუალებას იძლევა წინასწარ განისაზღვროს ბაზრის გარდატეხის წერტილები. ამ პოზიციებიდან განიხილავენ ინვესტირების გარკვეული ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის დონისა და რეალიზაციის მოცულობის ტენდენციების სამ პრინციპულ შეხამებას (ნახ. 7.8):

1. ფასების ზრდას თან ახლავს რეალიზაციის მოცულობის მატება. ტენდენციების ასეთი შეხამება მოწმობს ბაზრის ნორმალურად განვითარებას და შეესაბამება ტექნიკური ანალიზის ძირითად პრინციპს: “ფასი უნდა მიყვებოდეს რეალიზაციის

მოცულობას“. ტენდენციების ანალოგიური შეხამება სამართლიანია ამ ორი მაჩვენებლის არამართო ზრდის, არამედ კლების ტენდენციისთვისაც.

2. ფასების ზრდას თან ახლავს რეალიზაციის მოცულობის კლება. განსახილველი მაჩვენებლების ამგვარი დინამიკა ხარების ბაზრიდან დათვების ბაზრისკენ ტენდენციის გარდატეხის მაუწყებელია (ე.ი. მოსალოდნელია ინვესტირების განსახილველი ფინანსური ინსტრუმენტის ფასის დაწვეა).

3. ფასების დაწვეას თან სდევს რეალიზაციის მოცულობის მატება. განსახილველი მაჩვენებლების ამგვარი დინამიკაც საპირისპირო მიმართულებით ტენდენციის მოსალოდნელი გარდატეხის მაუწყებელია – დათვების ბაზარი ხარების ბაზრით შეიცვლება (ე.ი. ინვესტირების განსახილველი ფინანსური ინსტრუმენტის ფასების დონე აიწვეს).

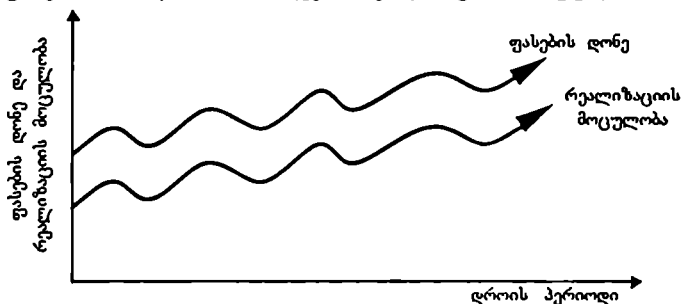
ტექნიკური ანალიზის შედეგებს იყენებენ არამართო ინვესტიციების ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურის გამოკვლევისათვის, არამედ მისი პროგნოზირებისთვისაც. ტექნიკური ანალიზის საპროგნოზო აპარატი ეყრდნობა ამ პროგნოზირების ცალკეულ თეორიებს, რომელთაგან ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული: დოუს თეორია; ელიოტის ტალღების თეორია, მცოცავი საშუალოს თეორია და ზოგიერთი სხვა.

## დოუსის თეორია

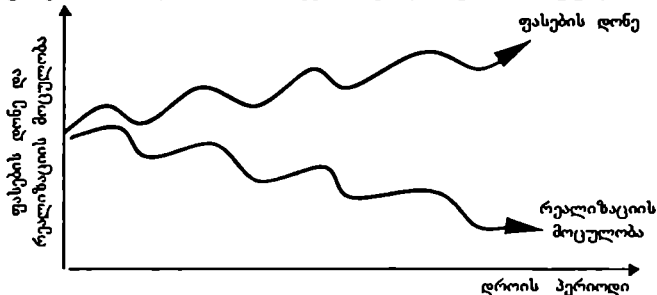
1. დოუს თეორიას ტექნიკური ანალიზის ყველაზე ცნობილ გამოყენებით კონცეფციად მიიჩნევენ, რომელიც მთლიანად საფონდო ბაზრის განვითარების პროგნოზირებას ახდენს. ამ განვითარების პროგნოზის საფუძველია სამრეწველო და სატრანსპორტო ინდექსების (დოუ-ჯონსის ინდექსების) დინამიკა.

აღნიშნული თეორიის პრინციპების შესაბამისად, ბაზარზე ფასების დინამიკას ახასიათებს სამგვარი რყევა ა) ყოველდღიური (ზოგჯერ კი – საათობრივი), რომლებსაც პროგნოზირების პოზიციებიდან განიხილავენ როგორც აბსოლუტურად არარსებითს; ბ) ყოველკვირული (რამდენიმე თვის ფარგლებში); მათი გათვალისწინება პროგნოზირების პროცესში შეიძლება შუალედურ რყეებად, რომლებიც განვითარების ძირითად ტენდენციას არ ავლენენ, და გ) გრძელვადიანი (რამდენიმე თვიდან 1-2 წლის ფარგლებში), რომლებიც სწორედ ძირითად ტენდენციას აჩვენებენ ბაზრის განვითარების პროგნოზირების დროს.

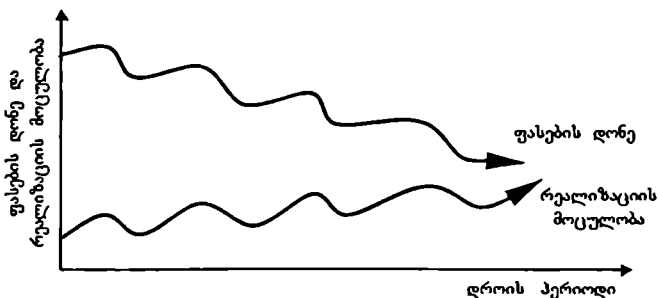
ა) ფასების ზრდას თან სდევს რეალიზაციის მოცულობის მატება



ბ) ფასების ზრდას თან სდევს რეალიზაციის მოცულობის კლება



გ) ფასების დაწვეას თან სდევს რეალიზაციის მოცულობის მატება



7.7. ფასების ღონის და ინვესტირების განსაზღვრული ფინანსური ინსტრუმენტის რაოდენობის მოცულობის არისტიკული ურთიერთობის თანაშარღობის ტენდენცია

ძირითადი ტენდენციების ფარგლებში (ტენდენცია შეიძლება იყოს როგორცმატების, ისე კლების ხასიათის მქონე), დოუს თეორიის შესაბამისად, აუცილებელია შუალედური რყევების მოდელირება, რომელიც უნდა აღწერდეს წინა პერიოდში არსებული ძირითადი ტენდენციის ფაქტიური გზის ერთი მესამედიდან ორ მესამედამდე ნაწილს. თუკი ზრდის ძირითადი ტენდენციის ფარგლებში ფასის ყოველი ახალი მაქსიმალური დონე აჭარბებდა წინა დონის მნიშვნელობას და შემდეგ ეშვებოდა წინა მინიმალური დონის მნიშვნელობის ქვემოთ, მაშინ რყევათა ამგვარი დიაპაზონი ყოველთვის მოიტანს ტენდენციის გარდატეხას ზრდიდან კლების მიმართულებით (ანალოგიური საპროგნოზო ინტერვალის ფარგლებში). პირიქით, თუკი კლების ძირითადი ტენდენციის ფარგლებში ფასის ახალი მინიმალური დონე მეტი იყო მის წინამორბედ დონეზე, შემდგომში მის ზრდა კი დიდ დიაპაზონში მერყეობს, მაშინ ამ დიაპაზონის რყევა ტენდენციის სათანადოდ გარდატეხას გამოიწვევს კლებიდანმატების მიმართულებით. ახალი ძირითადი ტენდენციები მანამ იმოქმედებს, ვიდრე ორივე ინდექსი არ დაიწყებს თავისი შუალედური დინამიკის ხასიათის შეცვლას.

ამგვარად, დოუს თეორია ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის საშუალოვადიანი ცვლილებების პროგნოზირების საშუალებას იძლევა გამოვლენილი ძირითადი ტენდენციის ფარგლებში.

2. ელიოტის ტალღების თეორია, ისევე, როგორც დოუს თეორია ეყრდნობა ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ფასების დონის რყევათა გრაფიკულად შესწავლას და მათ შემდგომ პროგნოზირებას შემოთავაზებული მოდელების საფუძველზე. ამ თეორიის თანახმად, ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ფასების დინამიკას მისი კლების ანმატების დროს ახასიათებს ხუთი ძირითადი ეტაპი; ეს უკანასკნელი სამი ტალღის მეშვეობით შეგვიძლია წარმოვადგინოთ. მას შემდეგ, რაც ფასი გაივლის ამ ხუთივე ეტაპს და ბოლო ტალღა მინიმალურ ან მაქსიმალურ წერტილს მიაღწევს, უნდა მოველოდეთ მისი ტენდენციის გარდატეხას.

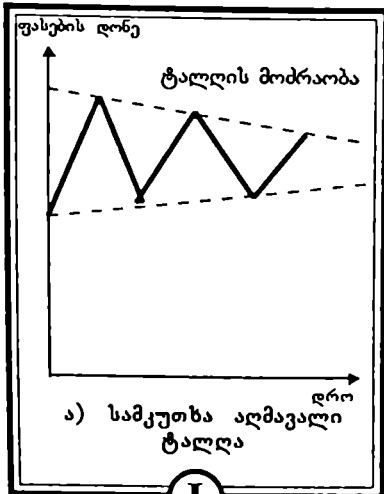
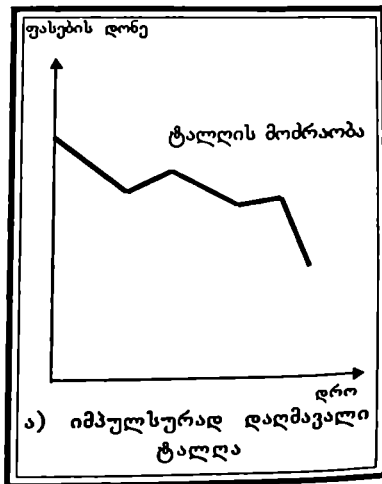
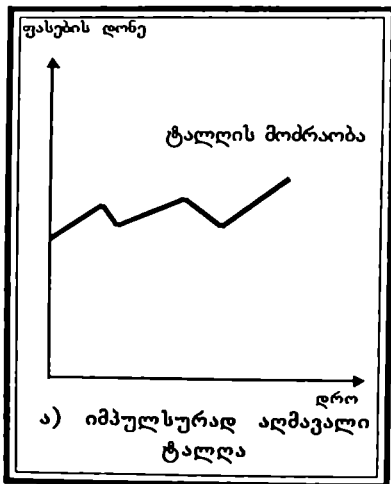


ელიოტის თეორიის შესაბამისად, ფასების ყველა ტალღას წინასწარ აჯგუფებენ აღმაველ და დაღმავალ ტალღებად მათი დინამიკის სერთო ტენდენციის და მოკიდებულებით (აღმაველი ტალღა შედგება ზრდის სამი და კლების ორი ეტაპისაგან, დაღმავალი კი კლების სამი და ზრდის ორი ეტაპისაგან). ტალღების ყოველი სახეობის ფარგლებში გამოყოფენ მათ ცალკეულ ტიპებს ანუ სტრუქტურებს (თითოეულ ტიპს ახასიათებს გარკვეული განმასხვავებელი გრაფიკული ნიშან-თვისებები და წარმოშობის პირობები). ელიოტის ტალღების ცალკეული სახეების გრაფიკი ნახ. 7.9-ზეა წარმოდგენილი.

მოყვანილი ნახაზის განხილვის დროს საყურადღებოა, რომ ყოველი ტალღის გრაფიკი ახასიათებს ინვესტირების ფინანსურ ინსტრუმენტის ფასების დონის მოძრაობის ციკლს მხოლოდ საშუალოვადიან პერიოდში. ამასთან, თითოეული ტალღური ციკლი-აღმაველი იქნება ეს თუ დაღმავალი – თავისი დასრულების შემდეგ საპირისპიროდ ცვლის ტალღის მიმართულებას. ამიტომ ფასების დონის ზანგრძლივი რყევები (ე.ი. გრძელვადიან პერიოდში შესრულებული მოძრაობა) შედგება იმ ცალკეული ტალღური ციკლებისგან, რომლებიც მიმდევრობით იცვლიან თავიანთ მიმართულებას (ნახ. 7.10).

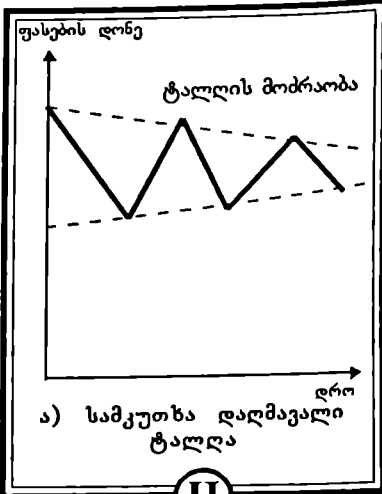
მცოცავი საშუალოს თეორია ერთ-ერთი ყველაზე უფრო თანამედროვე თეორიაა ტექნიკური ანალიზის საპროგნოზო აპარატის სისტემაში. ეს თეორია ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების დონის დინამიკის ანალიზის გრაფიკული მეთოდები მათი ტრენდის სათანადო მათემატიკური გაანგარიშებებით შევსების საშუალებას იძლევა.

მცოცავი საშუალოს თეორიის ძირითადი პრინციპია ფასების დონის კონკრეტულ მნიშვნელობათა გასწორება დროის გარკვეული ინტერვალების ფარგლებში მათი გრაფიკული ანალიზის პროცესში. საშუალოვადიან პერიოდში ფასების დონის რყევის ანალიზისთვის მათ მცოცავ საშუალო მნიშვნელობას ანგარიშობენ ერთკვირიანი ინტერვალის ფარგლებში, საშუალოვადიან პერიოდში კი – ერთ ან ორი თვის ინტერვალის ფარგლებში. მცოცავი საშუალოს გამოთვლის



I

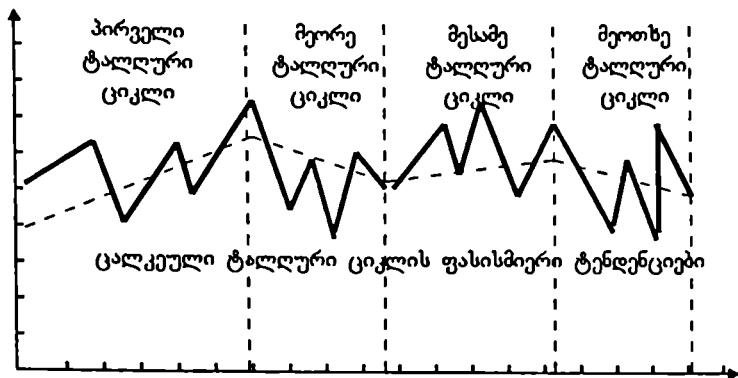
ფასების აღმავალი ტალღა



II

ფასების დაღმავალი ტალღა

ნახ. 7.9. ელიფსის ფასების ტალღების ძირითადი სახეები და ტიპები (სტრუქტურები)



ნახ. 7.10. ფლიოტის ფასების ტალღების დინამიკა ბრკალვადიან ამერიკაში

დროს იყენებენ შეწონილი საშუალო არითმეტიკულს, ექსპონენციული საშუალო არითმეტიკულის, საშუალო ქრონოლოგიურის ფორმულებსა და საშუალო მნიშვნელობათა გაანგარიშების სხვა ალგორითმებს დინამიკაში.

ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ჩამოყალიბებული ფასების დონის დინამიკის გასწორებული მაჩვენებლები საშუალებას იძლევა უგულებელყოფილი იქნეს მათი არატიპური (შემთხვევითი) ექსტრემალური მნიშვნელობები გრაფიკული ანალიზის პროცესში და აიგოს მათი გაზომვის უფრო თვალსაჩინო ტენდენცია. ამასთან, ერთმანეთთან შედარების მიზნით ფასის დინამიკის გრაფიკები შესაძლოა ასახავდეს იმ ტენდენციებს, რომლებიც სხვადასხვა მეთოდით საშუალო მნიშვნელობათა გაანგარიშების შედეგების მიხედვითაა მიღებული.

მცოცავი საშუალოს გრაფიკების ანალიზის პროცესში მთავარ ყურადღებას უთმობენ განსახილველი ინვესტიციური საქონლისა თუ ინსტრუმენტის ფასების დონის ცვლილების ტენდენციის გარდატეხის წერტილების გამოვლენას როგორც საშუალოვადიან, ისე გრძელვადიან პერიოდებში. ასეთი გრაფიკული ანალიზის დროს ჯამოვლენილ ფასების დინამიკის კანონზომიერებებს შემდეგ იყენებენ მომავალ საშუალოვადიან პერიოდში ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების დონის პროგნოზირების პროცესში მეთოდური.

მთლიანად ტექნიკური ანალიზის მეთოდური აპარატის სიმარტივისა და უნივერსალურობის მიუხედავად, იგი არ იძლევა

საკმარისად სარწმუნო საპროგნოზო მონაცემების მიღების შესაძლებლობას, განსაკუთრებით, საინვესტიციო გარემოს პირობებში, რაც ჩვენს ქვეყანას ახასიათებს თანამედროვე ეტაპზე. ამიტომ ტექნიკური ანალიზის მეთოდების გამოყენების საფუძველზე მიღებული საპროგნოზო შედეგები უნდა დავაზუსტოთ იმ ძირითადი ფაქტორების მოსალოდნელი ცვლილების გათვალისწინებით, რომლებიც მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის, მისი ცალკეული სახეებისა და სექტორების კონიუნქტურაზე მოქმედებენ.

### 7.3. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები

ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის კვლევის მეთოდების სისტემაში ყველაზე საიმედო მეთოდური აპარატი აქვს ფუნდამენტურ ანალიზს, თუმცა, მისი ჩატარების სირთულე და შედარებით მაღალი ღირებულება არსებითად ზღუდავს ამ მეთოდის გამოყენების ბაზრის ეფექტიანობის მაღალი ხარისხის უზრუნველყოფის მთავარი პირობაა (მაშინ, როდესაც ტექნიკური ანალიზის შედეგებს მხოლოდ მცირე ხარისხით შეუძლია ინვესტიციების ბაზრის ეფექტიანობის უზრუნველყოფა).

#### **ფუნდამენტური ანალიზის საფუძველზე ინვესტიციის ბაზრის გამოკვლევათა დიაპაზონი ერთობ ფართოა. ამ კვლევის ძირითად მიმართულებებად გვევლინება:**

1. მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ანალიზი და პროგნოზირება ქვეყნის საერთო ეკონომიკურ განვითარებასთან კავშირში;
2. ინვესტიციის ბაზრის ცალკეული სახეებისა და სექტორების კონიუნქტურის ანალიზი და პროგნოზირება;
3. ეკონომიკის ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის პერსპექტივების ანალიზი და შეფასება;
4. ქვეყნის ცალკეული რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის პერსპექტივების ანალიზი და შეფასება;
5. საწარმოთა საინვესტიციო პოზიციების ანალიზი და პროგნოზირება;
6. ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეული რეალური პროექტების საინვესტიციო თვისებების შედარებითი ანალიზი და მათი ფასების ღონის ღინამიკის სათანადო პროგნოზირება.

ფუნდამენტური ანალიზი ეყრდნობა იმ ცალკეული ფაქტორების გამოკვლევას, რომლებიც შესასწავლი მაჩვენებლების დინამიკაზე მოქმედებენ, და მომავალ პერიოდში ამ ფაქტორების შესაძლო ცვლილების განსაზღვრას. ამავე დროს, ფუნდამენტური ანალიზის მეშვეობით განხორციელებული კვლევის მიმართულებაზე დამოკიდებულებით ყველა ფაქტორს შემდეგ ძირითად ჯგუფებად ყოფენ:

- მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების განმსაზღვრელი მაკროეკონომიკური ფაქტორები;
- დარგობრივი ფაქტორები;
- რეგიონული ფაქტორები;
- ინვესტიციების ბაზრის განვითარების შიდასაბაზრო ფაქტორები მთლიანობაში და მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში.
- ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული უბნების ეკონომიკური განვითარების განმსაზღვრელი მიკროეკონომიკური ფაქტორები;
- ბაზარზე ცალკეული სახის ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების მიმოქცევის ხასიათის განმსაზღვრელი კონკრეტული ფაქტორები.

## განიხილეთ მსხვილი მაჩვენებელი

2. მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების განმსაზღვრელი მაკროეკონომიკური ფაქტორები კვლევის იმ შედეგებზე ახდენენ გავლენას, რომლებიც ფუნდამენტური ანალიზის დროს ხორციელდება მათი ყველა მიმართულებით. ამ ჯგუფის ფაქტორებიდან ძირითადია: ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების ფაზა და მომავალ პერიოდში მისი შეცვლის წინამძღვრები; მშპ-ის დინამიკა; ეროვნული შემოსავლის და მოხმარებასა და დაზოგვაზე მისი განაწილების პროპორციების დინამიკა; სახელმწიფო ბიუჯეტის შემოსავლების მოცულობისა და ბიუჯეტის დეფიციტის სიდიდის დინამიკა; ფულის ემისიის მოცულობები და ტენდენციები; მოსახლეობის ფულადი შემოსავლების დონე; მოსახლეობის სადეპოზიტო და საშემნახველო ანაბრების მოცულობა; ინფლაციის ინდექსი (ან ტემპი); ცენტრალური ბანკის დისკონტის განაკვეთის დონე და სხვა.

### 3. დარგობრივ ფაქტორებს იყენებენ ცალკეული დარგების

საინვესტიციო მიზნიდველობის ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებით შეფასების პროცესში, აგრეთვე, კონკრეტულ რეალურ საინვესტიციო ობიექტებსა და საქონელზე. ამ ჯგუფის ძირითად ფაქტორებს ეკუთვნის: დარგის სასიცოცხლოს ციკლის სტადია, დარგის განვითარების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის დონე; დარგის პროდუქციის მოცულობის დინამიკა; ფასების საშუალოდარგობრივი ინდექსი; აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის საშუალოდარგობრივი დონე; დარგისთვის დამახასიათებელი კომერციული და ინვესტიციური რისკის დონე და სხვა.

### 4. რეგიონულ ფაქტორებს იყენებენ რეგიონული ინვესტიციური

ბაზრების განვითარების ანალიზისა და პროგნოზირების პროცესში, აგრეთვე, ცალკეული რეალური პროექტების და იმ ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო თვისებების შეფასებისთვის, რომლებიც რეგიონის სახელმწიფოებრივი ორგანოების მიერაა ემიტირებული. ამ ჯგუფის ფაქტორებიდან ფუნდამენტური ანალიზის პროცესში ძირითადია: რეგიონის ხვედრითი წილი ეროვნულ შემოსავალსა და მშპ-ში; რეგიონის ბიუჯეტის შემოსავლისა და გასავლის ნაწილების თანაფარდობა; რეგიონის მოსახლეობის შემოსავლების დონე; რეგიონის ქალაქებისა და სოფლების მოსახლეობის თანაფარდობა; ინვესტიციების რეგიონული ბაზრების ინფრასტრუქტურის და საბაზრო ურთიერთობათა განვითარების დონე; ინვესტიციების ბაზრის რეგიონული ინსტიტუციური მონაწილეების რაოდენობა და შემადგენლობა; სავალუტო, საფონდო, სასაქონლო და სხვა ბირჟების არსებობა.

### 5. ინვესტიციების ბაზრის განვითარების შიდა საბაზრო

ფაქტორების მთლიანობაში და მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში ითვალისწინებენ ყველა მიმართულებით ჩატარებული იმ კვლევების პროცესში, რომლებსაც ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებით ახორციელებენ. ამ ჯგუფის ძირითად

ფაქტორებად გამოყოფენ ხოლმე: ინვესტიციების ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობას; ბაზარზე გარიგებათა ფაქტიური მოცულობის დინამიკას; ძირითადი ინვესტიციური საქონლისა და ინსტუმენტების ფასების დონის დინამიკას; ინვესტიციების ბაზრის ტევადობას (ინვესტიციების ბაზარზე გარიგებათა იმ შესაძლო პოტენციური მოცულობის გაანგარიშების მაჩვენებელს, რომელიც უზრუნველყოფს ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე არსებული მოთხოვნის სრულად დაკმაყოფილებას ფასების ჩამოყალიბებული დონის პირობებში); ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ძირითადი ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების რაოდენობასა და შემადგენლობას; ინვესტიციების ბაზრის ძირითადი ინდიკატორების დინამიკას საანგარიშსწორებო პერიოდში; ორგანიზებულ და არაორგანიზებულ ბაზრებზე ძირითადი ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების გაყიდვის თანაფარდობას.

## ინვესტიციების ბაზრის უზრუნველყოფის საკითხები

6. ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული უბნების ეკონომიკური განვითარების განმსაზღვრელ მიკროეკონომიკურ ფაქტორებს ითვალისწინებენ ცალკეული ემიტენტების, მსესხებლების, დამზღვევებისა და სხვა კატეგორიის მონაწილეთა ფუნდამენტური ანალიზის განხორციელების პროცესში. მათი მეშვეობით ავლენენ ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებში არსებულ მოთხოვნასა და ცალკეული საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების რისკის დონეს. ფუნდამენტური ანალიზის შესაბამისი მეთოდების გამოყენების პროცესში ითვალისწინებენ შემდეგ ძირითად ფაქტორებს: შესაბამისი მეურნე სუბიექტების განვითარების ტემპებს; მათი აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის მატების დინამიკას; გამოყენებული საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის თანაფარდობას, ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ემიტენტებისა და მყიდველების კრედიტუნარიანობისა და გადახდისუნარიანობის დონეს, მათი ეკონომიკური განვითარების ფინანსური წონასწორობის დონეს და სხვა.

7. ბაზარზე ცალკეული სახის ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების მიმოქცევის ხასიათის განმსაზღვრელ კონკრეტულ ფაქტორებს განსაზღვრავს ინვესტიციების ბაზრის სახე და ამ საქონლისა და ინსტრუმენტების თავისებურებები. ფუნდამენტური ანალიზის

განხორციელების პროცესში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ანიჭებენ ისეთ ფაქტორებს, როგორცაა ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ლიკვიდობა, მათზე განხორციელებული გარიგებების მოცულობები, მათი ფასების დონის რყევა და ზოგიერთი სხვა.

### **ფუნდამენტური ანალიზის საფუძველზე ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების პროცესში იყენებენ შემდეგ ძირითად მეთოდებს (ნახ. 7. 11):**

1. პროგნოზირების მეთოდი “ზემოდან ქვემოთ”

ითვალისწინებს საპროგნოზო გაანგარიშებათა განხორციელებას ზოგადიდან კერძოს მიმართულებით. ასეთ საპროგნოზო გაანგარიშებათა განხორციელების პროცესში თავდაპირველად აფასებენ ქვეყნის საერთო ეკონომიკური განვითარების პარამეტრების შესაძლო ცვლილებას; შემდეგ ახდენენ მთლიანად ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული ელემენტების მოსალოდნელი განვითარების ძირითადი პარამეტრების პროგნოზირებას; ამის შემდეგ ახდენენ ინვესტიციების ცალკეული სახის ბაზრების კონიუნქტურის პროგნოზირებას; შემდეგ ახორციელებენ ინვესტიციების ბაზრის იმ ცალკეული სეგმენტების კონიუნქტურის პროგნოზირებას, რომლებიც მის მონაწილეს აინტერესებს; ბოლო სტადიაზე ბაზარზე განსაზღვრავენ კონკრეტული სახის ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების მიმოქცევის სავარაუდო პარამეტრებს. პროგნოზირების ყოველი მომდევნო ეტაპის (როდესაც იგი “ქვემოთკენ” მოიწევს) ბაზაა წინა სტადიაზე განხორციელებული საპროგნოზო გაანგარიშებების შედეგები. შესაბამისი საინფორმაციო ბაზის არსებობის შემთხვევაში ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირებისადმი მიდგომა მის ყველა დონეზე ერთდროულად ყველაზე უფრო ფუნდამენტურიცაა და ყველაზე უფრო შრომატევადიც.

2. პროგნოზირების მეთოდი “ქვემოდან ზემოთ”

ითვალისწინებს საპროგნოზო გაანგარიშებათა ჩატარებას საპირისპირო მიმართულებით. ასეთი გაანგარიშებების ჩატარების მაგალითი თავდაპირველად არის ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული ემიტენტი საწარმოს მომავალი საქმიანობის შეფასება; შემდეგ ხორციელდება იმ დარგის საინვესტიციო მიზიდველობის საპროგნოზო



**ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების  
ძირითადი მეთოდები უნდაამენტური ანალიზის საფუძველზე**

**1**

**„ზავიდან-ჰავამთ“ პროგნოზირების მეთოდი**

**2**

**„ჰავიდან-ზავით“ პროგნოზირების მეთოდი**

**3**

**პროგნოზირების საალბათო მეთოდი**

**4**

**ეკონომიკის მოვლიერების მეთოდი**

**5**

**ინვესტიციური და უინანსური კოეფიციენტების მოვლიერების  
მეთოდი**

**6**

**ობიექტურ-ორინენტირებული მოვლიერების მეთოდი**

ნახ. 7.11. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირებისას გამოყენებული უნდაამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდების სისტემა

შეფასება, რომელსაც ემიტენტი ეკუთვნის; შემდეგ ხდება ინვესტიციების ბაზრის ჯერ სეგმენტის, შემდეგ კი იმ სახის კონიუნქტურის მაჩვენებლების პროგნოზირება, რომელზეც ეს ფასიანი ქაღალდები იქნება მიმოქცევაში. ამასთან, პროგნოზირების დონების რაოდენობას თვით ანალიტიკოსი განსაზღვრავს მის წინაშე მდგომი ამოცანებიდან გამომდინარე. ამ მეთოდის ძირითადი ნაკლია უფრო მაღალი დონის საპროგნოზო მაჩვენებლების არაკორექტულობა, თუკი გაანგარიშებები ხორციელდება ცალკეულ დონეთა ურთიერთკავშირის

საკმარისად გათვალისწინების გარეშე ამ შემთხვევაში ერთი და იმავე საწარმოს ინვესტიციურობა ანალიტიკოსებმა სრულიად განსხვავებული დასკვნები შეიძლება გამოიტანონ. ამიტომ პრაქტიკაში პროგნოზირების ამ მეთოდს იყენებენ “ზემოდან ქვემოთ” სისტემასთან შეხამებით.

3. პროგნოზირების ალბათური მეთოდი ხორციელდება იმ ამოსავალი ინფორმაციის უკმარისობის პირობებში, რომელიც განსაკუთრებით ახასიათებს მაკროეკონომიკური ფაქტორების მომავალ დინამიკას. ამ შემთხვევაში ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის მაჩვენებლების პროგნოზირებას მის ყველა დონეზე აქვს მრავალვარიანტული ხასიათი ცალკეულო ფაქტორული მაჩვენებლების შესაძო განვითარების ოპტიმისტური შეფასებიდან პესიმისტურ შეფასებამდე დიაპაზონში. ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების ეს მეთოდი, რომელსაც ფუნდამენტურ ანალიზში იყენებენ, შესაძლებლობას გვაძლევს განვსაზღვროთ მისი ცალკეული მაჩვენებლების რყევათა დიაპაზონი და ამ დიაპაზონის ფარგლებში შევიჩინოთ მისი განვითარების ყველაზე ალბათური ვარიანტი. ინვესტიციების ბაზრის საპროგნოზო კონიუნქტურის ცალკეულ მნიშვნელობათა რყევის ან ცალკეული ინვესტიციური საქონლის და ინსტრუმენტების ფასების დინამიკის დიაპაზონი საკმარისად საიმედო საინფორმაციო ბაზას ქმნის როგორც სისტემატური, ისე არასისტემატური შესაძლო საინვესტიციო რისკების შეფასებისთვის.

4. ინვესტიციების ბაზრის ან ცალკეული ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების კონიუნქტურის საპროგნოზო მაჩვენებლების ეკონომიკური მოდელირების მეთოდი ეყრდნობა ინდივიდუალური ეკონომეტრიკული (ეკონომიკურ-მათემატიკური), როგორც წესი – მრავალფაქტორული, მოდელების აგებას. ამ მიზნით პირველ ეტაპზე იკვლევენ ცალკეული ფაქტორების გავლენას შესასწავლი მაჩვენებლის განვითარებაზე (წყვილადი კორელაციის მეთოდების საფუძველზე); შემდეგ ახდენენ რანჟირებას და მოდელის ასაგებად გადაარჩევენ ყველაზე უფრო მეტი მნიშვნელობის მქონე იმ ფაქტორებს, რომელთა მიხედვითაც აგებენ მრავალფაქტორულ მოდელს (მრავლობითი რეგრესიის მოდელს); ამის შემდეგ ადგენენ ცალკეული ფაქტორების გეგმურ მნიშვნელობას, რომლებსაც სვამენ

მოდელში საძიებელ საპროგნოზო შედეგების მისარებად. თანამედროვე პრაქტიკა იყენებს პროგნოზირების ისეთი ეკონომეტრიკული მოდელების დიდ მრავალფეროვნებას, რომლებსაც ფუნდამენტურ ანალიზში მიმართავენ მისი სხვადასხვა მიზნებისა და მაჩვენებლებისათვის.

5. ინვესტიციური და ფინანსური კოეფიციენტების მოდელირების მეთოდს ძირითადად იყენებენ ინვესტიციების ბაზრის ცალკეულ მონაწილეთა განვითარების მაჩვენებლების პროგნოზირებისთვის. ასეთი კოეფიციენტების სისტემა შესაძლებლობას გვაძლევს შევაფასოთ კონკრეტული საწარმოს რენტაბელობა, ფინანსური მდგრადობა, გადახდისუნარიანობა და მომავალი საინვესტიციო საქმიანობის სხვა მხარეები. ცალკეული კოეფიციენტების გაანგარიშებისთვის ამ შემთხვევებში იყენებენ საწარმოში შექმნილ მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების სისტემას. გარდა ამისა, ცალკეული კოეფიციენტების მოდელირების მეთოდს მიმართავენ ფუნდამენტურ ანალიზში და იმ მაჩვენებლების პროგნოზირების დროს, რომლებიც ახასიათებენ კონკრეტულ რეალური ობიექტებისა და ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევას ბაზარზე (მათი საბაზრო ღირებულების, შემოსავლიანობის, ლიკვიდობის კოეფიციენტები და ა.შ.)

6. ობიექტებზე ორიენტირებული მოდელირების მეთოდი (ანუ ელექტრონული ცხრილების შედგენის მეთოდი) ეყრდნობა ცალკეული საპროგნოზო ინტეგრალური მაჩვენებლების დანაწევრებას მათ მთელ რიგ კერძო მაჩვენებლებად კომპიუტერული ელექტრონული ცხრილების გამოყენებით. ინტეგრალური მაჩვენებლის შესაბამისი მოდელის ელექტრონული ცხრილის ფორმით აგების შემდეგ შესაძლებელია მასში სათანადო ამოსავალი საგეგმო მაჩვენებლების ჩასმა და პროგნოზის საძიებელი შედეგის მიღება. ფუნდამენტურ ანალიზში გამოყენებულ ობიექტზე ორიენტირებული მოდელირების მეთოდი იძლევა მრავალვარიანტული საპროგნოზო გაანგარიშებების განხორციელების შესაძლებლობას.

ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზის მეთოდური აპარატის ერთმანეთთან შეხამებით გამოყენება ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის საიმედო პროგნოზების განხორციელებას უქმნის წინამძღვრებს.

## კითხვები საშინაო დავალებისა და ბამეორებისათვის

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით.

✓ კონიუნქტურის ცვლილების მასშტაბის მიხედვით რა სახეებს განიხილავენ?

✓ რყევების რა სახეებს განიხილავენ კონიუნქტურული ციკლის სტადიების მიხედვით?

✓ რყევების რა სახეებს განიხილავენ მათი ხანგრძლივობის მიხედვით?

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურული ციკლის სტადიები.

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ინდიკატორები.

✓ კონიუნქტურის შესწავლის რომელ სამ ეტაპს გამოყოფენ?

✓ რა იგულისხმება კონიუნქტურის პროგნოზირებაში?

✓ ინვესტიციების ტექნიკური ანალიზისათვის გამოყენებულ რომელ ძირითად გრაფიკებს დაასახელებთ?

✓ ახსენით დოუს თეორიის არსი.

✓ ახსენით ელიოთის ტალღების თეორიის არსი.

✓ ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდები.

✓ დაასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების მეთოდები.

## რეკომენდებული ლიტერატურა

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, 2002. გვ. 72-96.

ქოქიაური ლ. საბირჟო და ინვესტიციური ბაზრების განვითარების პერსპექტივები საქართველოში. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2001. გვ. 7-24.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი თბ.: სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007, გვ. 540-550.

ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008.

Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. т.1. К.: Эльга-Н, Ника-Центр. 2008. გვ. 258-270.

Вульфел Чарлз дж.Энциклопедия банковского дела и финансов. М.:Корпорация федоров. 2001.

Губанов С.К.Тенденции расширения воспроизводства и умножения общественного богатства. Экономист, 1992. გვ.26-29.

Ван Хорн Д., Вахович Д. Основы финансового менеджмента. Пер. с. англ. М.: Изд.дом. “Вильямс”, 2001.

Игонина Л. Инвестиции М.: Экономисть. 2004.

Тумусов Ф.С. Инвестиционный рынок: методология, проблемы, механизмы становления и регулирования. М.: Финансы и статистика, 1994. გვ. 21-54.

Чапек В.Н. Рынок инвестиций. Ростов н/д: Феникс, 2005. გვ.215-223; 246-265.

Bodi Z., Merton R. C. Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. გვ. 229-260.

**Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series, inc. New York. 1995.

**Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963. 33.238.

The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965, 33.16.

**Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

**Rosenberg Jerry M.** Dictionary of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.

**Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance. 1964 Sept. 33.425-442.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc.**, 1993.

**Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec. 33.749-756.

**Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.

The new Corporate Finance. Where Theory Meets Practice /Ed by **D.H. Chew Jr. McCrow-Hill, inc.**, 1993.

## **მერვე ტავი. ინვენტიზიის ბაზრის კონსეფსიები და მოღვალები**

**სახელმძღვანელის ამ განყოფილების შესწავლის  
შემდეგ თქვენ განყოფილებაში:**

- ინვენტიზიების თეორიის განვითარის ყველა  
აღრინდელი ძირითადი მიმართულება;
- ინვენტიზიების თანამედროვე კონსეფსიები და  
მოღვალები;
- ინვენტიზიების სახელმნიშვნელო რეგულაციების  
კონსტიტუციური (სტრუქტურალური) და ნეოკლასიკური  
(მონეტარული) მოღვალები;
- კონსტიტუციური ინვენტიზიური თეორია, მის მიერ  
ინვენტიზიების დაყოფა ინფლაციურ და  
ანტიინფლაციურ სახეობად;
- ინვენტიზიის თეორიის მაკროეკონომიკური  
ასპექტები;
- მერვე სუბიექტების ინვენტიზიების  
განსორსილებების მოტივაციის მექანიზმი —  
ინვენტიზიების ქვეყნის მოღვალები;
- სანარმოს ინვენტიზიურ აქტივობაზე მოქმედი  
ძირითადი მაკროეკონომიკური ფაქტორები.

## 8.1. ინვესტიციების თეორიის განვითარების ეკონომიკური აზრის ევოლუციის პროცესში

ის თეორიული პრობლემები, რომლებიც ეკონომიკურ პროცესში ინვესტიციების როლს და საინვესტიციო საქმიანობისთვის აუცილებელი პირობების და შექანიზმების ფორმირებას უკავშირდება, ძველთაგანვე ანტიერესებად ეკონომისტებს. როგორც მეცნიერული ანალიზის ობიექტი, ინვესტიციები თეორიული ცოდნის განსაკუთრებულ სისტემაა, რომელშიც მრავალი თაობის მეცნიერის საინვესტიციო თეორიების დასკვნებია გაერთიანებული. ინვესტიციების თეორიის გენეზისი უკავშირდება ეკონომიკური აზრის პრაქტიკულად ყველა სკოლის და მიმდინარეობის მეცნიერულ პოსტულატებს.<sup>1</sup>

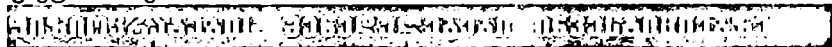
ინვესტიციების არსის და საზოგადოების ეკონომიკურ პროცესში მათი როლის გააზრების პირველი მცდელობები, რომლებიც ეკონომიკური აზრის ისტორიიდანაა ცნობილი, ანტიკური მკვლევარების – პლატონისა და არისტოტელეს სახელებს უკავშირდება. ინვესტიციების განხილვისადმი მათი მიდგომები მჭიდროდ უკავშირდებოდა საზოგადოებაში ფულის ფუნქციებს, მათი დაგროვებისა და გამოყენების ხერხებსა და მიზნებს. ინვესტიციების არსის თეორიული გააზრების ეს მცდელობები, მართალია, არასრული და არასისტემური იყო, მაგრამ ეკონომიკური აზრის შემდგომი ევოლუციის პროცესში მათ სულ უფრო გამწვანებული კონცეპტუალური განვითარება ჰპოვეს მომდევნო თაობის ეკონომისტების ნაშრომებში.

### ინვესტიციების თეორიის ძირითადი პრინციპების თავდაპირველი ეტაპი, ჩვეულებრივ, უკავშირდება მერკანტილისტების სკოლის ეკონომიკური ანალიზის პარადიგმას, რომელთა შორის ყველაზე შესამჩნევ როლს თამაშობდნენ თ.მანის, დ. იუმის, დ.ლოს, ე. კოლბერის, ლ. ზეკენდორფის, ი. ბეპერის, ფ. გორნიგის თეორიული მიდგომები. ინვესტიციების თეორიის სფეროში მათი მეცნიერული მსოფლმხედველობის წამყვანი პრინციპები განსაზღვრავდნენ,

<sup>1</sup> ინვესტიციების თეორიების შესწავლის საკითხებში ჩვენი პირველი დაინტერესება გადმოვიციოთ 2000 წელს გამოცემულ მონოგრაფიაში: „ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პრაქტიკა, ფორმა. „სიახლე“. 2002. – ავტორის შენიშვნა



უპირველეს ყოვლისა, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების წყაროებს. კაპიტალისა და ფულის ცნების აღრევით ისინი ფულს განიხილავდნენ საინვესტიციო რესურსების ისეთ განსაკუთრებულ წყაროდ, რომელიც სავაჭრო და საწარმოო საქმიანობის მოცულობის გადიდებას უზრუნველყოფდა. მერკანტი-ლისტებმა პირველებმა დაასაბუთეს იმ პირობების სახელმწიფოებრივი რეგულირების აუცილებლობა, რომლებიც საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბებას და ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციების შემოდინებას უზრუნველყოფდა. მათი მეცნიერული მსოფლმხედველობის შესაბამისად ფულის მოდინების უზრუნველსაყოფად სახელმწიფოს საერთაშორისო ვაჭრობის დარგში აქტიური პროტექციონისტური პოლიტიკა უნდა გაეტარებინა და მიეღწია თავისი სავაჭრო ბალანსის დადებითი სალდოსათვის. ფულის დაგროვების ზრდა მისი ღირებულების იმავდროულად შემცირებისას, მათი აზრით, მეწარმეთა საინვესტიციო საქმიანობის წახალისებისა და ეკონომიკის ყველაზე უფრო მნიშვნელოვან სტრუქტურათწარმოქმნელ დარგებში პირდაპირი სახელმწიფო ინვესტიციების სტიმულირების განმაპირობებელი ფაქტორი იყო.



ინვესტიციების თეორიის გარკვეული განვითარება უკავშირდება ფიზიოკრატების ეკონომიკური სკოლის წარმომადგენლებს ფ. კენეს, ფ. ტიურგოს, გ. რივიერას, თ. სიენსს. საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბების წყაროებისა და ინვესტირების ობიექტის მიმართ მათი მიდგომა აქცენტირებული იყო ძირითად მიწათმოქმედებაზე და არა ვაჭრობაზე (მერკანტილისტებისგან განსხვავებით). მათი კონცეფციის თანახმად, ეს იყო მოგების თანხის დადებითი მნიშვნელობის ფორმირების ერთადერთი წყარო, რომლის ერთ ნაწილს საინვესტიციო რესურსად იყენებენ ხოლმე. შესაბამისად, სახელმწიფოსა და ცალკეული მეწარმეების პრიორიტეტულ საინვესტიციო პოლიტიკად მათ მიიჩნდათ სახსრების დაბანდება ეკონომიკის სასოფლო-სამეურნეო სექტორის განვითარებაში. ფიზიოკრატებმა პირველებმა დაუდეს სათავე ინვესტირებული კაპიტალის დაყოფას ძირითად და საბრუნავ კაპიტალად (ამ უკანასკნელს ისინი სხვადასხვაგვარ „ავანსებად“ განიხილავდნენ). გარდა ამისა, ინვესტიციების მათეული თეორიის შესაბამისად,

სახელმწიფოს საინვესტიციო რესურსების ძირითადი ნაწილის წყარო სასოფლო-სამეურნეო სექტორის ეფექტიანი განვითარებისათვის ერთიანი გადასახადი უნდა დაეწესებინა მიწის გამოყენებაზე (რენტის მიუხედავად) და ბოლოს, ამ სკოლის წარმომადგენლები აიძულებდნენ სახელმწიფოს, უარი ეთქვა პროტექციონისტული სავაჭრო და საინვესტიციო პოლიტიკის განხორციელებაზე.

### კლასიკური ეკონომიკური ეკონომიის წარმომადგენლებმა, პირველ რიგში კი ა. სმიტმა, და დ. რიკარდომ, აგრეთვე, ჯ. მილმა, ჟ. სიმ, ჯ. ლოდერდელმა, თ. მალთუსმა, ნ. სენიორმა სერიოზულად გააღრმავეს ინვესტიციების განხილვის არე, მათი ყველა ძირითადი ასპექტის მიხედვით და ამასთანავე, პირველად ჩამოაყალიბეს საზოგადოების ინვესტიციური მოდელის პარამეტრები. მათ გააფართოვეს სამრეწველო წარმოების ინვესტიციური სფეროს, შემდეგ კი — არასაწარმოო სფეროს არეალი. ამ სკოლის ეკონომისტებმა პირველად გამიჯნეს მკვეთრად ფულისა და კაპიტალის ცნებები, განსაზღვრეს კაპიტალის დაგროვების როლი საინვესტიციო რესურსების ფორმირებაში, განიხილეს საკრედიტო ფულის როლი ინვესტიციების განვითარებაში. ამ სკოლის ფარგლებში დამტკიცდა ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ნორმის შემცირების პროცესის ობიექტურობა მისი გამოყენების მოცულობის გადიდების პარალელურად, გამოვლინდა ინვესტიციების მოცულობის გადიდებასა და ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას (მთლიანი ეროვნული პროდუქტის მატებას) შორის ურთიერთკავშირის მექანიზმი, განისაზღვრა არასაწარმოო სახელმწიფო ინვესტიციების სფერო და შეიქმნა ქვეყნის ეკონომიკის მასშტაბით საინვესტიციო რესურსების განაწილების ოპტიმიზაციის სქემა, საფუძველი ჩაეყარა ინვესტიციების საერთაშორისო მიგრაციის კვლევას.

ამ სკოლის ყველაზე უფრო თვალსაჩინო გამოკვლევები და დასკვნები უკავშირდებოდა ბაზრის (მათ შორის — ინვესტიციების ბაზრის) თვითრეგულირების პრინციპებს. ამასთან, მათი წარმომადგენლების შეხედულებები ბაზრის თვითრეგულირების

მექანიზმის საკმარისობის („ბაზრის უხილავი ხელის“) შესახებ მეტი სმეტად იდეალიზებული იყო.

ინვესტიციების თეორიის კლასიკური პარადიგმა ხასიათდება როგორც საზოგადოების ინვესტიციური მოდელის და ინვესტიციების განხორციელების მექანიზმის პირველი ერთიანი, მრავალსპექტრიანი და სისტემატიზებული კონცეფცია. იგი საშუალებას იძლევა ერთმანეთს დაუკავშიროთ ინვესტიციის პროცესების უმნიშვნელოვანესი მაკროეკონომიკური პარამეტრები, განვსაზღვროთ ქვეყნის მასშტაბით მათი გამოვლენის თავისებურებები. კლასიკური პოლიტეკონომიის წარმომადგენლების მიერ ფორმულირებული საზოგადოების ინვესტიციური მოდელის ძირითადი მახასიათებელი ნიშნები აღიარებულ იქნა მისი ყველა შემდგომი მკვლევარის მიერ. ამ ნიშნებმა დიდი გავლენა იქონია ინვესტიციების თეორიის შემდგომ განვითარებაზე.

### ინვესტიციების თეორიის განვითარების ისტორიის რეზიუმე

მარქსისტული ეკონომიკური მოძღვრების სისტემაში ინვესტიციების თეორიის კვლევას დიდი ადგილი აქვს დათმობილი, მაგრამ კვლევის ამ მიმართულების მრავალი დასკვნა შემდგომდროინდელი ეკონომისტების მძაფრი კრიტიკის საგნად იქცა. მარქსისტული სკოლის ინვესტიციების თეორიის ყველაზე უფრო ღირებული დასკვნა გახდა ინვესტიციების, როგორც მოგების ზრდის ფუნქციის განხილვა. კ. მარქსის მტკიცებით, ინვესტიციებზე არსებული მოთხოვნა შენარჩუნდება და დაგროვილი კაპიტალი სრული მოცულობით ინვესტირდება მანამ, ვიდრე დაბანდებული სახსრები თუნდაც მინიმალურ მოგებას მაინც მოიტანდენ (გამონაკლისად განიხილავდნენ ეკონომიკური ციკლის აღმავლობის მხოლოდ უმაღლეს წერტილს, როცა მოგების ნორმის არსებითი დაქვეითება სტიმულს აცლის საინვესტიციო პროცესის განვითარებას, რადგან ამცირებს საინვესტიციო შემოსავლის დაზოგვის შესაძლებლობებს). ამასთან, მისი აზრით, საინვესტიციო მოგების ვარიაციები (ხსენებული გამონაკლისის გარდა) პრაქტიკულად გავლენას არ ახდენს ინვესტიციის პროცესის ინტენსივობაზე, რადგან მოგებაზე გამოდევნება, მისი ნებისმიერი მოცულობის შემთხვევაში, კაპიტალისტის თვითმიზნად გვევლინება და იგი თავის კაპიტალს, პრესტიჟულობიდან გამომდინარე, აბანდებს მისი სოციალური

სტატუსის ძალით. მარქსი საინვესტიციო აქტივობის მთავარ რეგულატორად მიიჩნევდა მოგებას, რითაც უგულბებლყო საინვესტიციო პროცესზე სხვა ფაქტორების, მათ შორის სასესხო პროცენტის განაკვეთის გავლენა.

ინვესტიციების თეორიაში მარქსისტული სკოლის პოზიტიურ წვლილად უნდა მივიჩნიოთ მის მიერ დამუშავებული დებულებები საზოგადოების ეკონომიკურ პროგრესსა და მთელი რიგი ეკონომიკური ფაქტორების ნეგატიური ზემოქმედების დაძლევაში. ინოვაციური ინვესტიციების როლის შესახებ მარქსისიტული მოძღვრების დასკვნების შესაბამისად, ინოვაციური ინვესტიციების მასშტაბურად განხორციელება, ერთი მხრივ, გარკვეულწილად უწყობს ხელს წარმოების ფაქტორების შეზღუდულობის დაძლევას, ხოლო, მეორე მხრივ, არსებითად არბილებს ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის შემცირების კანონის მოქმედებას. ინვესტიციების მარქსისტული თეორიის თანახმად, ინოვაციური ინვესტირება, რომლის შედეგადაც წარმოებაში ახალი ტექნიკისა და ტექნოლოგიის დანერგვა, კონკურენტულ უპირატესობათა აქტიური ფორმირების მნიშვნელოვანი საშუალებაა.

მარქსისტულ კვლევაში შემდგომი პოზიტიური განვითარება ჰპოვა ინვესტიციების საერთაშორისო მიგრაციის თეორიამ. მისი დასკვნების შესაბამისად, ამ პროცესის ორი უმნიშვნელოვანესი წინაპირობაა: იმპორტიორ ქვეყნებში მეტი ინვესტიციური მოგების მიღების პოტენციური შესაძლებლობა და ექსპორტიორ ქვეყანაში დაგროვილი კაპიტალის სიჭარბე. ვ. ლენინმა ამ ფაქტორებს დაუმატა ეკონომიკის მონოპოლიზაცია და ინტერნაციონალიზაცია, აგრეთვე, მონოპოლიების კონკურენციის გამწვავება მსოფლიო ბაზარზე.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ მარქსისტული ეკონომიკური ანალიზის მთელი პარადიგმა გამოირჩეოდა მატისმეტი პოლიტიზაციით და მისი დასკვნები განიხილებოდა კაპიტალისტებისა და დაქირავებული მუშების კლასებს შორის შეურიგებელი წინააღმდეგობების პრიზმაში.

**მარქსისტული ინვესტიციების თეორიის განვითარებაში მნიშვნელოვანი პროგრესი უკავშირდება მარქინალისტების, კერძოდ კი - ს. ჯევონსის, კ. მენგერის, ე. ბემბავერკის, ფ. ვიზერის, ლ. ვალრასის და ჯ. კლარკის**

გამოკვლევებს. მათი ეკონომიკური პარადიგმის საფუძველს შეადგენდა ზღვრული სარგებლიანობის თეორია, რომლის შემუშავებასაც ეკონომისტები რევოლუციურ მოვლენად აფასებენ. ამ პარადიგმის ფონზე მარჟინალისტები თავიანთ გამოკვლევებში ძირითად ყურადღებას აქცევდნენ მიკროეკონომიკურ ინვესტიციურ ანალიზს. ეკონომიკური ანალიზის ზღვრული მეთოდის გამოყენებით მარჟინალისტებმა გამოავლინეს ინვესტიციის რესურსებისა და საინვესტიციო საქონლის მოთხოვნასა და მიწოდებაზე მოქმედი უმნიშვნელოვანესი ფაქტორების სისტემა, რაოდენობრივად განსაზღვრეს წარმოების სხვა ფაქტორებთან ინვესტირებული კაპიტალის ურთიერთმოქმედების ფორმები, შემოიტანეს „ინვესტიციური საქონლის ზღვრული სარგებლიანობისა“ და „ინვესტირებული კაპიტალის ზღვრული ნაყოფიერების“ ცნებები, შეიმუშავეს საწარმოების საინვესტიციო პროცესის მთელი რიგი ისეთი მოდელები, რომლებიც საშუალებას გვაძლევს ფართოდ გამოვიყენოთ მათეული ინვესტიციების თეორიის დასკვნები ცალკეული ინვესტორების სამეურნეო პრაქტიკაში.

მარჟინალისტების თეორიაში განსაკუთრებული როლი ეკუთვნის საინვესტიციო რესურსებსა და ინვესტიციურ საქონელზე ფასთწარმოქმნის პრობლემების კვლევას, კაპიტალის დაგროვებისა და მისი ინვესტირების პროცესზე ფასების გავლენის შესწავლას. მარჟინალისტებმა პირველებმა დაამუშავეს ინვესტორის ახლანდელი და მომავალი პროდუქტის ღირებულების შეფასების მექანიზმი ინვესტიციური მოგების ნორმის გამოყენების საფუძველზე.

მარჟინალისტებმა გარკვეული წვლილი შეიტანეს ინვესტიციების მიგრაციის თეორიაშიც. მათ ჩამოაყალიბეს ე.წ. „ვალრასის წესი“ – განტოლება, რომელიც საქონლითა და მომსახურებით საერთაშორისო ვაჭრობის ბალანსს ინვესტირებული კაპიტალის მოძრაობის ბალანსთან (ინვესტირების მიგრაციასთან) აკავშირებს.

ინვესტიციების ანალიზის პრინციპულად ახალი მეთოდოლოგიის გამოყენების წყალობით, მარჟინალისტებმა ჩამოაყალიბეს მიკროეკონომიკური ინვესტიციური მოდელებისა და ინვესტიციის მექანიზმების ფორმირების ფუძემდებლური პრინციპები.

ინვესტიციების მონეტარისტული თეორიის სუსტ მხარეებად თანამედროვე მკვლევარებს მიაჩნიათ მათ მიერ ეკონომიკის რეალური სექტორის როლის დაკნინება საინვესტიციო პროცესების ფორმირებაში.

## ინვესტიციების მონეტარისტული თეორიის სუსტ მხარეებად თანამედროვე მკვლევარებს მიაჩნიათ მათ მიერ ეკონომიკის რეალური სექტორის როლის დაკნინება საინვესტიციო პროცესების ფორმირებაში.

ინვესტიციების თეორიების ჩამოყალიბებაში გარკვეული ადგილი უჭირავთ ინსტიტუციონალიზმის წარმომადგენლებს, კერძოდ, თ. ვებლენს, ა. შპიტჰოფს, ჯ. კომონს, ვ. მიტჩელს, დ. ბიუკენენს და სხვა თანამედროვე მკვლევარებს. მათი მიდგომების თავისებურებაა ინვესტიციის პროცესების ანალიზის ის მეთოდოლოგია, რომელიც სცილდება წმინდა ეკონომიკური პრობლემებისა და მეთოდების ფარგლებს და არსებითადაა შეესებული პოლიტიკური, სოციალური, ეკონომიკური, ტექნოლოგიური, სამართლებრივი და სხვა პრობლემებით. ამავე დროს, ინსტიტუციონალიზმი ეყრდნობა არა ინვესტიციური ანალიზის ერთიან პრინციპებსა და მეთოდოლოგიას, არამედ იყენებს იმ სხვადასხვა სამეცნიერო დისციპლინების მიდგომებს, რომლებიც არსებითად განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან.

ნეოკლასიკური, კეინზური, მონეტარისტული და ინსტიტუციონალური ეკონომიკური მიმართულებები განზოგადებულია და პრაქტიკულადაა კონკრეტიზებული ინვესტიციების თეორიის თანამედროვე სინთეზში. ჩამოთვლილი ეკონომიკური მიმართულებების თანამედროვე წარმომადგენლებს შორის გამართულმა პოლემიკამ შესაძლებელი გახადა მათ მიერ შემოთავაზებული ინვესტიციის თეორიების როგორც დადებითი, ისე უარყოფითი მხარეების გამოვლენა. ყოველ მათგანში მოცემულია ფასეულისა და რაციონალურის ამორჩევა და ურთიერთშემავსებელი ახალი საინვესტიციო მოდელების ფორმირება. სხვადასხვა სკოლის წარმომადგენელთა თეორიული დასკვნებისა და თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკის განზოგადების შედეგების სინთეზი, რომელიც ნობელის პრემიის ცნობილმა ლაურეატებმა პ. სამეულსონმა, გ. მარკოვიცმა, მ. მილერმა, ფ. მოდილიანმა, უ. შარფმა, რ. სოლოუმ, დ. ტობინმა და სხვებმა წარმოადგინეს, ამჟამად ორი ძირითადი მიმართულებითაა განვითარებული: 1) მეურნეობრიობის ცალკეული სუბიექტების

ინვესტიციური ქცევის იმ მოდელებისა და მექანიზმების კვლევა, რომლებიც ყველაზე მეტ ეფექტს უზრუნველყოფს მათ საინვესტიციო საქმიანობაში;

2) ინვესტიციური აქტივობის იმ მაკროეკონომიკური პირობების კვლევა და რეგულირება, რომლებიც თანმიმდევრულ ეკონომიკურ ზრდას უზრუნველყოფს.

ინვესტიციების თეორიის თანამედროვე სინთეზის დებულებები ინვესტიციური საქმიანობის მეთოდოლოგიურ საფუძველს შეადგენს და წიგნის შემდგომ თავებშია წარმოდგენილი.

## 8.2. ინვესტიციების თანამედროვე კონსეფციები და მოდელები

თანამედროვე პირობებში ინვესტიციის ბაზრის მართვის მაკროეკონომიკური მარეგულირებლებისა და მეთოდების გამოსავლენად საჭიროა დასავლეთის თანამედროვე ეკონომიკური თეორიებისა და კონცეფციების შესწავლა, სადაც ინვესტიციებს გადამწყვეტი როლი ენიჭებათ ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების უმნიშვნელოვანესი პრობლემების გადაჭრაში. კაპიტალდაბანდებებს მთავარი ადგილი უჭირავს ციკლების თანამედროვე თეორიებში, ეკონომიკური ზრდისა და ეკონომიკის სახელმწიფოებრივი რეგულირების კონცეფციებში (იხ. № 8.1 სქემა).

დასავლეთის ეკონომიკურ ლიტერატურაში ფართოდ ცნობილი ორი მიმართულების - კეინზიანელობისა და მონეტარიზმის განხილვით შევეცდებით გამოვაკლინოთ ამ სკოლების პოზიციები ინვესტიციის ბაზრისა და, აქედან გამომდინარე, ეკონომიკური განვითარების მიმართ.

**ინვესტიციების თანამედროვე კონსეფციები და მოდელები**

საყოველთაოდაა აღიარებული ნეოკლასიკური პოსტულატი დაგროვებისა და ინვესტირების პირობების იგივეობის შესახებ, რაც გულისხმობს დაგროვების აქტის იდენტურობას ინვესტირების აქტთან. ეს პოსტულატი ჯერ კიდევ ა. სმიტიდან იღებს სათავეს და წარმოების საშუალებათა დაგროვების პირველხარისხოვან მნიშვნელობას უსვამს ხაზს. ა. სმიტი მიუთითებს, რომ „ეკონომიკური ზრდის კარდინალური

ცალექული მცენიერების წვლილი ინვესტიციების  
ანალიზის ჩამოყალიბებასა და ბანკითარებაში

თეორიების შემქმნელები	მეცნიერებაში შეტანილი წვლილი
1	2
ს. სტივინი	<p>ს. სტივინმა აღწერა ორი ან მეტი ალტერნატიული წინადადებიდან ყველაზე უფრო მომგებიანი წინადადების პონის პრინციპები. თანამედროვე სამეცნიერო ლიტერატურაში ისინი ცნობილია როგორც WPV წესი. საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა დასაბუთებაში დისკონტირებული მაჩვენებლების გამოყენება ამ პერიოდში ამა თუ იმ სესხის შეფასებაზე და სიცოცხლის დაზღვევაზე იყო დაყვანილი.</p>
ა.მ.ველინგტონი	<p>იცავდა მიმდინარე ღირებულების გამოყენებას რკინიგზების განლაგების დასაბუთებაში. 1887 წელს შემოგეთავაზა დამატებითი დანახარჯები გზების მშენებლობაზე, რომლებიც გამოთვლილი იყო რთული პროცენტის გამოყენებით, ტვირთთა გადასახადების მოსალოდნელ ზრდასთან შედარება თითოეული მიმართულების მიხედვით. მის მიერ შექმნილმა სახელმძღვანელომ თავი მოუყარა კაპიტალური დანახარჯების თანამედროვე ანალიზის პრაქტიკულად ყველა იდეას.</p>
ჯ. კეინზი	<p>წიგნში „დასაქმების, პროცენტის და ფულის სოციალური თეორია“ იგი წერდა, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებები ორიენტირებული უნდა იყოს კაპიტალის ზღვრულ ეფექტიანობაზე, რომელიც ისეთი საადრიცხეო პროცენტის ტოლია, რომელიც ერთმანეთს შეუდარებდნენ კაპიტალური ქონების მომსახურების ვადის განმავლობაში მისაღები მთელი რიგი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულებას და მისი მოწოდების ფასს.</p>



## № 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
უ. ტომსონი (ლორდ კელვინად ცნობილი)	შან 1881 წელს ამოხსნა ელექტროგადამცემში ხაზების მშენებლობის მათემატიკური კვების განსაზღვრის ამოცანა, რისთვისაც ერთმანეთს შეუდარა სპილენძის დამატებითი ხარჯებისაგან საპროცენტო ანარიცხები და ამ ხარჯების მეშვეობით მიღებული წლიური ეკონომიის (ელექტროენერჯის) სიდიდე.
ე. პინელი	ე. პინელმა 1914 წელს შემოგვთავაზა მოწყობილობის შეცვლაზე გადაწყვეტილებათა მიღების თავისებური მეთოდი, რომელიც დღევანდელი ღირებულების (Present Value) გაანგარიშებას ეყრდნობა.
ჯ.ვან დივენტიერი	1915 წელს ურნალ „The American Machinist“ - ში პირველად შემოგვთავაზა „დარგობრივი ნორმატივების“ გამოყენება ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრისათვის, გამოაქვეყნა ცხრილები, რომელთა მიხედვითაც ინვესტიციების შეფასება იყო შესაძლებელი.
ო. გოლდმანი	1923 წელს შემოგვთავაზა დანახარჯების დღევანდელი ფასეულობის (Present Value of Cost) კრიტერიუმი, რომელიც მან აღნიშნა ტერმინით „Vestances“.
დ. დინი, მირეტი და საკსი	ძლიერი გაელენა მოახდინეს რენტაბელობის შინაგანი ნორმის (IRR) მაჩვენებლის პოპულარიზაციაზე.
დ. ფიში და ე. გრანტი	თავი მოუყარეს და დააღაგეს სხვადასხვა დარგის ინჟინერთა მიერ შემოთავაზებული კაპიტალდაბანდებათა შეფასების მეთოდები, რამაც ბიძგი მისცა რენტაბელობის შინაგანი ნორმის კონცეფციის ფორმირებას და ამ კრიტერიუმის როლის გაძლიერებას ინვესტიციებზე გადაწყვეტილებების მიღებაში.

## № 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
ი. ფიშერი	პირველად მკაფიოდ ჩამოაყალიბა ინვესტიციების შეფასების კრიტერიუმი – მომავალი შემოსავლების წმინდა დღეევანდელი ფასეულობის მაქსიმიზაცია, განსაზღვრა ინვესტირების მიზნები (ფინანსურ მეცნიერებაში ხმარებული უმნიშვნელოვანესი თეორემა, რომელიც ინვესტორის და მომხმარებლის მიზნებს აღწერს, ფიშერის თეორემის სახელს ატარებს).
ლ. იუშკოვი	პირველი ნაბიჯები გადადგა კაპიტალურ დაბანდებათა შერჩევისადმი რაციონალური მიდგომის მიმართულებით. დაადგინა კაპიტალურ და მიმდინარე დანახარჯებს შორის დამოკიდებულება და მისგან გამოიყვანა შედარებითი ეფექტიანობის ნორმის ცნება.
მ.მ. პროტოდიკონოვი	ჩამოაყალიბა შესადარებელი ვარიანტების სახალხომეურნეობრივი ეფექტის იგივეობის წესი.
ს.ა. კუკულკრაუცკი	შემოიღო შედარებითი ეფექტიანობის კოეფიციენტი იმ წარმოებული უწყვეტი ფუნქციის სახით, რომელიც კაპიტალურ და მიმდინარე დანახარჯებს აღარებს ერთმანეთთან.
ე.ე. ნოვოვილოვი, ლუტცევი	ეკონომიკურად დასაბუთეს კაპიტალდაბანდებათა ეფექტიანობის ნორმატივის განსაზღვრის ამოცანები.
ფრიდრიხ და ვერა	ყურადღება მიაქციეს გადაწყვეტილებათა მიღების და პროექტების შეფასების პრობლემებს. შეიმუშავეს ფინანსური მენეჯმენტის განვითარების მიმართულებები.
დ. ხირლშლეიფიერი	დიდი წვლილი შეიტანა დისკუსიაში გადაწყვეტილებათა მიღების „სწორი“ კრიტერიუმის შერჩევის ლოგიკის შესახებ.

## № 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
<p>ჯ. ლორი და ჯ. სევეჯი</p>	<p>გამოიკვლიეს ინვესტიციების შეფასების პრობლემები კაპიტალდაბანდებათა შესლდული სიდიდეების დროს, მოგვეცეს კუბლიკაციათა მთელი ნაკადი წრფივი პროგრამების მეთოდების გამოყენებაზე საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის შესახებ.</p>
<p>ფ. მოდილიანი, მ. მილერი, და ე. სოლომონი</p>	<p>დიდი ყურადღება დაუთმეს კაპიტალის ღირებულების (დისკონტირების განაკვეთის) ცნებას და თეორიულ დასაბუთებას.</p>
<p>დ. დინი</p>	<p>მისი მოდელის მეშვეობით ერთ ანალიტიკურ აპარატად შეერთდა ფულის ნაკადის ანალიზის მეთოდების, პროექტის შერჩევის კრიტერიუმები და საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის (პროგრამის) ფორმირება, რომლებიც მანამდე ერთმანეთისაგან განკერძოებით ვითარდებოდა. ფინანსურმა მენეჯმენტმა ანალიტიკური ხასიათი შეიძინა, საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღების ტექნიკასთან ერთად გაუმჯობესდა საბრუნავი კაპიტალის (ფულის, მარაგების, მოკლევადიანი ვალდებულებების) მართვის მეთოდები.</p>
<p>გ. მარკოვიცი</p>	<p>1952 წელს შემუშავებულია პორტფელის თეორია, რომელმაც განაგრძო ფირმის მიერ კაპიტალდაბანდებათა ოპტიმალური ბიუჯეტის (პროექტების ნაკრებს) ფორმირების პროცესის კვლევა, მაგრამ ყურადღების ცენტრში უკვე რისკის ანალიზი იყო. რაოდენობრივად გასომილი რისკის დონე, პროექტების რაიმე კომბინაციის (პორტფელის) მოდიანი რისკი ყოველი პროექტის ინდივიდუალური რისკების ჯამის ტოლი არ იქნება. მარკოვიცის მიერ შემოთავაზებულ მათემატიკურ აპარატს აქტიურად იყენებენ პრაქტიკაში, რამაც საფუძველი შეუქმნა ამ დარგში კვლევების გაგრძელებას.</p>

№ 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
<p>ჯ. ტობინი</p>	<p>1958 წელს პირველად დაასაბუთა რენტაბელურობის ურისკო განაკვეთის გამოყენება ინვესტიციების პორტფელის ოპტიმიზაციაში.</p>
<p>ფ. მოდილიანი და მ. მილერი</p>	<p>ისინი იკვლევდნენ კაპიტალის სტრუქტურის თეორიას და დივიდენდების გაცემის პოლიტიკას. მათ დაასკენეს, რომ ფირმის (ან პროექტის) შეფასება დამოკიდებული არაა მასში დაბანდებული კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევაზე. მისი ფასი კი ყოველთვის თანაბრდება კაპიტალის გადაღების გზით და კერძო ინვესტორების მიერ მოცემული კრედიტების ხარჯზე.</p>
<p>უ. შარპი და ჯ. ლინტერი</p>	<p>თითქმის ერთდროულად ჩამოაყალიბეს კაპიტალურ აქტივებზე ფასწარმოქმნის მოდელის (CAPM) ძირითადი დებულებები, რომელიც პირველად იძლეოდა რისკის დონისა და რენტაბელობის ერთმანეთთან რაოდენობრივად შედარების შესაძლებლობას. CAPM მოდელია მსოფლო აღიარება პპოვა.</p>
<p>ს. როსი</p>	<p>ფასწარმოქმნის არბიტრაჟული თეორია და ოპციონების ფასწარმოქმნის თეორია ფინანსური არბიტრაჟის თეორიის საფუძველად იქცა, რომლის არსი ისაა, რომ ინვესტიციების მოსალოდნელი რენტაბელობის განსაზღვრა შესაძლებელია სისტემატური რისკის ერთბაშად რამდენიმე ფაქტორის გავლენაზე დამოკიდებულია.</p>
<p>ვ. ბერენსი და პ. ხავერნიკი</p>	<p>შეიმუშავეს მეთოდთა, რომელიც გამოდგება არა მარტო ინვესტიციების დასაბუთებისათვის, არამედ კომპანიების გაჯანსაღების, გაფართოების, მოდერნიზებისა და პროფილის შეცვლის პროექტების დამუშავებისათვის. მასში განხილულია მარკეტინგის, პროექტის ადგილმდებარეობის შერჩევის, ნედლეულის, ტექნოლოგიის და მოწყობილობის პრობლემები, შრომითი რესურსების ანალიზისა და გარემოზე კაპიტალდაბანდების გაყვანის საკითხები.</p>

## № 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
ვ.ნ. ბოგანევი	მუშაობდა მიდროენერგეტიკის ობიექტებში ერთდროული კაპიტალდაბანდებების ოპტიმიზაციის პრობლემებზე.
ტ.ს. ხანატუროვი	60-70-იან წლებში დაამუშავა კაპიტალურ დაბანდებათა ეფექტიანობის შეფასების მეთოდოლოგია.
ა.ლ. ლურიე	გააკეთა დასკვნა, რომ საინვესტიციო დანახარჯები (თავდაპირველი კაპიტალდაბანდებები) განხორციელების დროით და წარმოშობის ერთჯერადი ხასიათით განსხვავდება წლიური საექსპლოატაციო ხარჯებისაგან.
ა.ბ. ზალესკი და ვ.ნ. ლიეშიცი	გაიანგარიშეს სამშენებლო-საექსპლუატაციო ხარჯების ფორმულები დროის შეუსაბამო მონაკვეთისათვის და საინვესტიციო ობიექტის მომსახურების ლიმიტირებული ვადისათვის.
დ.ს. ლეოვი	მისი რედაქციით 1988 წელს დაამუშავდა სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის დანაკარგებისაკენ მიმართული ღონისძიებების ეფექტიანობის კომპლექსურად შეფასების მეთოდური რეკომენდაციები.
ე.ფ. კოსოვი, ვ.ნ. ლიეშიცი, ა.გ. შახნაზაროვი	მათი ხელმძღვანელობით 1999 წელს შემუშავდა საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის შეფასების და დაფინანსებისათვის მათი შერჩევის მეთოდოლოგიური რეკომენდაციები, რომელსაც შემდეგი პრინციპები დაუდევს საფუძვლად: ცენტრალიზებული წყაროებიდან დასაფინანსებელი საინვესტიციო პროექტების შეფასებისადმი ერთგვაროვანი მიდგომა, საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის მონაწილეთა რიცხვში მეურნე სუბიექტების შესვლის ნებაყოფლობითობა, ინტერესთა მრავალფეროვნება, რეალიზაციის ხერხების და შერჩევის დამოუკიდებლობა.

№ 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
<p>ჯ. გოტმანი, მ. ჯონკი</p>	<p>შექმნეს ფუნდამენტალური ნაშრომი ინვესტიციებისა და ინვესტირების, საინვესტიციო გარემოსა და მართვის შესახებ. სახელმძღვანელოში „ინვესტირების საფუძვლები“ განხილულია საინვესტიციო საქმიანობის გლობალური ასპექტები, ინვესტიციების როლი ეკონომიკაში, საინვესტიციო მიზნების მიღწევის სტრატეგია და საშუალებები, ინვესტირების ინსტრუმენტები, ინვესტიციები ჩვეულებრივ აქციებსა და ფასიან ქაღალდებში ფიქსირებული შემოსავლებით და ა.შ.</p>
<p>რ. ა. ნაიდენი</p>	<p>1997 წელს გამოსცა ენციკლოპედიური ხასიათის ნაშრომი „ინვესტიციების თანამედროვე თეორია“, სადაც მოიძიება უმიდირესი მასალა ინვესტიციებისა და ინვესტირების შესახებ.</p>
<p>უ.ფ. შარპი, გორდონი ჯ. ალექსანდერი, ჯოსეფ ე. ბეილი</p>	<p>გამოაქვეყნეს მსოფლიოში ყველაზე პოპულარული ფუნდამენტური სახელმძღვანელო ინვესტიციების შესახებ. მასში დაწვრილებითაა გადმოცემული დაფინანსების მიზნები და ინსტრუმენტები, განხილულია ფასიანი ქაღალდების და საყონდო ბაზრების ყველა ტიპი; ასახულია მათი ფუნქციონირების თეორია და პრაქტიკა, ინვესტიციების მართვის მეთოდები, გადმოცემულია ინვესტიციების გლობალიზაციის პრობლემები.</p>
<p>ფრენკ ე. ფაბოცი</p>	<p>შექმნა თანამედროვე პორთფელური თეორია და კაპიტალის ბაზრის თეორია; გააანალიზა ფინანსური ბაზრებისა და ინვესტიციების მართვის პროცესი, მოგვცა ინსტიტუციონალური ინვესტირების ძირითადი სახეები; ინვესტიციურ პოლიტიკასა და სტრატეგიაზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორები.</p>
<p>ი.ა. ბლანკი</p>	<p>ჩამოაყალიბა ინვესტიციური მენეჯმენტის თეორიული საფუძვლები თანამედროვე ეტაპზე. განსაკუთრებით, აღსანიშნავია მისი შრომები: მოგვების მართვა; ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, კაპიტალის ფორმირების მართვა; კაპიტალის გამოყენების მართვა; ფულადი ნაკადების მართვა და ა.შ.</p>

## № 8.1. სქემის გაგრძელება

1	2
<p>მ. მარკოვიცი, მ. მილერი, ფ. მოლილიანი, დ. ტობინი</p>	<p>მოგვეცეს სხვადასხვა სკოლების წარმომადგენელთა თეორიული დასკვნების და თანამედროვე ინვესტიციური პრაქტიკის განზოგადების შედეგების თანამედროვე სინთეზი; ჩამოაყალიბეს ორი ძირითადი მიმართულება: 1. მეურნეობრიობის ცალკეული სუბიექტების ინვესტიციური ქცევის იმ მოდელებისა და მექანიზმების კვლევა, რომლებიც ყველაზე მეტ ეფექტს უზრუნველყოფს მათ ინვესტიციურ საქმიანობაში. 2. ინვესტიციური აქტივების იმ მაკროეკონომიკური პირობების კვლევა და რეგულირება, რომლებიც თანმიმდევრულ ეკონომიკურ ზრდას უზრუნველყოფენ.</p>
<p>ზ. ბოდი; ა. კეინი, ა.ჯ. მარკუსი</p>	<p>წიგნში „ინვესტიციების პრინციპები“ დაწერილებით განხილულულია ინვესტიციის პროცესის მართვის ძირითადი პრობლემები. მათ გამოიკვლიეს უკანასკნელ ათწლეულებში ფინანსურ ბაზრებზე და კერძოდ ინვესტიციური სფეროს ბიზნესში მომხდარი მნიშვნელოვანი ცვლილებები. წიგნის სტრუქტურა საშუალებას აძლევს პროფესიონალებს ადვილად გაერკვნენ ინვესტიციურ ბიზნესში გამოყენებულ ურთულეს ანალიტიკური ინსტრუმენტებში.</p>
<p>გ. ბირმანი ს. შმიდტი</p>	<p>„ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების გამკვირვალე და ნათელი კონცეფცია“. ყურადღება გამახვილებულია ფირმების განკარგულებაში არსებული რესურსების დაბანდებების სწორი მიმართულების და ინვესტორების სტრატეგიის შერჩევაზე. შრომაში წარმოდგენილია კაპიტალის დაბანდების სხვადასხვა ვარიანტების სარგებლიანობის შედარების ხერხები და საშუალებები.</p>

პრობლემა ინვესტიციური მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად საკმარისი დანაზოგის უზრუნველყოფაა. დანაზოგების მალიმიტებელ ფაქტორად განიხილება: რა ოდენობაც გინდა ჰქონდეს დანაზოგს, ის ყოველთვის მაშინვე გარდაისახება ინვესტიციებად<sup>1</sup>.

ეკონომიკური აზრის ნეოკლასიკური მიმართულების (მის პიონერად ა. მარშალს მიიჩნევდნენ) წარმომადგენლებმა მოახდინეს კლასიკური და მარჟინალისტური ინვესტიციის თეორიების სინთეზი. ნეოკლასიკოსების მიდგომებმა, რომლებმაც ამ ორი სკოლის მიღწევები გააერთიანეს, ხელი შეუწვევს ინვესტიციის თეორიის ცალკეული დებულებების არსებით განვითარებას ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის სფეროში, საინვესტიციო საქონლის მოთხოვნისა და მიწოდების საფუძველზე საბოლოო ფასების ჩამოყალიბების საკითხში.

ნეოკლასიკური მიმართულების ეკონომისტებმა დაწვრილებით გამოიკვლიეს დაგროვილი კაპიტალის (რომელსაც ინვესტიციო რესურსად არ იყენებენ ობიექტურ შეზღუდვათა გამო) სიჭარბის გავლენა საინვესტიციო საქონლის მიწოდების ფასზე; ჩამოაყალიბეს უფრო იაფი ანალოგიებით ცალკეული სახის საინვესტიციო საქონლის შენაცვლების კანონი.

ინვესტიციების თეორიაში ნეოკლასიკური ეკონომიკური დოქტრინის წარმომადგენელთა წვლილს განსაზღვრავს, აგრეთვე დინამიკური ინვესტიციური ანალიზის საფუძვლების მომზადება მათ მიერ იმ მრავალრიცხოვანი ფაქტორების გამოკვლევის გათვალისწინებით, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის წონასწორობას უზრუნველყოფენ მოკლე, საშუალო და გრძელვადიან პერიოდებში.

ბოლოს, ნეოკლასიკური მიმართულების ეკონომისტთა გამოკვლევებს უკავშირდება ფირმის ინვესტიციური ქცევის თეორიის საფუძვლების პირველი სისტემატიზებული აღწერა.

ამასთან, მარჟინალისტების მსგავსად, ვერც ეკონომიკური აზრის ნეოკლასიკური მიმართულების წარმომადგენლებმა შეძლეს არსებითად შეეცვალებათ მაკროეკონომიკური ინვესტიციის თეორია და ისინი, ძირითადად, ინვესტიციის პროცესების უპირატესად მაკროეკონომიკური ანალიზის ჩატარებით შემოიფარგლნენ.

<sup>1</sup>სმითი ა. გამოკვლევა ხალხთა სიმდიდრის ბუნებისა და მიზეზების შესახებ. თბ., თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 1938. გვ.107.



ნეოკლასიკური გაგებით დანაზოგისა და ინვესტიციის ოდენობა სამუშაო ძალის, სასესხო კაპიტალისა და შრომის პროდუქტების (საქონლისა და მომსახურების) ბაზრების ერთობლივად ფუნქციონირებით განისაზღვრება. მიჩნეულია, რომ დაგროვების ნორმა სასესხო კაპიტალის ბაზარზე არსებული პროცენტის ნორმის არაკლებადი ფუნქციაა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, პროცენტის ზრდასთან ერთად დაგროვების სიდიდე ან უცვლელი რჩება, ან მატულობს. ინვესტიციები ყალიბდება ძირითად კაპიტალში განხორციელებულ დაბანდებებზე მოგების ნორმის გაელენით. ამ ნორმის ზრდასთან ერთად ინვესტიციები, როგორც წესი, იზრდება, შემცირება მათ მხოლოდ კაპიტალურ დაბანდებათა მომგებიანობის კლების შემთხვევაში შეუძლიათ.

დანაზოგისა და ინვესტიციის გამოთანაბრების ნეოკლასიკური დოქტრინა ყველაზე სრულად დაამუშავა ზრდის რაოდენობრივი თეორიის ერთ-ერთმა წარმომადგენელმა, შვედმა ეკონომისტმა კ. ვიქსელმა. მისი აზრით, თავდაპირველი ბიძისგან დამოუკიდებლად, მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის დისპროპორცია თავს იჩენს პროცენტის ფულად და რეალურ ნორმებს შორის განსხვავებაში. პირველი ყალიბდება სასესხო კაპიტალის ბაზარზე, მეორე კი ემთხვევა მეურნეობის რეალურ სექტორში არსებულ მოგების ნორმას (ე.ი. საქონლის წარმოებაში ავანსირებულ კაპიტალზე მოგების ნორმას) იმ პირობით, რომ ფულის მსყიდველობითი ძალა უცვლელი რჩება. მაგალითად, თუ რაიმე მიზეზის გამო რეალური პროცენტი იწყებს ფულად პროცენტზე გადაჭარბებას, მაშინ ჩნდება დანაზოგის ნაკლებობა. ამის შედეგად საქონლის ბაზრებზე არსებული ფასები აიწევს, კრედიტის ღირებულება გაიზრდება, წარმოებაში ამის შემდგომ გაწეული დაბანდებების მომგებიანობა კი დაეცემა. ამას მოჰყვება პროცენტის ფულადი ნორმის გადიდება და რეალური ნორმის შემცირება. კაპიტალის ბაზარზე წონასწორობა მაშინ აღდგება, როცა საბანკო სესხის განაკვეთი და მოგების ნორმა დაახლოებით ერთსა და იმავე სიდიდეს მიაღწევს.

მეურნეობის ყველა სფეროსათვის ამ საერთო პროცენტს, რომლის დროსაც დანაზოგები და ინვესტიციები ერთმანეთს უტოლდება, კ. ვიქსელმა „ნორმალური“ უწოდა. მისი ფორმირება განაპირობა არა

მარტო მიმდინარე კონიუნქტურამ, არამედ მნიშვნელოვანწილად ეკონომიკური აგენტების მოლოდინმაც.

ამგვარად, ნეოკლასიკოსების დოქტრინის თანახმად, ინვესტიცია გაიგივებულია დანაზოგთან, მათი სიდიდე კი მთლიანადაა დამოკიდებული ეკონომიკურ სისტემაში არსებულ შიდა ფაქტორებზე. შესაბამისად, სამეურნეო მექანიზმის ფუნქციონირებაში სახელმწიფოს ჩარევა სასურველი არ არის. ნეოკლასიკოსებს მიაჩნდათ, რომ მოქნილი ფასების გამო ეკონომიკური სისტემა თვით უზრუნველყოფს წარმოების პროპორციულ განვითარებას, რისი პირობაცაა კერძო მეწარმეობის სრული თავისუფლება.

### ინვესტიციების მაკროეკონომიკურ თეორიაში კარდინალური შემობრუნება მოახდინეს ეკონომიკური აზრის კეინზური მიმართულების წარმომადგენლებმა — ჯ. კეინზმა და მისმა მრავალრიცხოვანმა მიმდევრებმა. მათი კვლევების დასკვნებმა რევოლუციური ცვლილებები შეიტანეს ინვესტიციების ადრინდელ დოქტრინებში და საზოგადოების ინვესტიციურ მოდელში. კეინზელობა 1930-იანი წლების დიდი დეპრესიამ განაპირობა, რომელმაც მთლიანად გადაუსვა ხაზი კლასიკური თეორიის წარმომადგენელთა დასკვნებს კაპიტალისტური ეკონომიკური თვითრეგულირების შესახებ. კეინზელობის პარადიგმა ემყარება დასკვნებს ეკონომიკური ზრდის უზრუნველსაყოფად საზოგადოების ეკონომიკური განვითარების ძირითადი პარამეტრების სახელმწიფოებრივი რეგულირების აუცილებლობისა და ინვესტიციების მოზიდვის პირობების აქტიური ჩამოყალიბების საჭიროების შესახებ.

კეინზელობის პრინციპულად ახალი ინვესტიციური თეორია, რომელიც მთლიანობაში არ ცვლის საბაზრო თვითრეგულირების პრინციპებს, მთავარ აქცენტს აკეთებდა საინვესტიციო პროცესის რეგულირებაზე აქტიური და მიზანმიმართული ფისკალური და საკრედიტო პოლიტიკის ხარჯზე. საინვესტიციო საქმიანობა, თავის მხრივ, ის უმნიშვნელოვანესი მექანიზმი უნდა გამხდარიყო, რომელიც გავლენას იქონიებდა მთლიანი ეროვნული პროდუქტის სიდიდეზე, მოსახლეობის დასაქმების ხასიათსა და ინფლაციის დონეზე. კეინზმა ერთ-ერთმა პირველმა გამოიკვლია უმნიშვნელოვანეს მაკროეკონომიკურ

მაჩვენებლებს — ეროვნულ შემოსავალს, მოხმარებასა და დაზოგვას, კაპიტალის დაგროვებასა და ინვესტიციებს, ინვესტიციებსა და უმუშევრობას შორის ურთიერთკავშირების სისტემა. მათზე ზემოქმედებით სახელმწიფოს შექმლო ბაზრის პირობებში სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის წონასწორობის უზრუნველყოფა. ამ გამოკვლევების პროცესში მან მეცნიერებაში დაამკვიდრა მოხმარებისა და დაზოგვისკენ ზღვრული მიდრეკილების, ინვესტირებისკენ მიდრეკილების, ლიკვიდობის მჯობინების, ინვესტიციური მულტიპლიკატურის ცნებები და სხვა.

საინვესტიციო აქტივობის ერთ-ერთ პირობად კეინზს მიაჩნდა ეფექტიანი მოთხოვნის ჩამოყალიბება და გამოყოფდა მის ორ სახესხვაობას: სამომხმარებლოსა და ინვესტიციურს. ამასთან, მან გამოავლინა მოთხოვნისა და ინვესტიციების მაჩვენებლების ერთმანეთზე როგორც პირდაპირი, ისე უკუზემოქმედება. საინვესტიციო პროცესების სტიმულირების კეინზური მოდელი მოიცავდა ასევე, საბიუჯეტო ხარჯების ფორმირების მეთოდებს, მეურნე სუბიექტების სახელმწიფოებრივ დაკრედიტებას, დაბეგურის სისტემას და სხვა მაკროეკონომიკური ინსტრუმენტებს.

კეინზური თეორიის დადებითი წვლილი უკავშირდება ინვესტიციების მაკროეკონომიკური ანალიზის საფუძვლების შემდგომ განვითარებასაც. კეინზმა გვიჩვენა, რომ ფირმების ინვესტიციურ ქცევას მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს ისეთი ფაქტორები, როგორცაა დაგროვების დონე, ინვესტიციური მოგების დონე და კრედიტების ბაზარზე არსებული პროცენტის ნორმა. ამასთან, ინვესტიციების კეინზური თეორია ითვალისწინებდა ფირმების ინვესტიციური ქცევის ქმედითი სახელმწიფოებრივი რეგულირებისა და კონტროლის აუცილებლობას.

საზოგადოების ინვესტიციური მოდელის მიმართ კეინზის მიდგომები არსებითად განავითარეს მისმა მიმდევრებმა ჯ. ჰიქსმა, რ. ჰაროლდმა და სხვებმა, რომლებმაც ნეოკეინზური სკოლა შექმნეს. მათმა დასკვნებმა თვალსაჩინო წვლილი შეიტანეს მაკროეკონომიკური წონასწორობის ინვესტიციური რეგულირების მოდელის ფორმირებაში, ინვესტიციური აქსელარატორის გამოვლინების მექანიზმში, საინვესტიციო აქტივობის დონისა და ფირმის

ღირებულებას შორის ურთიერთკავშირში, ინვესტიციების დაკრედიტების ფორმებში და სხვ. ნეოკეინზურ შეხედულებათა სისტემაში ინვესტიციურ თეორიას განმსაზღვრელი როლი აქვს მთელ მაკროეკონომიკურ დინამიკურ ანალიზში.

ხაზგასმით უნდა აღვნიშნოთ, რომ ინგლისელმა ეკონომისტმა ჯ. კეინზმა ეჭვი შეიტანა აგრეთვე დაგროვების და ინვესტირების პირობების იგივეობაში. მან გააანალიზა 1929-1933 წლების ეკონომიკური კრიზისი, მისი მომდევნო დეპრესიის პერიოდი და იმ დასკვნამდე მივიდა, რომ ინვესტიციების სიდიდეზე მართლაც მოქმედებს რიგი ისეთი ფაქტორებისა, რომლებიც ხელს უშლის დანაზოგის ღონესთან ინვესტიციების ავტომატურად შეგუებას პროცენტის ნორმის მეშვეობით. მისი აზრით, ეს ფაქტორებია: კაპიტალზე მოგების მოსალოდნელი ნორმის შემცირება (კლებადი ნაყოფიერების კანონის მოქმედების შედეგად), საპროცენტო განაკვეთის სიმტკიცე და სხვ. ამ ფაქტორების გავლენით ინვესტიციებში სახსრების დაბანდება არამომგებიანი ხდება და დგება გაურკვევლობის პერიოდი. ასეთ პირობებში არსებით ფუნქციონალურ მნიშვნელობას იძენს ეკონომიკურ აგენტთა მოლოდინი. ლიკვიდურობის კეინზიანური თეორიის თანახმად, ეკონომიკური აგენტები აქტივების შეძენისას უპირატესობას ლიკვიდურ აქტივებს ანიჭებენ და ეს საქმიანი აქტიურობის დაქვეითების გამო ფინანსური დანაკარგების მიღების შიშითაა გამოწვეული. ჯ. კეინზის აზრით, მომავალში არაკეთილსასურველი კონიუნქტურისას მკვეთრად აიწეეს ფულზე, როგორც ყველაზე უფრო ლიკვიდურ ქონებაზე, მოთხოვნა, რაც გამოიწვევს პროცენტის გადიდებას და, თავის მხრივ, შეასუსტებს ინვესტიციურ აქტიურობას. მოხდება ტეზავრაცია, რომლის შედეგადაც ინვესტირება ნაკლებია, ვიდრე დაგროვება, რასაც მოჰყვება ეკონომიკური კრიზისის დაწყება.

სწორედ ამ მიზეზის გამო მიაჩნია ჯ. კეინზს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა კრიზისების დაძლევის უაღრესად არაეფექტიანი იარაღად. იგი წერდა: „ახლა რამდენადმე სკეპტიკურად ვუყურებ იმ წმინდა ფულადი პოლიტიკის წარმატების შესაძლებლობას, რომელიც პროცენტის ნორმის რეგულირებისკენაა მიმართული. ვფიქრობ, რომ სახელმწიფო, რომელსაც ძალუძს კაპიტალური დოვლათის ზღვრული

ეფექტიანობის შეფასება ხანგრძლივი პერსპექტივების თვალსაზრისით და საერთო სოციალური სარგებლიანობის საფუძველზე, სულ უფრო მეტ პასუხისმგებლობას იტვირთებს ინვესტიციების პირდაპირი ორგანიზაციისათვის“.<sup>1</sup>

ინვესტიციების მოცულობის შემცირების გამომწვევ სხვა ფაქტორად ჯ. კეინზს ეროვნულ შემოსავალში მოხმარების წილის შემცირება მიაჩნია. პირადი მოხმარების დინამიკა მან ე.წ. ძირითად ფსიქოლოგიურ კანონს დაუკავშირა, რომლის მიხედვითაც ადამიანებს თითქოს მიდრეკილება აქვთ სახსრები იმაზე უფრო ნელა დახარჯონ, ვიდრე მათი შემოსავლები იზრდება. რაკი იხარჯება არა მთელი ნამეტი, არამედ მხოლოდ ნაწილი (მოხმარებისადმი ზღვრული მიდრეკილება 1-ზე ნაკლებია), ეროვნულ შემოსავალში მოხმარების საშუალო დონე, ამ კანონის თანახმად, განუწყვეტლივ მცირდება. ამ ინტერპრეტაციაში მოხმარება (მისი მატება) ეროვნული შემოსავლის მატების მდგრადი ფუნქციაა.

მოხმარების ფუნქციის მნიშვნელობა ის არის, რომ ეროვნული შემოსავლის წილში მისი თანდათანობით შემცირება (რომელიც აქსელერატორის მექანიზმის მოქმედებით ძლიერდება) იწვევს თვით ეროვნული შემოსავლის შემცირებას, რაც, თავის მხრივ, გაწეული ინვესტიციების მოცულობასაც შეამცირებს.

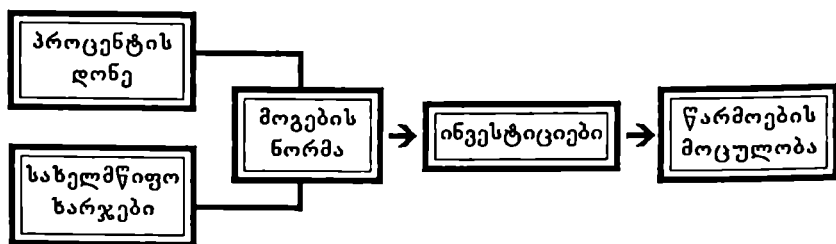
## კეინზის თეორია ინვესტიციების განმსაზღვრელი ფაქტორების

კეინზიანელები ინვესტიციებს ყოფენ წარმოებულ, ანუ ინდუცირებულ და ავტონომიურ ინვესტიციებად. ორ შემადგენელ ნაწილად ამგვარი დაყოფა განპირობებულია მათი მოძრაობის განმსაზღვრელი ფაქტორების განსხვავებულობით. წარმოებული ანუ ინდუცირებული ინვესტიციების დინამიკა ჩვეულებრივ უკავშირდება ეკონომიკური სისტემის შინაგან, ანუ ენდოგენურ ფაქტორებს. ამ ინვესტიციების ზრდა (ან კლება) აიხსნება ეროვნული შემოსავლის ან სამომხმარებლო მოთხოვნის მოცულობაში მომხდარი ცვლილებებით. რაც შეეხება ავტონომიური ინვესტიციების დინამიკას, მას გარეგანი ანუ ეგზოგენური ფაქტორები განსაზღვრავს. აქ იმპულსი შეიძლება იყოს ტექნოლოგიური პროგრესი, ტექნიკური გადატრიალება, მოსახლეობის ზრდა, სახელმწიფოს პოლიტიკა და ა. შ.

<sup>1</sup> Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. М.: „Экономика“. 1993. გვ. 229.

ინვესტიციების (და ეროვნული შემოსავლის) მოცულობის შემცირების შესახებ ჯ. კეინზმა დაამუშავა ეფექტიანი მოთხოვნის თეორია, რომელსაც საფუძვლად უდევს ეფექტიანი მოთხოვნის სპეციფიკური დინამიკა. რაც შეეხება ამ დინამიკას, მას განსაზღვრავს ინვესტიციების, მოხმარებისა და ეროვნული შემოსავლის ურთიერთქმედება.

ჯ. კეინზის კონცეფციის თანახმად, სრული დასაქმების დროს დაგროვებისა და კაპიტალდაბანდებათა ტოლობისათვის აუცილებელია ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევა ინვესტიციების წახალისების გზით (ავტონომიურ ინვესტიციებზე ზემოქმედება). კეინზი გადაწყვეტ მნიშვნელობას ანიჭებდა ინვესტიციებს და თვლიდა, რომ მასზე ზემოქმედება სახელმწიფოს შეუძლია ან პროცენტის დონის რეგულირებით, ან ინვესტიციების განხორციელებით. მისი აზრით, ინვესტიციების ზრდა გამოიწვევს შემოსავლების ზრდას, რომლებიც გაზრდის სამომხმარებლო მოთხოვნას, ეს კი, თავის მხრივ, სტიმულს მისცემს წარმოების გადიდებას (მოთხოვნის წახალისების გზები №8.2. ნახაზზეა მოცემული).



ნახ. № 8.2. ჯ. კეინზის კონცეფცია: მოთხოვნის წახალისების გზა

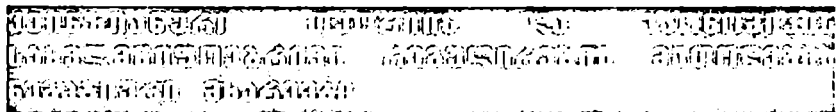
კეინზის თეორიის მიხედვით, წონასწორობის თავდაპირველი მდგომარეობის დარღვევის შემდეგ განვითარებული აკუმულაციური პროცესის ცენტრალური რგოლი ინვესტიციების მულტიპლიკატორია. მისი აზრით, სწორედ მის სიდიდეზეა დამოკიდებული წარმოების ისეთი მოცულობა, რომლის დროსაც კაპიტალური დაბანდება და დანაზოგი კვლავ დაბალანდება.

აღსანიშნავია, რომ თუ ჯ. კეინზმა მულტიპლიკატორის მოდელი მოკლევადიანი პერიოდისათვის მოგვცა, მისმა მიზღვევებმა მოგვიანებით მას აქსელერატორის პრინციპის მოქმედება დაუმატეს და ამით გაზარდეს მულტიპლიკატორის მოქმედების დროის მონაკვეთი.

მულტიპლიკატორისა და აქსელერატორის კონცეფციების შეერთება ეკონომიკური ციკლის ნეოკეინზიანული თეორიების საფუძველია.

როგორც აღვნიშნეთ, ჯ.კეინზმა უარყო დანაზოგისა და ინვესტიციის იდენტურობა და დაასაბუთა ეკონომიკური სისტემის ფუნქციონირებაში სახელმწიფოს ჩარევის აუცილებლობა, რაც საბაზრო ეკონომიკის თვითრეგულირების შესახებ კლასიკოსთა პოსტულატის უარყოფას ნიშნავდა. სამეურნეო პროცესის ფუნქციონირებაში წარმოქმნილ რყევებს იგი გაურკვეველობას, ინფორმაციის არასრულყოფილებას უკავშირებდა, რაც, მისი აზრით, ფასების შეფარდებითი მოუქნელობით იყო გამოწვეული.

საბაზრო ეკონომიკის ამ ნაკლოვანებებმა ჯ. კეინზი მიიყვანა იმ აზრამდე, რომ ინვესტიციების მოცულობის მატება მხოლოდ სახელმწიფოს ფისკალური პოლიტიკის გატარებითაა შესაძლებელი.



მიუხედავად იმისა, რომ კეინზიანური მიმართულების შესახებ ბევრი იწერება და მისი მომხრეები მხარს უჭერენ სახელმწიფოს აქტიურ ჩარევას საბაზრო სისტემის ფუნქციონირებაში, მაინც შევეცდებით გავაანალიზოთ ეფექტიანი მოთხოვნის კეინზიანური თეორია და სახელმწიფოებრივი რეგულირების მეთოდები.

პირველი, რაც უნდა აღინიშნოს, ესაა კეინზის თეორიის ზედმეტად გამარტივება. ეს ვლინდება რიგი ისეთი ეკონომიკური ფაქტორების იგნორირებაში, რომლებიც ერთობ საგრძნობ გაელენას ახდენენ ინვესტიციურ პროცესზე და, აქედან გამომდინარე, შეიძლება ითქვას, ინვესტიციის ბაზარზე და მთელ ეკონომიკურ სისტემაზე.

განსაკუთრებით არარეალური აღმოჩნდა კონცეფცია ფასებისა და ხელფასის მოუქნელობის შესახებ. კეინზიანურ მოდელში

ითვლებოდა, რომ ფასების შეცვლა არსებითი არაა და მოკლევადიანი პროცესების თეორიულად კონსტრუირებისას მისი უგულებელყოფა დასაშვებია. ამ დაშვების შესაბამისად შემოთავაზებული იყო მოხმარების ბიუჯეტური დაფინანსების გაფართოების რეკომენდაციები და ინვესტირებაზე სახელმწიფო დანახარჯების გაწევა, რასაც, როგორც მათი გამომყენებელი ქვეყნების გამოცდილება მოწმობს, მოსდევდა ინფლაციის ზრდა, ფასების განუწყვეტელი აწევა დაუტვირთავი საწარმოო სიმძლავრეებისა და მნიშვნელოვანი უმუშევრობის დროსაც კი და ამ პირობებში ინვესტიციების „არასტანდარტული ქცევა“.

აქ საჭიროა შევნიშნოთ, რომ ინფლაციის ზრდას ხელს უწყობს აქსელერაციის პრინციპის ნეგატიური მხარეც, რომელიც ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპების შემცირების ან შენელებისას იწვევს კაპიტალდაბანდების ტემპების დაცემასა და ღეზინვესტირებასაც კი. ამას დასავლელი ეკონომისტებიც მიუთითებენ. „ძნელი არაა დაინახოთ, - წერს პ. სამუელსონი, - რომ აქსელერაციის პრინციპი ეკონომიკის არასტაბილურობის წარმოშობი მძლავრი ფაქტორია. თუ სამრეწველო საქონლის გაყიდვა მატულობს ან კლებულობს, მაშინ აქსელერაციის პრინციპს შეუძლია ამ რყევების გაძლიერება. აღმავლობის მომენტში იგი ბიძგს აძლევს წმინდა ინვესტიციებს, დაქვეითების მომენტში კი იმავე ძალით აძლევს ბიძგს წმინდა ღეზინვესტირებას“.<sup>1</sup>

ეფექტიანი მოთხოვნის კეინზიანური თეორიის არსებითი ნაკლოვანებები იმითაა განპირობებული, რომ მასში ფულად ფაქტორებს მეორეხარისხოვანი როლი აქვთ მინიჭებული, ფულის მოცულობა კი ასე თუ ისე დაკავშირებულია ეროვნული შემოსავლის დინამიკასთან, მაგრამ როგორ ხორციელდებოდა ეს დაკავშირება და რა გავლენას ახდენდა ფულის მასა სამეურნეო საქმიანობის დინამიკაზე ეს საკითხები კეინზის თეორიის ფარგლებს გარეთ არის დარჩენილი.

<sup>1</sup>Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д. Экономика. Пер. с англ.-го. М.: „БИНОМ“. 1997. გვ.81.



აღსანიშნავია ისიც, რომ ჯ. კეინზის თეორია საკმარისი არ აღმოჩნდა თანამედროვე პირობებში ეკონომიკის ზრდის მექანიზმების ასახსნელად.

ჯ. კეინზის რეკომენდაციების ლაიტმოტივი მისი ამოსავალი თეორიული წანამძღვრების სისტემითაა განპირობებული და გულისხმობს წარმოებრივი რესურსების გამოყენების დონის ამაღლებას გადახდისუნარიანი მოთხოვნილების წახალისების გზით, მაგრამ საბაზრო ეკონომიკის განვითარების გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ საშუალოვადიან პერიოდში ამგვარი პოლიტიკა არაკონსტრუქციულია.

ჯ. კეინზის მიხედვით, პროცენტის დონე ფულის მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის თანაფარდობაზეა დამოკიდებული, ე.ი. საუბარია პროცენტის ნორმის მხოლოდ მოკლევადიანი რყევის მიზეზებზე. საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების განვითარების სინამდვილე უარყოფს ჯ. კეინზის დასკვნას ინვესტიციურ აქტიურობაზე პროცენტის მნიშვნელოვანი გავლენის შესახებ. მრავალრიცხოვანი ემპირიული გამოკვლევების შედეგები გვიჩვენებს, რომ კაპიტალურ დაბანდებათა დინამიკაზე პროცენტის ნორმის დამოკიდებულება საკმაოდ სუსტია.<sup>1</sup>

კეინზიანური მიმართულების მომხრეებმა თეორიული ანალიზიდან გამორიცხეს ის პროცენტები, რომლებიც მიმდინარეობს ფულის მიმოქცევის სფეროში, აგრეთვე ხარჯებისა და ფასების დინამიკა, ხელფასის, პროცენტისა და მოგების ცვლილებებს შორის არსებული ურთიერთობა, სამეურნეო განვითარების ზოგიერთი პარამეტრის დამოკიდებულება ტექნოლოგიური პროგრესის ხასიათზე და ამიტომაც ვერ შეძლეს შეექმნათ ეკონომიკური სისტემის ფუნქციონირებისა და განვითარების რეალისტური მოდელები. ამას მოჰყვა მრავალი „შეცდომა“ სამეურნეო პოლიტიკის სფეროში, რამაც გამოიწვია წარმოების დაცემა 70-იან წლებში დასავლეთ ევროპასა და აშშ-ში (რაც მასშტაბებითა და მდგრადობით შერწყმული იყო მანამდე არნახულ ფასების ინფლაციურ ზრდასთან). აღნიშნულმა გარემოებამ ეკონომისტებში გაზარდა ნეოკლასიკური მიმართულებისადმი ინტერესი.

<sup>1</sup> The Brookings Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965. გვ. 16.

ნეოკლასიკური იდეების აღორძინებას თან ახლდა ე.წ. მონეტარიზმის ანუ იმ კონცეფციის პოპიკიების მკვეთრად გაძლიერება, რომელიც ეკონომიკური მექანიზმების ფუნქციონირებაში გადაწყვეტ მნიშვნელობას ფულად სფეროს ანიჭებს. მონეტარისტული კონცეფციის მომხრეები (კეინზიანელების საპირისპიროდ) ძირითადად ეყრდნობიან საბაზრო ეკონომიკის თვითრეგულირების უნარს.

ამერიკელმა ეკონომისტმა მ. ფრიდმანმა სცადა დაემტკიცებინა, რომ მოხმარების დინამიკა არ ასახავს მტკიცე კავშირს შემოსავლის ზრდასთან და წამოაყენა მუდმივი (პერმანენტული) შემოსავლის თეორია. მისი აზრით, მოხმარების მნიშვნელოვან ნაწილს განსაზღვრავს არა შემოსავლის დონის ცვლილება (მისი ზრდა ან კლება), არამედ პერმანენტული, მდგრადი, სამეურნეო პროცესის მონაწილეთათვის ჩვეული შემოსავალი და ისეთი ფაქტორები, როგორცაა პროცენტის ნორმა, სიმდიდრის შეფარდება შემოსავალთან და მომავალ მოხმარებასთან შედარებით ახლანდელისათვის უპირატესობის მინიჭების დონე. ამიტომ, მისი თეორიის თანახმად, მოხმარების დინამიკა უფრო მდგრადია და მხოლოდ ნაწილობრივ არის დამოკიდებული მიმდინარე შემოსავლის ზრდაზე. „ეს იმას ნიშნავს, წერს მ. ფრიდმანი, რომ მიმდინარე მოხმარების გაცილებით მეტი ნაწილი განიხილება როგორც ავტონომიური, და არსებითად ნაკლები ნაწილი მიმდინარე შემოსავალზე, აქედან გამომდინარე, მულტიპლიკაციური პროცესის მეშვეობით ინვესტიციებზე დამოკიდებული. ამის შედეგია ინვესტიციების ნაკლები სიდიდე და შინაგანად უფრო მდგრადი სისტემა“<sup>1</sup>

აქედან გამომდინარე, მოხმარება არ არის ინვესტიციების რყევის მიზეზი და, შესაბამისად, მ. ფრიდმანი უარყოფს კეინზის მეორე იდეასაც, რომლის თანახმადაც ინვესტიციები ციკლური რყევების საფუძვლადაა მიჩნეული.

აქ, როგორც ვხედავთ, მონეტარისტები აკნინებენ მოხმარების როლს ინვესტიციების რყევებში და ამით წონასწორობის ნეოკლასიკურ თეორიას მისდევენ კვალში.

<sup>1</sup>Fridman M.A. Theory of Consumption Function. Printen. 1963. გვ. 238.

ამგვარად, მონეტარისტები საბაზრო სისტემის წონასწორობის ნეოკლასიკური თეორიის თანმიმდევრული მომხრეები არიან და მხარს უჭერენ მტკიცებას დანაზოგისა და ინვესტიციის იგივეობის შესახებ.

განსხვავებით ჯ. კეინზის თეორიისაგან, სადაც ფულზე მოთხოვნის ფუნქცია არამდგრადია და სპეკულაციური მოტივების ზემოქმედებას განიცდის, მონეტარისტულ თეორიაში პირველხარისხოვანი მნიშვნელობა ენიჭება ფულზე მოთხოვნის ფუნქციის სტაბილურობას, რასაც განსაზღვრავს სიმდიდრის სასურველი დონის მიღწევის მიზნით დაგროვებისკენ მყარი მიდრეკილების არსებობა.

აქედან გამომდინარეობს მონეტარისტული თეორიისათვის კარდინალური მნიშვნელობის მქონე დასკვნა: ფულზე მოთხოვნის ფუნქციის სტაბილურობა ნიშნავს, რომ ეკონომიკის ნორმალურ ფუნქციონირებას აუცილებლად სჭირდება ფულადი მასის მყარი ზრდა.

როგორც ვხედავთ, ინვესტიციების თეორიაზე, კერძოდ კი – ინვესტიციის ნაკადების მოცულობათა რეგულირების მექანიზმზე, გარკვეული გავლენა იქონია ეკონომიკური ზრდის მონეტარისტული მიმართულების მეცნიერულმა დებულებებმა, რომლის ყველაზე უფრო თვალსაჩინო წარმომადგენელია მ. ფრიდმანი. ინვესტიციის პროცესებსა და მათი რეგულირების მექანიზმებს მონეტარისტები განიხილავდნენ მხოლოდ და მხოლოდ სახელმწიფოს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის და ქვეყანაში ფულის მიმოქცევის პრიზმაში. მიმოქცევაში მყოფი ფულის რაოდენობა, მონეტარისტების ინვესტიციური თეორიის შესაბამისად, არსებითად მოქმედებს საინვესტიციო რესურსებისა და ინვესტიციური საქონლის ფასებზე, კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსების დაგროვების ტემპებზე და ცალკეული მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობაზე. მათი შეხედულებით, ქვეყანაში ეკონომიკის და, კერძოდ, ინვესტიციის პროცესების სახელმწიფოებრივი რეგულირების მთელი სისტემა ორიენტირებული უნდა იყოს ფულის მიმოქცევის პარამეტრების – ფულის მასის მოცულობის, მისი მიმოქცევის სიჩქარის, საკრედიტო და ფულის ემისიის, ინფლაციის ტემპების და ა.შ. რეგულირებაზე.

ინვესტიციების მონეტარისტული თეორიის სუსტ მხარეებად თანამედროვე მკვლევარებს მიაჩნიათ მათ მიერ ეკონომიკის რეალური სექტორის როლის დაკნინება საინვესტიციო პროცესების ფორმირებაში.

ამრიგად, მონეტარისტების კონცეფციის თანახმად, ინვესტიციები დანაზოგების გარდასახული ფორმაა და იგი ფულადი მასის რაოდენობაზე დამოკიდებული. მაგრამ თუ ფულზე მოთხოვნა მთელი რიგი ფუნდამენტური ეკონომიკური ცვალადების მდგრადი ფუნქციაა, მისი მიწოდება, მონეტარისტების აზრით, უკიდურესად არასტაბილურია და შესაბამისი ფულად-საკრედიტო ინსტიტუტების პოლიტიკაზე დამოკიდებული, თანაც, თუ ჯ. კეინზის თეორიაში ფულის მიწოდებას დიდი მნიშვნელობა არ ენიჭებოდა, მონეტარისტები სწორედ ფულზე მოთხოვნასა და მის მიწოდებას შორის სხვაობაში ხედავენ ინვესტიციების არასტაბილურობაში ამოსავალ პუნქტს.

ამგვარი გადასვლის დასაბუთებაში დიდი მნიშვნელობა აქვს იმის მტკიცებას, რომ ფულის მიწოდებას აქვს ეგზოგენური ხასიათი, სხვანაირად რომ ვთქვათ, იგი ავტონომიურად, ეკონომიკური სისტემის ფარგლებს გარეთ განისაზღვრება. ეს მნიშვნელოვანი პირობაა ცალმხრივი მიმართულების მქონე მიზეზობრიობის მტკიცებათა სისტემაში: ფულიდან - ფასებისა და დანაზოგისაკენ და, შესაბამისად, ინვესტიციისაკენ.

გარდა ამისა, მ. ფრიდმანმა წამოაყენა ჰიპოტეზა, რომ ფულზე მოთხოვნა არაელასტიკურია, რითაც შეზღუდა პროცენტის ნორმის ზემოქმედება დანაზოგზე. თუ ჯ. კეინზთან ეს ზემოქმედება პროცენტის ნორმის ცვლილების მეშვეობით განიხილება (რომელსაც, თავის მხრივ, ინვესტიციების დონის შეცვლა შეუძლია), მონეტარისტებთან ფულის მასის ცვლილებაზე მოქმედებს დანაზოგებისა და ინვესტიციების სიდიდე. მ. ფრიდმანის თეორია ამ პუნქტით განსხვავდება არა მარტო ჯ. კეინზის თეორიისაგან, არამედ ფულის ადრინდელ რაოდენობრივი თეორიისგანაც, რომელშიც ფულადი მასის ყველა ცვლილებას „კლავას“ ფასების ცვლილება და ამით უცვლელს ტოვებს დანაზოგების დონეს. ციკლური მექანიზმის ცენტრში მ. ფრიდმანი აყენებს არა ფულის მასის ცვლილებას, არამედ ამ მაჩვენებლის ზრდის ტემპის დაჩქარებას ან შენელებას. სწორედ

ზრდის ტემპის ცვლილება წარმოშობს იმ იმპულსებს, რომლებიც შემდეგ მთელ მეურნეობაზე ვრცელდება.

ბ. ფრიდმანის თეორიული სქემა ასეთია: მთავარი ყურადღება ეთმობა სამეურნეო აგენტების რეაქციას საბაზრო ფასების ცვლილებაზე. ფასების რყევა აღძრავს მოთხოვნას საღაროს ნაშთებზე, რომელიც ორიენტირებულია არა ფულადი ერთეულების ნომინალურ რაოდენობაზე, არამედ მათი მსყიდველობითი ძალის ფაქტობრივ სიდიდეზე. რაოდენობრივი თეორიის თანახმად, ფულის ემისია ავტომატურად ცვლის ფასების დონეს და, შესაბამისად, ფულის რეალურ მსყიდველობით ძალას. მიმოქცევის მონაწილეები ამას უპასუხებენ დაგროვებით ან, პირიქით, საქონლისა და ფულადი აქტივების შექმნაზე ფულის მომეტებული ხარჯვით. ყოველივე ეს, საბოლოო ანგარიშით, აისახება მიმდინარე ფასებით გამოხატული ნომინალური დანაზოგის (ინვესტიციის) სიდიდეზე.

მონეტარისტების აზრით, ფულის მოქმედება შეიძლება იყოს სტაბილურობის გამომწვევეი, თუ შეიზღუდება სახელმწიფო ორგანოების შესაძლებლობები და „ავტომატურ წესს“ დაექვემდებარება მათი მოქმედება, რომელიც ფულის მასის ზრდის გრძელვადიან ტენდენციებს გაითვალისწინებს. მაგრამ საკითხი სამეურნეო სისტემაში ფულის იმპულსების „გადაცემის“ შესახებ მონეტარისტული დოქტრინის სუსტი ადგილია. მაგალითად, ნათელი არ არის, თუ როგორ ტრანსფორმირდება ფულის მარაგის ცვლილება შემოსავლის, დანაზოგისა და ინვესტიციის რყევებად.

## კეინზიანური და მონეტარისტული კონცეფციების შედარებითი ანალიზი (ინვესტიციური სფეროს ფუნქციონირების პრობლემების თვალსაზრისით) გვიჩვენებს მათში როგორც საერთო, ისე განმასხვავებელი ნიშნების არსებობას. ჩვენი აზრით, ამ კონცეფციებში საერთოა ის, რომ ორივე მათგანი ორიენტირებულია ინვესტირების პროცესში მოსახლეობის და არა მხოლოდ პროდუქციის უშუალო მწარმოებლების ფართო მონაწილეობაზე (კეინზიანელებთან მოხმარების, ხოლო მონეტარისტებთან - დაგროვების მეშვეობით). აქ საჭიროა აღინიშნოს,

რომ თავიანთი კონცეფტუალური შეხედულებების სარეალიზაციოდ მონეტარისტები დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზრის ოპტიმალურად ფუნქციონირებას. მათი თვალსაზრისით, სწორედ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით ხდება ეკონომიკური აგენტების სახსრების აკუმულირება და შემდგომში მათი ინვესტირება.

განხილული კონცეფციების განმასხვავებელი ნიშანია მართვის ობიექტისა და, შესაბამისად, სახელმწიფოებრივი რეგულირების მეთოდების შერჩევა.

საქართველოში ამჟამად მიმდინარე ინვესტიციური პროცესების ანალიზისა და ინვესტიციური სფეროს გაუმჯობესების აუცილებელ ღონისძიებათა შემუშავების თვალსაზრისით, ჩვენი აზრით, საჭიროა ორივე მიმართულების რეკომენდაციების გამოყოფა (აღნიშნულ საკითხს კიდევ შევხებით ქვემოთ).

კენზიანური მიმართულების მნიშვნელოვანი რეკომენდაციები №8.3. სქემაშია მოცემული.<sup>1</sup>

ზემოქმედების მიზანი	ზემოქმედების ობიექტი	ზემოქმედების მეთოდი	
		წამახალისებელი	რესტრიქციული (ინვესტიციური მოთხოვნის ნაწილში)
სრული დასაქმების უზრუნველყოფა წარმოების ყველა ფაქტორის სრულად გამოყენება	გადხდისუნარიანი მოთხოვნილება (მოხმარება და ინვესტიციები)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.საკრედიტო ექსპანსია</li> <li>2.სახელმწიფო, როგორც კრედიტორი</li> <li>3.სახელმწიფო, როგორც გარიგებათა გარანტი.</li> <li>4.მოხმარების ბიუჯეტური დაფინანსების სფეროს გაფართოება</li> <li>5.ეკონომიკის ნაწილის გასახელმწიფოეება</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.ეკონომიკის ნაწილის გასახელმწიფოეება</li> <li>2.დაბეგერის მაღალი განაკვეთები</li> <li>3.დაბეგერის პროგრესული შკალა</li> <li>4.პროტექციონისტური ღონისძიებები.</li> </ol>

სქემა 8.3. სახელმწიფოებრივი რეგულირების კენზიანური მოდელი (სტრატეგიალიზმი)

<sup>1</sup>ის. 2002 წ. ჩენს მიერ გამოცემული მონოგრაფია ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა თბ.: საგ. ფონმა „სიასლე“. გვ.113.

მესტიციურ მოთხოვნაზე ზემოქმედების წესის მიხედვით ეს რეკომენდაციები ორ ფაზად შეიძლება დავეთ: ექსპანსიონისტური და რესტრიქციული. ექსპანსიონისტურ ღონისძიებებს მიეკუთვნება ცენტრალური ბანკის საკრედიტო ექსპანსია, აგრეთვე დასავლეთის ქვეყნების პრაქტიკაში ფართოდ გავრცელებული სახელმწიფოს როგორც კრედიტორისა და როგორც საკრედიტო გარიგებათა გარანტის ფუნქციები. გარდა ამისა, კეინზიანური მიმართულების მიხედვით დიდი მნიშვნელობა ენიჭება მოხმარების ბიუჯეტისმიერი დაფინანსების სფეროს გაფართოებას.

ბანკის საკრედიტო ექსპანსია („იაფი ფულის“ პოლიტიკა) დადებითად მოქმედებს კომერციული ბანკების საპროცენტო განაკვეთების სისტემაზე და ამით აიოლებს რესურსების მოზიდვის პროცესს, ე.ი. ასტიმულირებს ინვესტირებას. სახელმწიფო კრედიტორად იმ შემთხვევაში გვევლინება, როცა იგი ეკონომიკის გარკვეული სფეროების განვითარებითაა დაინტერესებული და ახორციელებს დაკრედიტებას ბიუჯეტური სახსრების ხარჯზე, ხოლო მსესხებელთა გადახდისუნარიანობის გარანტიად - მაშინ, როცა იგი მათი საქმიანობითაა დაინტერესებული. ამასთან, ინვესტიციებზე მასტიმულირებელი ზემოქმედება ნეიტრალდება, მეტიც, უარყოფითი ფაქტორი ხდება და განუწყვეტლივ ასაზრდოებს ინფლაციას სახელმწიფოს რესტრიქციული ღონისძიებებით. კერძოდ, შეიძლება აღინიშნოს მაღალი გადასახადები, საბიუჯეტო ხარჯების გადიდება, პროტექციონისტული ღონისძიებების ფართოდ გამოყენება და ა.შ.

ამ გზით სახელმწიფო გამოდევნის ბაზრიდან კერძო და კოლექტიურ ინვესტორებს და ამით ხელს უწყობს ეკონომიკის მონოპოლიზაციის გაძლიერებას და ინფლაციის ტემპების მატებას, ან ამცირებს დაგროვებისა და დანაზოგის სტიმულირებას. ამის საპირისპიროდ, ეფექტიანი ანტიმონოპოლიური რეგულირების, კონკურენციის ფართოდ განვითარებისა და ინფლაციის დაბალი ტემპების დროს ღონისძიებათა აღნიშნული კომპლექსი მთლიანობაში ახდენს ეკონომიკაზე მასტიმულირებელ ზემოქმედებას. მაგალითად,

მალღდება ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპი, კლებულობს უმუშევრობა, უკეთ გამოიყენება ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალი და ა.შ. ეს დაადასტურა აღნიშნული კომპლექსის ხანგრძლივად გამოყენებამ დასავლეთის ქვეყნებში.

მონეტარისტული მიმართულების რეკომენდაციებს (მიწოდების ეკონომიკის სკოლის რეკომენდაციების ჩათვლით), ჩვენი აზრით, კეინზიანურ მოდელთან შედარებით, აქვთ უფრო მოქნილი მასტიმულირებელი ზემოქმედება ინვესტიციებზე (იხ. №8.4. სქემა).

ზემოქმედების მიზანი	ზემოქმედების ობიექტი	ზემოქმედების მეთოდი	
		წამახალისებელი	რესტრიქციული (ინვესტიციური მოთხოვნის ნაწილში)
სტაბილიზაცია, ფულის მასის მდორედ ზრდა	რესურსების (საქონლის მოწოდება)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. დაბეგვრის განაკვეთის შემცირება</li> <li>2. დაბეგვრის პროგრესულობის შემცირება.</li> <li>3. მართვის აპარატის შეკვეცა</li> <li>4. სახელმწიფო სექტორის ბიუჯეტისმიერი დაფინანსების შემცირება.</li> <li>5. ბიუჯეტის დაბალანსება</li> <li>6. რეპრივატიზაცია</li> <li>7. ბაჟის შემცირება</li> <li>8. საფინანსო-საკრედიტო დარეგულირება</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ეკონომიკის ნაწილის გასახელმწიფოება</li> <li>2. დაბეგვრის მაღალი განაკვეთები</li> <li>3. დაბეგვრის პროგრესული სკოლა</li> <li>4. პროტექციონისტური ღონისძიებები.</li> </ol>

სქემა 8.4. სახელმწიფოპარკი რეგულირების ნეოკლასიკური მოდელი (მონეტარული)

მართვის აპარატის შეკვეცა ამცირებს ბიუჯეტის ხარჯებს და ფულის მასის ზრდის ტემპს. სახელმწიფო სექტორის ბიუჯეტისმიერი დაფინანსების შემცირება ხელს უწყობს ინვესტირების ობიექტების გაფართოებას კერძო და კოლექტიური ინვესტორებისათვის. ამავ მიზნით გამოიყენება რეპრივატიზება, ე.ი. ადრე გასახელმწიფოებრივებული კაპიტალური ქონების გადაცემა კერძო საკუთრებაში.



მონეტარისტების აზრით, ინვესტიციური საქონლის მიწოდების გასაღიძებლად აუცილებელია შემცირდეს ბაჟი და მოხდეს საფინანსო-საკრედიტო ღერეგულირება, რასაც შეუძლია ფულის მიმოქცევის გაჯანსაღება და კაპიტალის თავისუფლად გადაინების უზრუნველყოფა.

ზემოქმედების რესტრიქციული მეთოდის დარგში მონეტარიზმისა და მიწოდების ეკონომიკის მომხრეები იძლევიან საკრედიტო რესტრიქციის რეკომენდაციებს, ე.ი. გეთავაზობენ სასესხო კაპიტალის მიწოდების შემცირებას კომერციული ბანკების საპროცენტო განაკვეთების ღონის ზრდაზე სახელმწიფოს მხრიდან ზემოქმედების გზით.

ამგვარად, მონეტარისტული კონცეფცია ბოლიანად არ უარყოფს ეკონომიკურ სისტემაზე სახელმწიფოებრივ რეგულირების მეთოდებს და მიაჩნია, რომ საბაზრო ეკონომიკის მექანიზმს ეფექტიანად ფუნქციონირება შეუძლია მხოლოდ სახელმწიფოს მიერ ისეთ მმართველურ მოქმედებათა დაბალანსებული სისტემის გამოყენების პირობებში („ჩაშენებული სტაბილიზატორების“ სისტემა), რომლებიც აჩქარებენ ან ანელებენ ამა თუ იმ ეკონომიკური პროცესის მიმდინარეობას. ამასთან, აუცილებლად უნდა ითქვას, რომ, როგორც დასავლეთის ქვეყნების სახელმწიფოებრივი რეგულირების თეორია და პრაქტიკა გვიჩვენებს, მარეგულირებელ ღონისძიებათა კომპლექსის დაბალანსება უნდა ხორციელდებოდეს მოკლევადიან მიზნებთან შედარებით გრძელვადიანი ორიენტირების პრიორიტეტულობის საფუძველზე.

ინვესტიციური საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირების მეთოდების შედარებითი დახასიათება გვიჩვენებს, რომ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში რეგულირების ეფექტიანობას უმთავრესად განსაზღვრავს ინვესტიციის ბაზრის არსებული და მოსალოდნელი (საპროგნოზო) კონიუნქტურა. ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურა დამოკიდებულია მრავალ ფაქტორზე, რომელთა შორის, ჩვენი აზრით, მთავარი ადგილი უჭირავს ინფლაციის ტემპებს, რაც ეკონომიკის დაბალანსების ღონის ინდიკატორად გვევლინება. იმისდა მიხედვით, თუ როგორია ინფლაციის ტემპები, უმუშევრობის დონე და ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპები, შეიძლება გამოვიყენოთ სახელმწიფოებრივი რეგულირების ესა თუ ის სისტემა, მათ შორის, ფულად-საკრედიტო და საფინანსო-საგადასახადო პოლიტიკის განსხვავებული მეთოდები.

### 8.3. ინვესტიციების თეორიის მაკროეკონომიკური ასპექტები

ინვესტიციური საქმიანობა ეკონომიკური ზრდის აუცილებელი პირობაა. მასთან ორგანულ კავშირშია დაგროვება, რომელიც ეკონომისტთა აბსოლუტური უმრავლესობის მიერ საზოგადოებრივი პროგრესის განმსაზღვრელ ფაქტორად არის მიჩნეული.

როგორც ზემოთ ავლნიშნეთ, ჯ. კეინზი დაგროვების პრობლემებს მოთხოვნის სტიმულირების თვალსაზრისით განიხილავდა, რამდენადაც ინვესტიცია ეკონომიკის რომელიმე დარგში ზრდის მოთხოვნას მომიჯნავე დარგებშიც. ეს სქემა, როგორც ზემოთ ავლნიშნეთ, კეინზის მულტიპლიკატორის თეორიის სახელწოდებითაა ცნობილი.

ეკონომიკური დინამიკის ცნობილი თეორეტიკოსები - ჰაროდი, ეკლი და სხვები შეეცადნენ გადაესინჯათ კეინზის თეორია და მიესადაგებინათ იგი უფრო რთული ამოცანის ამოხსნისათვის. ჰაროდის მოდელში ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპი დამოკიდებულია ორ ფაქტორზე - სარგებლის ნორმასა და ე.წ. კაპიტალურ კოეფიციენტზე (კაპიტალური კოეფიციენტი ყველა სახეობის სიმდიდრის ნამეტისა და ამავე პერიოდისათვის პროდუქტის ნამეტის თანაფარდობაა). მაგრამ, ეკონომიკური დინამიკის თეორიის ავტორები ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპის გადიდებას განიხილავდნენ უპირატესად როგორც დაგროვების მოცულობის ნამეტის შედეგს. ეს კი ცნობილია როგორც „კემბრიჯის განტოლება“<sup>1</sup> იგი გამოიხატება ფორმულით:

$$P = \frac{1}{S_n} \times I, \quad (8.1)$$

სადაც  $P$  მოგების მასაა;  $I$  - ინვესტიციები, ხოლო  $S_n$  - მოგებიდან დანაზოგი.

გასული საუკუნის 50-იან წლებში საბჭოთა მეცნიერ-ეკონომისტები დაგროვების ნორმას იკვლევდნენ წარმოების საშუალებათა წარმოების

<sup>1</sup>Литвиненко Л.Т. Рынок государственных облигаций. М.: „Финстатинфор“. 1997. გვ.97-98.

უპირატესი ზრდის კანონთან კავშირში და ამასთან დაკავშირებით მეცნიერული დისკუსიებიც იმართებოდა. დიდი ყურადღება ექცეოდა დაგროვებისა და ეკონომიკური ზრდის ტემპის ურთიერთკავშირს. 70-80-იან წლებში მკვლევართა ნაშრომებში სხვადასხვა შეხედულება გამოიკვეთა ამ პრობლემის შესახებ. ერთნი თვლიდნენ, რომ წარმოების ზრდის ტემპი განისაზღვრებოდა დაგროვების ნორმით, მეორენი მას დაგროვების ეფექტიანობით ხსნიდნენ, მესამენი კი ორივე ფაქტორს ითვალისწინებდნენ. უნდა ითქვას, რომ ამ პერიოდში დაგროვების ზრდის ტემპის დაქვეითებამ და საინვესტიციო რესურსების არაეფექტიანად გამოყენებამ არახელსაყრელი ტენდენციები გააძლიერა ეკონომიკაში.

ამასთან დაკავშირებით, ძალიან საინტერესოა ს. გუბანოვის გამოთვლები.<sup>1</sup> მან შეისწავლა კვლავწარმოების ციკლის ხანგრძლივობა და გამოავლინა კავშირი ამ და ქვეყნის განვითარების სხვა ძირითად მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებს შორის.

**დაგროვების სიდიდე ეკონომიკური ზრდის უმთავრესი, მაგრამ არა ერთადერთი გზაა. ამიტომ გამართლებულად მიგვაჩნია ეკონომიკური განვითარების მრავალფაქტორული მოდელების შექმნა, რომელთა შორის უნდა აღინიშნოს ე.წ. საწარმოო ფუნქცია. როგორც ცნობილია, კობა-დუგლასის საწარმოო ფუნქცია საზოგადოებაში შექმნილი პროდუქტის მოცულობის ზრდის ფაქტორებად მიიჩნეეს კაპიტალს, შრომასა და მეცნიერულ-ტექნოლოგიურ პროგრესს. ზემოთ ჩამოთვლილი ფაქტორების გააქტიურება კი პროდუქტის მოცულობის გადიდების კორექტირებას ახდენს ამ უკანასკნელის ზრდის ტემპთან კავშირში.**

**დაგროვებასა და სამომ-ხმარებლო მოთხოვნას შორის ურთიერთკავშირის ანალიზის საფუძველზე საინტერესოა განვიხილოთ ე.წ. დაჩქარების პრინციპი, რომელიც 1913 წელს ჩამოაყალიბა ფრანგმა ეკონომისტმა აფტალიონმა, მოგვიანებით, 1917 წელს კი - ამერიკელმა ეკონომისტმა ჯ. კლარკმა. მეცნიერები დაჩქარებას**

**დაგროვებასა და სამომ-ხმარებლო მოთხოვნას შორის ურთიერთკავშირის ანალიზის საფუძველზე საინტერესოა განვიხილოთ ე.წ. დაჩქარების პრინციპი, რომელიც 1913 წელს ჩამოაყალიბა ფრანგმა ეკონომისტმა აფტალიონმა, მოგვიანებით, 1917 წელს კი - ამერიკელმა ეკონომისტმა ჯ. კლარკმა. მეცნიერები დაჩქარებას**

<sup>1</sup>Губанов С.К. Тенденции расширения воспроизводства и умножения общественного богатства., „Экономист“. 1992. №1, გვ.26-29.

იხილავდნენ როგორც „მოვლენას, რომელიც გამოხატავს იმ ფაქტს, რომ წარმოების საშუალებებზე მოთხოვნა უფრო დიდი ამპლიტუდის ფარგლებში იცვლება, ვიდრე საბოლოო პროდუქტზე მოთხოვნა“.<sup>1</sup>

საწარმოო მოთხოვნის (ე.ი. ძირითად კაპიტალზე მოთხოვნის) ზრდის ხარისხი ერთდროულად ორ ფაქტორზეა დამოკიდებული. პირველია კაპიტალტევადობის კოეფიციენტის მნიშვნელობა (რაც უფრო მაღალია ეს კოეფიციენტი, მით უფრო იზრდება მოთხოვნა), მეორე - ცვეთის ასანაზღაურებლად საჭირო კაპიტალზე მოთხოვნა (რაც უფრო მეტია მოთხოვნა, მით უფრო ნაკლებია წარმოების საშუალებების მთლიანი ცვეთის ვადა).

საყოველთაოდ მიღებულია დაჩქარების პრინციპის მოქმედების ამსახველი შემდეგი ფორმულა:

$$\Delta K = a(Y_t - Y_{t-1}) + bK, \quad (8.2)$$

სადაც  $\Delta K$  არის მოცემულ პერიოდში მოთხოვნის ცვლილება წარმოების საშუალებებზე;

$Y_t$  და  $Y_{t-1}$  საბოლოო პროდუქტის წარმოების მოცულობა შესაბამისად საანგარიშო და საბაზისო პერიოდში;

$a$  ძირითადი კაპიტალის შეფარდება პროდუქციის მოცულობასთან (კაპიტალტევადობის კოეფიციენტი);

$b$  ძირითადი კაპიტალის ამორტიზაციის საშუალო ნორმა;

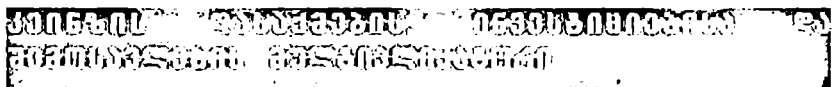
$K$  - ძირითადი კაპიტალის ღირებულება.

დაჩქარება, როგორც ეკონომიკური მოვლენა, საშუალებას გვაძლევს გაეიგოთ თუ რატომ არის წარმოების საშუალებების მწარმოებელი დარგები უფრო ძლიერ მერყევი, ვიდრე მოხმარების საგნების მწარმოებელი დარგები. მაგრამ ამ დროს დაჩქარების პრინციპი იძლევა ინვესტირების ფაქტორების შედარებით შეზღუდულ ანალიზს.

მაკროეკონომიკურ დონეზე ეს პრინციპი თავისთავად არ მოქმედებს. იგი დამოკიდებულია დასაქმების დონეზე, არსებულ საწარმოო სიმძლავრეებზე, საბაზრო ცვლილებებზე, აგრეთვე, იმაზე, თუ რას მოელიან საწარმოთა ხელმძღვანელები ბაზრისაგან და როგორია ამ

<sup>1</sup> Бернар Ив., Колли Ж. Толковый экономический словарь. Пер. с фран.-го. В 2-х томах. Т.1. М.: 1994. გვ.10.

მოლოდინისადმი კაპიტალის მისადაგების ტექნიკური და ფინანსური შესაძლებლობები. პრინციპის მოქმედების ხარისხი კი დამოკიდებულია კაპიტალტევადობის კოეფიციენტის სხვადასხვა სახეობაზე, საბოლოო პროდუქტის მოთხოვნის ცვლილებებზე და მაკროეკონომიკურ დონეზე მოქმედი ფაქტორების ერთობლივ ზემოქმედებაზე.



ინვესტირებისა და ეკონომიკური ზრდის ურთიერთკავშირის ანალიზის თვალსაზრისით, საინტერესოა ჯ. კეინზის მულტიპლიკატორის თეორიის გაშუქება, რომელიც ხსნის ურთიერთდამოკიდებულებას ეროვნული შემოსავლის მატებასა და ინვესტიციების განსაზღვრულ სიდიდეს შორის. მულტიპლიკატორი, როგორც კოეფიციენტი, გამოხატავს განსაზღვრულ რაოდენობრივ თანაფარდობას ფუნქციონალურ დამოკიდებულებაში მყოფ ორ ან მეტ ცვალებად ეკონომიკურ სიდიდეებს შორის. იგი შეიძლება წარმოდგენილ იქნეს საერთო შემოსავლის ზრდისა და დამატებითი კაპიტალური დაბანდების მოცულობის თანაფარდობით და ამგვარად ხსნის ინვესტირების ზემოქმედებას შემოსავლების ზრდაზე. თავდაპირველად ეს მეთოდი 1931 წელს შემოგეთავაზა რ. კანმა. იგი მიზნად ისახავდა დაედგინა ზოგადი პრინციპები, რომლის დახმარებით შესაძლებელი იქნებოდა ინვესტიციების ზრდასა და მისგან გამომწვეული ერთობლივი დასაქმების მატებას შორის რაოდენობრივი თანაფარდობის გამოთვლა.<sup>1</sup>

მულტიპლიკატორის თეორია, რომელიც თავდაპირველად ეხებოდა უმუშევრობის პრობლემას და ჩამოყალიბდა რ. კანის მიერ კონცეფციის სახით, შემდგომი განვითარება პოვა ჯ. კეინზის ნაშრომებში დასაქმების მულტიპლიკატორის, ინვესტიციების მულტიპლიკატორისა და შემოსავლების მულტიპლიკატორის სახით.

დასაქმების მულტიპლიკატორი გვიჩვენებს იმას, რომ პირველადი დასაქმების მატება, რომელსაც ეკონომიკის ამა თუ იმ დარგში განაპირობებს ინვესტიციები, მოცემულ დარგსა და სხვა დარგებს შორის ჯაჭვური კავშირის არსებობის წყალობით, ამ უკანასკნელში იწვევს დასაქმების გადიდებას პირველად დასაქმებასთან

<sup>1</sup> Кейнс Дж. Общая теория занятости процента и денег М.: „Прогресс“. 1978. გვ. 55.

განსაზღვრული თანაფარდობით. დასაქმების მულტიპლიკატორს ( $K^1$ ) ჯ. კეინზი უწოდებს ერთობლივი დასაქმების მატების ( $\Delta N$ ) შეფარდებას ინვესტიციებიდან უშუალოდ დაკავშირებულ პირველადი დასაქმების მატებასთან ( $\Delta N_2$ ). იგი ფორმულით ასე გამოიხატება:

$$K^1 = \frac{\Delta N}{\Delta N_2}, \quad (8.3)$$

მულტიპლიკატორში იგულისხმება არა მხოლოდ საერთო დასაქმებასა და პირველად დასაქმებას შორის რაოდენობრივი დამოკიდებულების გამომხატველი კოეფიციენტი, არამედ ინვესტიციების მოცულობაზე შემოსავლებისა და, აქედან გამომდინარე, სამომხმარებლო მოთხოვნის რაოდენობრივი დამოკიდებულების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი. ჯ. კეინზი აღნიშნავდა, რომ მულტიპლიკატორი თანაფარდობაა შემოსავლებსა და ინვესტიციებს შორის.

დასაქმების მულტიპლიკატორსა ( $K^1$ ) და ინვესტიციების მულტიპლიკატორს ( $K$ ) შორის ჯ. კეინზმა დაადგინა განსაზღვრული კავშირი: თუ დასაქმების მულტიპლიკატორი ( $K^1$ ) გვიჩვენებს რაოდენობრივ თანაფარდობას დასაქმების საერთო მოცულობის ნამატსა ( $\Delta N$ ) და ინვესტიციების ნამატს ( $\Delta I$ ) შორის, ინვესტიციების მულტიპლიკატორი ( $K$ ) რაოდენობრივი თანაფარდობის გამომხატველია შემოსავლების ნამატსა და ( $\Delta Y$ ) და ინვესტიციების ნამატს ( $\Delta I$ ) შორის. ამ ორ კოეფიციენტს შორის ურთიერთკავშირი განისაზღვრება იმით, რომ დასაქმების მატება ფუნქციონალურ დამოკიდებულებაში იმყოფება ინვესტიციების მატებასთან, ხოლო შემოსავლების მატება - დასაქმების მატებასთან. ამიტომ მულტიპლიკატორის თეორიას საფუძვლად უდევს შემოსავლებსა ( $Y$ ) და დასაქმებას ( $N$ ) შორის ფუნქციონალური ურთიერთკავშირი. შემოსავლების მულტიპლიკატორის თეორიის შესაბამისად ეროვნულ შემოსავალს წარმოქმნის ინვესტიციები,

რომლებიც მასთან იმყოფება რაოდენობრივ დამოკიდებულებაში. ეროვნული შემოსავლის გადიდება და, აქედან გამომდინარე, ერთობლივი მოთხოვნის ნამატი ინვესტიციების საერთო თანხის გადიდების ტოლია, გამრავლებული მულტიპლიკატორზე. ე.ი. შემოსავლების ნამატი ( $\Delta YW$ ) ტოლია ინვესტიციების ნამატი ( $\Delta IW$ ) გამრავლებული მულტიპლიკატორზე ( $K$ ). იგი ფორმულით ასე გამოიხატება:

$$DYW = \Delta IW \cdot K \quad (8.4)$$

მულტიპლიკატორი პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მოხმარებასთან და უკუპროპორციულში - დანაზოგთან. რაც უფრო მაღალია „მოხმარებისაკენ ზღერული მისწრაფება“, მით უფრო დიდია მულტიპლიკატორის სიდიდე და, მაშასადამე, მით უფრო მეტი წინსვლაა დასაქმებაში, რაც გამოწვეულია ცვლილებებით ინვესტიციებში.

ამრიგად, მულტიპლიკატორის თეორია გამოხატავს ეკონომიკის დარგებს შორის ჯაჭვური კავშირის არსებობას და აგებულია შემდეგ მსჯელობაზე: ინვესტიციების გადიდება იწვევს ჯერ დასაქმების, ხოლო შემდეგ საზოგადოების შემოსავლების ზრდას. შესაბამისად იზრდება მოხმარებისათვის განკუთვნილი დანახარჯები. სამომხმარებლო მოთხოვნა მით უფრო მაღლდება, შემოსავლების რაც უფრო მეტი ხვედრითი წონა იხარჯება მოხმარებაზე და ნაკლები დანაზოგზე. თავის მხრივ, რაც უფრო მაღალია სამომხმარებლო მოთხოვნა, მით უფრო დიდია ბაზრის ტევადობა და, მაშასადამე, მით უფრო ხელსაყრელი პირობები იქმნება წარმოების, დასაქმებისა და შემოსავლების ზრდისათვის.

თანაფარდობა ინვესტიციებსა და შემოსავლების ცვალებადობას შორის აისახება აქსელერატორში. ეს უკანასკნელი ინვესტიციების ნამატის ფარდობაა შემოსავლის ნამატთან. აქსელერატორი, მულტუპლიკატორთან ერთად, გამოიყენება ეკონომიკური ზრდის მაკროეკონომიკურ მოდელებში, განსაკუთრებით ჰაროდ-დომარის მოდელში. ეს უკანასკნელი აანალიზებს ინვესტიციების როლს, ინვესტიციებს კი განიხილავს როგორც კაპიტალის დაგროვების საშუალებასა და ერთობლივი მოთხოვნის შემადგენელ კომპონენტს.

მულტიპლიკატორისა და „დაჩქარების პრინციპის“ ერთობლივად გათვალისწინება ხელს უწყობს ეკონომიკური ციკლების უფრო გულდასმით ანალიზსა და ეკონომიკის უთანაბრო განვითარებაში კაპიტალდაბანდებათა წამყვანი როლის გამოვლენას. ამასთან, თუ მულტიპლიკატორი საინვესტიციო პროცესის ფუნქციონირების სქემას აღწერს, დაჩქარების პრინციპი ამ პროცესის ძირითად წანამძღვრებს განსაზღვრავს (აღსანიშნავია ამ თეორიული დებულებების განსაკუთრებული აქტუალობა საქართველოს საინვესტიციო სფეროში შექმნილი სიტუაციის დასასიათების თვალსაზრისით. მართლაც, ქვეყანაში საინვესტიციო კრიზისის უმნიშვნელოვანესი მიზეზებია, ერთი მხრივ, სახელმწიფო ინვესტიციების მოცულობის არსებითი შეკვეცა, მეორე მხრივ კი, საბოლოო პროდუქტზე შიდა მოთხოვნის მკვეთრად დაქვეითება, რაც აუცილებელ წანამძღვრებს არ უქმნის კერძო ინვესტიციების ნაკადს).

ამრიგად, მაკროეკონომიკურ განვითარებაში მთავარ ადგილს საინვესტიციო პროცესები იკავებს, ეს კი, თავის მხრივ, წინასწარ განსაზღვრავს სახელმწიფოს საქმიანობის ძირითად მიმართულებებს გაფართოებული კვლავწარმოების რეგულირებაში. მათ მიეკუთვნება:

1. დაგროვების ოპტიმალური ნორმების დასაბუთება თანამედროვე პირობებში;
2. სახელმწიფოს მონაწილეობა ეროვნული ეკონომიკის ინვესტიციების დაფინანსებასა და დაკრედიტებაში;
3. მეურნეობის სხვადასხვა დარგში კერძო ინვესტიციების ნაკადების სტიმულირება (უპირატესად, პირდაპირი ეკონომიკური მეთოდებით) დაგროვების დასაბუთებული ნორმების შესაბამისად.

ჩამონათვალიდან პირველი შედარებით რთული ეკონომიკური პრობლემაა საწარმოო დაგროვების ოპტიმალური ნორმის ძიება ცენტრალური რგოლია ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპის დაჩქარებაში.

დაგროვების თეორიის ისტორიული მიმოხილვა ორ პერიოდს მოიცავს: პირველ პერიოდში წინა პლანზეა დაგროვების მაქსიმიზაციის პრინციპი შეზღუდვების გარეშე. მაგრამ თანდათანობით იკვეთება,



რომ დაგროვება არა მარტო ზრდის ფაქტორია, არამედ ეკონომიკაში დისპროპორციის მიზეზიცაა. პირველ პერიოდს ეკონომისტებმა დაგროვების პროცესის წინააღმდეგობრიობის აღიარების პერიოდი უწოდეს.

დაგროვების ოპტიმიზაციის პრობლემის წინა პლანზე წამოწევა რამდენადმე წინააღმდეგობრივია მოხმარებასთან მიმართებაში. დაგროვების გაზრდა ამცირებს მოხმარების შესაძლებლობებს, ხოლო მოხმარების გადიდება შედარებით ამცირებს დაგროვების შესაძლებლობებს მომავალში. მაგრამ პრობლემის ამგვარად გადაჭრა დაგროვების პროცესის მხოლოდ ტექნიკურ-ეკონომიკურ ასპექტს ეხება. საქმე ისაა, რომ ყოველგვარი ოპტიმიზაცია აუცილებლად გულისხმობს შეფასების ერთიანი კრიტერიუმის არსებობას. მასზე მთლიანად არის დამოკიდებული საძიებელი სიდიდის ოპტიმალური მნიშვნელობის შერჩევა.

### სადაც $Q$ პროდუქტია, $K$ - კაპიტალი, $t$ - დროის პერიოდი, $\lambda$ შრომის მწარმოებლურობის ზრდის საშუალო წლიური ტემპი, $L$ - მუშების რაოდენობა, $e$ - ნატურალური ლოგარითმის ფუნქცია.

უცხოურ ეკონომიკურ ლიტერატურაში გავრცელებულია „დაგროვების ოქროს წესის“ თეორია. ეს თეორია შედარებით სისტემატიზებულად გადმოგვცა ე. ფელპსმა 1961 წელს სტატიაში „დაგროვების ოქროს წესი“ და 1967 წელს ნაშრომში „ეკონომიკური ზრდის ოქროს წესი“. იმავე მოსაზრებებს გამოთქვამდა ბევრი დასავლელი ეკონომისტი, რომლებიც შეიძლება ჩაითვალოს ამ კონცეფციის თანამოზარეულებად. გარდა ამისა, მხედველობაშია მისაღები ისიც, რომ ამ თეორიამ გარკვეული გავლენა მოახდინა როგორც ნეოკეინზიანურ, ისე ნეოკლასიკურ მიმართულებებზე. პირველისაგან ნასესხებია ზრდის წონასწორული ტემპისა და ნეიტრალური ტექნიკური პროგრესის იდეები, ხოლო მეორისაგან საწარმოო ფუნქციათა აპარატი. ამასთან, ეს თეორია არ იზღუდება მხოლოდ დაგროვების ოპტიმიზაციით, იგი ფაქტობრივად მიზნად ისახავს ეროვნული მუდრეობის ყველა ძირითადი პროპორციის ოპტიმიზაციას.

ე. ფელპსის მიერ შედგენილი ძირითადი განტოლება ასე გამოისახება:

$$Q_t = F [K_t, L_t, e^{\lambda t}], \quad (8.5)$$

სადაც  $Q$  პროდუქტია,  $K$  - კაპიტალი,  $t$  - დროის პერიოდი,  $\lambda$  შრომის მწარმოებლურობის ზრდის საშუალო წლიური ტემპი,  $L$  - მუშების რაოდენობა,  $e$  - ნატურალური ლოგარითმის ფუნქცია.

როგორც ვსჯდავთ, აღნიშნულ თეორიას საფუძვლად უდევს ის, რომ ტექნიკურ პროგრესს ადგილი აქვს უკუღმართკენით მაღალი შრომის მწარმოებლურობის პირობებში. ე. ფელოპის ასკების, რომ დაგროვების ნორმა ის სიდიდეა, რომელიც დამოკიდებულია კაპიტალის კოეფიციენტსა და შრომის მწარმოებლურობის ზრდის ტემპზე. ყველა ეს ფაქტორი ზეგავლენას ახდენს დაგროვების სიდიდეზე.

ზოგიერთი ნაკლოვანების მიუხედავად „ზრდის ოქროს წესის“ შესწავლას დიდი მნიშვნელობა აქვს დაგროვების ოპტიმუმის გაანგარიშების მეცნიერული მეთოდის შესამუშავებლად (კაპიტალის კოეფიციენტის სტაბილურობა, მუშების რაოდენობა და მათი შრომის მწარმოებლურობის ზრდის ტემპი გამოდის როგორც ეგზოგენური ცვლადები, ხოლო დაგროვების ნორმა - მათი შედეგი). ამ თეორიის ავტორებმა დაგროვების ნორმა დაუკავშირეს ეროვნული მეურნეობის განვითარების ზოგიერთ წამყვან ისეთ მაჩვენებლებს, როგორცაა: კაპიტალშეიარაღება და კაპიტალუკუება. დაგროვების ნორმის სიდიდე ორგანულად უკავშირდება როგორც ამ მაჩვენებლებს, ისე მათ დინამიკასაც.

დაგროვების ოპტიმიზაციის პრობლემის გადაწყვეტის წინაშე მდგარმა სიძნელებებმა ბევრი უცხოელი მეცნიერი პესიმისტურად განაწყობ (ი. ტინბერგენი, ჰ. ბოსი, ს. ჩაკროვორტი და ა. შ.). მართლაც, ეკონომიკური განვითარების ისტორია უფლებას არ გვაძლევს დავადგინოთ ზრდის სხვადასხვა ტრაექტორიების მკაცრი მონაცვლეობა, მაგრამ ეკონომიკური განვითარების სხვადასხვა ტენდენციებში მაინც შესაძლებელია გამოვყოთ ორი ძირითადი ეტაპი. მსხვილი კაპიტალური დაბანდებების პირველ ეტაპზე კაპიტალუკუება დაბალია. ეს განპირობებულია იმით, რომ ახალი საშუალებებით მიმდინარეობს წარმოების განახლება, რომლის დროსაც კაპიტალშეიარაღების ზრდის ტემპი აჭარბებს შრომის მწარმოებლურობის ზრდის ტემპს. ამ დროს ხშირად ყალიბდება წარმოების ინფრასტრუქტურა, ჭარბობს ახალი მშენებლობები, ამასთან ხაზგასმითაა გამოკვეთილი ძირითადი კაპიტალის პასიური ნაწილი.

კაპიტალუკუების შემცირებისას მეტი დატვირთვა დაგროვების ნორმაზე მოდის. ერთი მხრივ, დაგროვების ფონდის სახსრების ხარჯზე უნდა შეჩერდეს ვარდნადი კაპიტალუკუების

არახელსაყრელი ზემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე, მეორე მხრივ, დაგროვება წარმოების შემდგომი ზრდის ერთადერთი ბერკეტია.

მაშასადამე, ადრინდელი ტემპის შესანარჩუნებლად უნდა განხორციელდეს დაგროვების ნორმის ზრდა (სხვაგვარად მისი სტაბილურობის დროს ეკონომიკური ზრდის ტემპი დაეცემა). შესაძლებელია, აგრეთვე, დაგროვების ნორმის ნაწილობრივი ამაღლებაც, რომელსაც თან სდევს მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის ნაწილობრივ დაცემა, მაგრამ განსაზღვრულ ეტაპზე იწყება ზრდა, რომელიც უკავშირდება კაპიტალუკუების ამაღლებას. აგრეთვე ვლინდება სხვადასხვა ფაქტორი, რომელიც ზრდის: შრომის მწარმოებლურობას კაპიტალშეიარაღების ზრდასთან შედარებით; მოწყობილობების მწარმოებლურობას მისი ღირებულების ზრდასთან შედარებით; კაპიტალური დაბანდების ხვედრით წონას ახალ მშენებლობებთან შედარებით; წარმოების ტექნიკურ გადაიარაღებას.

კაპიტალუკუების ამაღლების შედარებით მყარი ტენდენციები შეიძლება ნიშნავდეს ან ეკონომიკური განვითარების ტემპის დაჩქარებას, ანდა ადრინდელი ზრდის ტემპის შენარჩუნებას დაგროვების ნორმის შემცირების შემთხვევაში.

რ. მინცინდინსკინი დეკემბრის 1957 წლის ნოემბრის მუშაობის  
შედეგად

დაგროვების თეორიის დარგში რუსმა მკვლევარმა ვ. სოკოლინსკიმ შემოგვთავაზა დაგროვების ოპტიმალური ნორმის განსაზღვრის საკუთარი მეთოდი, რომელიც შემდეგში მდგომარეობს: ეროვნული შემოსავლის ნამეტი თითოეულ მუშაზე ნაწილდება ისეთი ფაქტორების შესაბამისად, როგორცაა: წარმოების ტექნიკური დონის ამაღლება, წარმოების ორგანიზაციის გაუმჯობესება, მუშების კვალიფიკაციის ამაღლება, სტრუქტურული ძვრები, ბუნებრივი პირობები. წარმოების ტექნიკური დონის ამაღლების გზით შრომის მწარმოებლურობის ზრდას იგი განიხილავს როგორც მუშების კაპიტალშეიარაღების ზრდის ფუნქციას, ხოლო სხვა დანარჩენს როგორც მოხმარების ფონდის გადიდების შედეგს ერთ მუშაზე გაანგარიშებით.

ამრიგად, ვ. სოკოლინსკი, ერთი მხრივ, აერთიანებს ფაქტორთა იმ ჯგუფს, რომელიც ზემოქმედებს დაგროვების ოპტიმალური ნორმის შერჩევაზე (მუშების კვალიფიკაციის ამაღლება, წარმოების

ორგანიზაციის გაუმჯობესება, სტრუქტურული ძვრები, ბუნებრივი პირობები), მეორე მხრივ, დემონსტრირებას უკეთებს ახალ მეცნიერულ მიმართულებას ინვესტიციების სფეროში - „ადამიანისეულ კაპიტალში ინვესტიციების“ თეორიის სახით. ეს თეორია აფართოებს დაგროვების ტრადიციულ ჩარჩოებს და მოიცავს ახალ ელემენტს - დაბანდებას სამუშაო ძალის ხარისხის გასაუმჯობესებლად.

მოცემული მიდგომის პრაქტიკული რეალიზაცია დაგროვების ფონდის ფორმირებისას უკავშირდება მეთოდურ პრობლემას. სახელდობრ, აუცილებელია: ა) იმ დანახარჯთა განსაზღვრა, რომლებიც ჩაითვლება საინვესტიციო დანახარჯებად დაგროვების ახალი ფონდის ჩარჩოებში; ბ) ზღვარის გავლება მოხმარებასა და ინვესტიციებს შორის; გ) ამ ინვესტიციებიდან მიღებული შედეგების გამოთვლა.

ამგვარად, დაგროვების ოპტიმალური ნორმის დაწესების სახელმწიფო ამოცანა რთულია როგორც მეცნიერული, ისე პრაქტიკული თვალსაზრისით. მისი გადაწყვეტა მოითხოვს კომპლექსურ მიდგომას, რომელიც ითვალისწინებს კონკრეტული გადაწყვეტილებების რეალიზაციას ეროვნულ ეკონომიკაში. კაპიტალურ დაბანდებასა და საზოგადოებრივი პროდუქტის ზრდის ტემპს შორის დამოკიდებულება ცვლადია დროში და სხვადასხვა ქვეყანაშიც. ამდენად, საინვესტიციო პოლიტიკა უნდა განვიხილოთ როგორც სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიის უმთავრესი ნაწილი. მოცემულ ეტაპზე ოპტიმალური სახით მიღებული დაგროვების დონე დამოკიდებული უნდა იყოს კონკრეტულ ეკონომიკურ პირობებზე, იმ სოციალურ და ეკონომიკურ ამოცანებზე, რომლებიც ყოველთვის დგას ქვეყნის წინაშე ამა თუ იმ პერიოდში. სახელმწიფოს მეორე მთავარი ამოცანა საქმიანი აქტიურობის გაფართოების რეგულირების ნაწილში არის მისი მონაწილეობა ინვესტიციების დაფინანსებასა და დაკრედიტებაში.

**საინვესტიციო პოლიტიკის რეგულირების ეკონომიკური მოტივები**

70-იანი წლების დაგროვების თეორიის ერთ-ერთი უცხოელი თეორეტიკოსი ლ. იოჰანსენი აღნიშნავს, რომ სახელმწიფოს ჩარევის გარეშე არ შეიძლება მივაღწიოთ მაღალ დაგროვების ნორმას. ის ამას ამტკიცებს შემდეგი მოსაზრებებით:

პირველი, დაგროვების მოცულობის საკითხის გადაწყვეტამ მხოლოდ კერძო მწარმოებლებს შეიძლება უპირატესობა მიანიჭოს ეკონომიკური ზრდის მატერიალური საფუძვლების უზრუნველსაყოფად. დაგროვებისათვის საჭირო ზომების მიღება მოითხოვს სახელმწიფოს მხარდაჭერას;

მეორე, სახელმწიფოს ხელში თავმოყრილია უზარმაზარი რესურსი და ამიტომ მან მონაწილეობა უნდა მიიღოს დაგროვების პროცესში;

მესამე, თანამედროვე ეკონომიკურ სისტემას ახასიათებს წინააღმდეგობები, რომელთა გადალახვა სახელმწიფოს ჩარევის გარეშე შეუძლებელია.

კენზი განსაკუთრებულ ყურადღებას სახელმწიფო ინვესტიციებს უთმობდა. იგი ეყრდნობოდა არა მხოლოდ სახელმწიფოს როლს ეროვნული შემოსავლის განაწილებასა და გამოყენებაში (30-იან წლებში ეს როლი ჯერ კიდევ არ იყო მნიშვნელოვანი), არამედ საინვესტიციო პროცესის თავისებურებებსაც შრომის საზოგადოებრივი დანაწილებაში. მან მულტიპლიკატორის საშუალებით დაასაბუთა, რომ ინვესტიციების განხორციელება ერთ დარგში წარმოშობს მოთხოვნას სხვა დარგებში, ეკონომიკას აძლევს იმპულსს, ხელს უწყობს ახალი ინვესტიციების წარმოქმნასა და ერთობლივი წმინდა ინვესტიციების ზრდას. წარმოების მოცულობის მოსალოდნელ ცვლილებებზე ერთობლივი წმინდა ინვესტიციების დამოკიდებულება აქსელერატორის პრინციპში აისახება. უმარტივესი ფორმით ეს პრინციპი შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგი სახით:

$$I_t = a \Delta Y_{t-1} + b, \quad (8.6)$$

სადაც  $a$  აქსელერაციის კოეფიციენტია,  $\Delta$  - „მცირე ცვლილება“,  $Y_{t-1}$  - წარმოების მოცულობის ცვლილება წინა წელში, ხოლო  $b$  ინვესტიციები, რომლებიც მიმართულია ძირითადი კაპიტალის მწყობრიდან გამოსული ნაწილის შესაცვლელად.

სახელმწიფო აფინანსებს მიზნობრივ პროგრამებს, ახორციელებს ღონისძიებებს ეროვნული ეკონომიკის იმ პრიორიტეტული დარგების მხარდასაჭერად, რომლებიც საჭიროებენ ფინანსურ დახმარებას.

დაფინანსება შეიძლება განხორციელდეს სუბსიდიებისა და კომპენსაციების გაცემის გზით. სახელმწიფო დაფინანსება ითვალისწინებს სამეურნეო სუბიექტებისთვის შესაბამისი სახსრების უშუალოდ გამოყოფას. ამასთან, იგი შეიძლება გატარდეს გამჟღავნებულად ხელისუფლებისა და მმართველობის ადგილობრივი ორგანოების ბიუჯეტების მეშვეობით.

განვითარებულ ქვეყნებში სახელმწიფო ფინანსურ დახმარებას ეწევა სწორედ სუბვენციების სახით. ეს კანონზომიერი მოვლენაა, ვინაიდან, ერთი მხრივ, სუბვენციების ნაწილს აქვს „საინვესტიციო“ სტატუსი, მეორე მხრივ კი, სუბვენციური დაფინანსება ცენტრალური და რეგიონული ბიუჯეტების წილობრივი მონაწილეობით ხორციელდება. იგი გულისხმობს აგრეთვე ფულადი სახსრების მკაცრ მიზნობრივ გამოყენებასა და არადანიშნულებისამებრ გამოყენების შემთხვევაში უკან დაბრუნებას.

### საინვესტიციო დახმარების გაცემა

საინვესტიციო საქმიანობის პრიორიტეტის კონცეფცია ახალი არ არის. იგი შეიმუშავა ინგლისელმა ეკონომისტმა უ. როსტოუმ, ჯერ კიდევ, XX საუკუნის პირველ ნახევარში და მას „დახმარებადი ზრდის კონცეფცია“ ეწოდა. საინტერესოა ის ფაქტი, რომ თავისი თეორიის დასადასტურებლად უ. როსტოუმ მოიყვანა საბჭოთა ინდუსტრიალიზაციის მაგალითი, როცა დაგროვების ნორმა ეროვნულ შემოსავალში სწრაფად იზრდებოდა (1926-1932 წლებში 15,9 %-დან 26,4%-მდე). მასთან, სწრაფი ტემპით ვითარდებოდა მანქანათმშენებლობა, მეტალურგია, ენერგეტიკა, ქიმიკა, რამაც, საბოლოო ანგარიშით, განაპირობა ეროვნული შემოსავლის ზრდის მაღალი ტემპი. 1928-1932 წლებში მან საშუალოდ 16,2 % შეადგინა წელიწადში.

როგორც ცნობილია, საინვესტიციო პროცესი სამრეწველო (ინდუსტრიული) პოლიტიკის უმთავრესი შემადგენელი ნაწილია. 1950-1970-იან წლებში განვითარებულ ქვეყნებში ასე თუ ისე შეიმჩნეოდა სამრეწველო პოლიტიკის მოდელის უპირატესობა, რომელიც ეფუძნებოდა ცალკეული საწარმოებისა და დარგების

<sup>1</sup> Никитин С.М. Глазова Е.С. Стеранова М.П. Налогообложение и экономическое развитие. „Деньги и кредит“, 1996. გვ.60-61.

პრიორეტული განვითარების სტიმულირებას.<sup>1</sup> ამავე დროს, ინვესტირების კონკრეტული პრიორიტეტის პრობლემა, ან სხვაგვარად, „ზრდის წერტილების“ იდენტიფიკაციის პრობლემა უკიდურესად რთულია და მისი გადაწყვეტა მოითხოვს თანამედროვე სოციალურ-ეკონომიკური ამოცანების გათვალისწინებას. ეკონომიკური სივრცის ესა თუ ის ელემენტი შეიძლება მიეკუთვნოს „ზრდის წერტილებს“ სტრუქტურული პოლიტიკის პრიორიტეტის თვალსაზრისით, თუ კი იგი მოქმედებს ეფექტიანად, აფართოებს თავისი საქმიანობის სფეროში მოზიდულ ფინანსურ, შრომით და სხვა რესურსებს, ხელს უწყობს ე.წ. „ზრდის სექტორების“ ფორმირებას „ზრდის წერტილების“ ბაზაზე. ამ კრიტერიუმების გარდა, „ზრდის წერტილებს“ მიეკუთვნება, აგრეთვე, საექსპორტო ორიენტაცია და იმპორტჩანაცვლების უზრუნველყოფა, ბიუჯეტში ყველა სახის შემოსულობათა გადიდება, ეკოლოგიური პრობლემების გაუმჯობესება და ა. შ.

### საექსპორტო ორიენტაცია და იმპორტჩანაცვლება

ამასთან დაკავშირებით საჭიროა ცალკე ითქვას საექსპორტო მულტიპლიკატორის შესახებ. ეს კოეფიციენტი გამოხატავს ეროვნული შემოსავლის ზრდის თანაფარდობას საექსპორტო მიწოდების საწყისი მატების მიმართ. საექსპორტო მიწოდების დამატებითი გაზრდა, რომელიც უკავშირდება მოთხოვნის ამალგებას საზღვარგარეთ, აღიძებს წარმოებას სხვა თანაბარი პირობებში, რითაც იქმნება დამატებითი შემოსავალი. იგი, თავის მხრივ, ზემოქმედებს წარმოების ზრდაზე. სწორედ ამიტომ საექსპორტო მულტიპლიკატორი არის აგრეთვე მიმართებაში „ინვესტიციურ ღია ეკონომიკასთან“.<sup>1</sup> ამასთან, აღსანიშნავია, რომ საწარმოების ან დარგების საექსპორტო ინვესტიცია არაა აუცილებელი კრიტერიუმი ინვესტიციების პროპორციების განსაზღვრისათვის. წარმოება სწრაფად და ეფექტიანად ვითარდება, როცა იგი ორიენტაციას იღებს შიდა ბაზარზე. ასეთ პირობებში მჭიდრო კავშირი მყარდება მომხმარებლებსა და მწარმოებლებს შორის. მაგრამ ეს კავშირი მაშინ არსებობს, როცა სახელმწიფო იცავს შიდა ბაზარს უცხოელი კონკურენტებისაგან ადგილობრივი წარმოების განვითარების მიზნით. ამის საუკეთესო მაგალითია იაპონია. მაგალითად. 1988-1992 წლების პერიოდისთვის მიღებულმა იაპონიის

<sup>1</sup> Бернар Ш., Котли Ж. Толковый экономический словарь. Пер. с франц. В 2-х томах. Г. Е. М.: 1994. გვ. 131.

„ახალმა ეკონომიკურმა გეგმამ“ ორიენტაცია შეუცვალა ქვეყნის ეროვნულ ეკონომიკას და საგარეო ვაჭრობის (ექსპორტის) არასტაბილური საფუძვლიდან შედარებით მყარ შიდა მოთხოვნაზე გადაიტანა იგი.<sup>1</sup>

საინვესტიციო პროცესის გააქტიურებაში მნიშვნელოვანი როლი ეკუთვნის სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის სიდიდის რეგულირებას. ეს თეზისი, შეიძლება ითქვას, კეინზის თეორიის ერთ-ერთი ცენტრალური ფრაგმენტია. ამ საკითხს დიდ ყურადღებას უთმობს, აგრეთვე, ლ. იოჰანსენი, რომელიც იხილავს საინვესტიციო საქმიანობის აქტივიზაციის პრობლემებს. იგი მხარს უჭერს ბიუჯეტური დეფიციტის, როგორც ეკონომიკური ზრდის მიღწევის საშუალების, გამოყენების კეინზიანურ იდეებს. რამდენადაც დეფიციტი იძულებით იწვევს დამატებითი საკრედიტო სახსრების შექმნას, იმდენად იცვლება საერთო შემოსავლის მოცულობა.

#### 8.4. ინვესტიციების თეორიის მიკროეკონომიკური ასპექტები

ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება მნიშვნელოვანია როგორც მეცნიერული, ისე პრაქტიკული თვალსაზრისით. მისთვის დამახასიათებელია თვისებრივი და რაოდენობრივი ასპექტები.

პრობლემის თვისებრივი ასპექტი განპირობებულია მეწარმეების მიერ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მრავალფეროვანი მოტივაციით, რაც, თავის მხრივ, განსაზღვრავს ინვესტიციების შეფასების მაჩვენებელთა სიმრავლეს.

#### საინვესტიციო საქმიანობის მოტივები

პირობითად საინვესტიციო საქმიანობის მოტივებს შემდეგნაირად აჯგუფებენ:

1. „საწარმოს გადარჩენის თეორია“, რომელიც ინვესტიციების მოტივად წინა პლანზე წამოსწევს საწარმოს სამეწარმეო საქმიანობის შემდგომი გაგრძელების შეუძლებლობას საწარმოო-ტექნიკური ბაზის განახლების გარეშე.

2. „ინვესტიციების აქსელერაციული თეორია“, რომელიც საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას გადამწყვეტ უპირატესობას ანიჭებს საწარმოო სიმძლავრეების გადიდების აუცილებლობას;

<sup>1</sup> Хлынов В. Общегосударственные рыночной экономики (опыт Японии). „Экономист“, 1994. №4, გვ.90-94.



3. თეორიები, რომლებიც ემყარება მოგების მოტივს (აღნიშნული ჯგუფი შეიძლება დაიყოს ორ ქვეჯგუფად: თეორიებად, რომლებიც განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევენ მოგებას, როგორც ინვესტიციების მიზანს და თეორიები, რომლებიც მოგებაში ხელავენ ინვესტიციების დაფინანსების ძირითად წყაროს).

4. სხვა თეორიები, რომლებსაც ინვესტიციების მოტივები დაჰყავთ პირად, კერძო გარემოებებამდე. ისინი ხაზს უსვამენ თანამედროვე კორპორაციებში საკუთრებისა და მართვის კატეგორიების გამოყოფას. შედეგად შესაბამისია: მმართველები არ არიან დაინტერესებული მესაკუთრეთა გამდიდრებით. ისინი კმაყოფილდებიან განსაზღვრულ პრობლემათა გადაწყვეტის შედეგად მიღებული შედეგებით.

თეორია, რომელიც მოგებას ინვესტიციების მთავარ მოტივად მიიჩნევს, ნეოკლასიკურის სახელწოდებითაა ცნობილი, რამდენადაც მეწარმე თავის გადაწყვეტილებაში ყურადღებას აქცევს მოგებისა და პროცენტის ნორმას, იყენებს მარჟინალური ანალიზის მეთოდებს.

უცხოურ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ინვესტიციებზე მოგების განსაზღვრისათვის ფართოდაა გავრცელებული მოსალოდნელი შემოსავლების აღრიცხვა მათი დისკონტირებით. მიღებული სიდიდე ცნობილია, აგრეთვე როგორც „ფირმის ღირებულება“.

თუ წლიური შემოსავალი მომავალი პერიოდისათვის ( $j = 1...n$ ) უდრის  $R_1, R_2, R_3, \dots, R$ , მაშინ ფირმის ღირებულება ( $P$ ) ტოლი იქნება.<sup>1</sup>

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R}{(1+i)^i} \quad (8.7)$$

ცხადია, ფირმის მიზანი მოგების მიღებაა. ამასთან, ინვესტირება მიზანშეწონილია მანამ, სანამ დაბანდების საბოლოო ერთეულზე შემოსავალი გადააჭარბებს ბაზარზე შემოსავლიანობის პროცენტის საშუალო განაკვეთის სიდიდეს.

აღნიშნული ფორმულა ფართოდ გამოიყენება ინვესტიციურ ანალიზში, მაგრამ რესურსების აუცილებელი შეზღუდვის შემთხვევაში ყოველთვის წარმოიშევა „კონფლიქტები“, ერთი მხრივ,

<sup>1</sup> Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций. М.: „Дело“, 1998. გვ.181.

დაუყოვნებლივ, მაგრამ უკლარებით დაბალი ეფექტის მომტანსა და მეორე მხრივ, დიდი ეფექტის, მაგრამ შემოსავლების ხანგრძლივი პერიოდის შემდეგ მომტან ინვესტიციებს შორის.

მაქსიმალური დისკონტირებული შემოსავლის მიღების კრიტერიუმს ხშირად უპირისპირდება კაპიტალური დაბანდების ანაზღაურების მინიმალური კოეფიციენტის კრიტერიუმი. იგი დროში გადაანგარიშებული ნორმაა, რომლის გამოყენება ათანაბრებს დისკონტირებულ მოგებასა და ინვესტიციებს.

დასახელებული კრიტერიუმი ერთნაირად გამოიყენება საინვესტიციო პროექტის მიღებისას (ან მიუღებლობისას), მაგრამ სხვადასხვა მასშტაბის საინვესტიციო პროექტების შემუშავებისას ანდა შერჩევისას ეს კრიტერიუმები სხვადასხვა შედეგს იძლევა.<sup>1</sup>

~~საინვესტიციო პროექტის მიღებისას (ან მიუღებლობისას), მაგრამ სხვადასხვა მასშტაბის საინვესტიციო პროექტების შემუშავებისას ანდა შერჩევისას ეს კრიტერიუმები სხვადასხვა შედეგს იძლევა.~~

მიუხედავად იმისა, რომ დისკონტირების (ან აქტუალიზაციის) ოპერაციები ფართოდ გამოიყენება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შერჩევისას, აუცილებელია აღინიშნოს ეკონომიკური შეფასების ამ ინსტრუმენტის განსაზღვრული პირობითობა.

დისკონტირების გაანგარიშების ხერხში საბაზისო სიდიდედ გამოიყენება ბანკის საპროცენტო განაკვეთი. ეს განაკვეთი ერთ-ერთი იმ ფაქტორთაგანია, რომელიც განსაზღვრავს ინვესტირების ობიექტის მომავალ ღირებულებასა და, საერთოდ, ინვესტიციურ აქტიურობას. გარდა ამისა, პროცენტის სააღრიცხვო განაკვეთი ცვლილებას იწვევს არა მარტო წარმოების, არამედ საფინანსო სუეროში (მაგალითად, ბანკებს შეუძლიათ ზემოქმედება მიანდინონ პროცენტის სიდიდეზე ანა თუ იმ საფინანსო პოლიტიკის გატარების მიზნით). ამდენად, დისკონტირების მეთოდის გამოყენება საკმაოდ პირობითად შეიძლება ჩაითვალოს.

ამასთან დაკავშირებით, დისკონტირების ხერხი გამოიყენება მხოლოდ განსაზღვრულ ფარგლებში განსხვავებული ვადის ობიექტების მშენებლობისა და ამოქმედებისათვის. შესაძლო კაპიტალური დაბანდების სხვადასხვა ვარიანტიდან უფრო მიზანშეწონილი ოპტიმალური ვარიანტის შერჩევისათვის.

<sup>1</sup> ნიხა А. Прибыль. Пер. с Франц.-го. М.: „Универс“. 1993. გვ. 91.

დისკონტირების მეთოდი საშუალებას იძლევა შეირჩეს საინვესტიციო პროექტი ფინანსური რენტაბელობის კუთხით, ამიტომაც მისი გამოყენება სასარგებლოა მხოლოდ ეკონომიკური არჩევანის პრობლემის გადაჭრისას, განსაკუთრებით მაშინ, თუ საქმე ეხება სახელმწიფო ინვესტიციებს. იგი არ ითვალისწინებს სოციალურ და პოლიტიკურ მოტივებს, საერთოდ, ეკონომიკასა და მის განვითარებაში რაოდენობრივ და რეგიონულ პროპორციებთან დაკავშირებულ ინტერესებს, საზოგადოებრივი კეთილდღეობის ზრდასა და სხვა არარაოდენობრივ ფაქტორებს, რომლებიც ზემოქმედებენ გადაწყვეტილების მიღებაზე. მიუხედავად ამისა, ეკონომიკური ოპერაციების დისკონტირების ზემოაღნიშნული ნაკლოვანებები უმეტესად თეორიული ანალიზის შედეგია. ამასთან დაკავშირებით, მართებულია პარალელის გაკლება დისკონტირების ოპერაციებსა და ძირითადი კაპიტალის ამორტიზაციის დარიცხვის პრაქტიკაში მიღებულ ხერხს შორის. ეს უკანასკნელი თეორიტიკოსი ეკონომისტების ფართო კრიტიკის საგანია თავდაპირველი ხარჯების ანაზღაურების სიზუსტისა და ადეკვატურობის ნაწილში. მოხერხებულობის გამო, ამორტიზაციის ნორმის გამოთვლის ამჟამინდელი ხერხი,  $II/T$  ფარდობა (სადაც  $II$  არის ძირითადი კაპიტალის თავდაპირველი ღირებულება ფუნქციონირების მთელი ვადისათვის, ხოლო  $T$  — მისი მომსახურების ვადა) გამოიყენება ყველა ქვეყნის ეკონომიკაში. დისკონტირების მეთოდსაც აქვს გამოყენების შედეგებით მოხერხებული ხასიათი და დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა.

როგორც ცნობილია, დისკონტირების ოპერაციის ეკონომიკური არსი მდგომარეობს არა მხოლოდ და არა იმდენად დაბანდებული კაპიტალის ღირებულების ცვლილების დროში გაზომვაში, არამედ მისი ძირითადი ფუნქციაა მოცემული დაბანდებული კაპიტალის შემოსავლიანობის შედარებითი ანალიზის ჩატარება კაპიტალის ბაზარზე ჩამოყალიბებული დაბანდებების საშუალო შემოსავლიანობის მიმართ.

დისკონტირება ადგენს პირველის გასწრებას (ან იგივეობას), ანდა ჩამორჩენას უკანასკნელთან შედარებით, აგრეთვე, იძლევა

არსებული უთანასწორობის რაოდენობრივ შეუასებას. ჩამორჩენის სახით არსებული უთანასწორობის დროს ინვესტორი მხედველობაში იღებს ყველა დანარჩენ მოსაზრებას, გარდა შემოსავლიანობისა.

შეეჩრდებით მომავალი გრძელვადიანი დაბანდებების ეკონომიკური შეფასების საკითხის ერთ მხარეზე. საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მოტივების ზემოთ მოყვანილ კლასიფიკაციაში მოგებას პირველი ადგილი არ უკავია. მართლაც, XX საუკუნის მეორე ნახევარში ბევრი უცხოელი მკვლევარის ნაშრომში მოგების როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების საფუძვლისა და რესურსების განაწილების კრიტერიუმის მნიშვნელობა დაქვეითებულა. ეს ეკონომიკური რეალობაა. ამჟამად გადაწყვეტილების მიღების ფინანსური კრიტერიუმების გვერდით (დისკონტირებული შემოსავლის, კაპიტალურ დაბანდებათა ანაზღაურების კოეფიციენტის, სადაც მოგება ყველა გაანგარიშების ბაზაა) არსებობს სხვა კრიტერიუმებიც, რომელთა საშუალებითაც მოგების მაქსიმიზაციის ამოცანა მეორე ეტაპზე გადაიწევს (მაგალითად, კაპიტალდაბანდების ანაზღაურების ვადა და საამორტიზაციო ანარიცხების ყოველწლიური მოცულობა).<sup>1</sup>

### მოგების მაქსიმიზაციის საკითხი

მოგების მაქსიმიზაციასთან ნაკლებადაა შეხამებული ინვესტიციების აქსელერაციული თეორია. მოცემულ შემთხვევაში საწარმო მიისწრაფვის მაღალის განსაზღვრულ ზრდას. ზრდისკენ მიისწრაფება შეიძლება სხვადასხვა იყოს: გაყიდვათა მოცულობა, ბაზრის წილი, დასაქმებულთა რაოდენობა, საკუთარი კაპიტალის სიდიდე და სხვ. ამასთან, რიგ შემთხვევებში ინვესტიციების მომგებიანობის კრიტერიუმები ემთხვევა ზრდის ზოგიერთ დასახელებულ მაჩვენებელს. გარდა ამისა, ხშირად აღნიშნავენ, რომ გრძელვადიან პერსპექტივაში მოგებისაკენ სწრაფვა უსწრებს სხვა მიზნებს, რამდენადაც მათი განხორციელება შესაძლებელია მხოლოდ ფირმების მომგებიანად ფუნქციონირების პირობებში. ამ საკითხის განხილვისას ფრანგი მეცნიერი ბ. მიუნე შენიშნავდა, რომ „გაცილებით მაღალი მოგების მქონე ფირმები გამოირჩევიან დიდი სიცოცხლისუნარიანობითაც“.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Боба А. Прибыль. Пер. с Франц.-го. М.: „Универс“, 1993. გვ.95.

<sup>2</sup> იგივე, გვ.96.

ამგვარად, საინვესტიციო საქმიანობის მოტივაციის სისტემაში მიმდინარე ცვლილებების მიუხედავად, მოგება რჩება საინვესტიციო პროცესის მასშტაბებისა და მიმართულებების განმსაზღვრელ უმთავრეს კრიტერიუმად (ცხადია, რომ არ უნდა შემოვიფარგლოთ მხოლოდ მოგების პროგნოზირებით, აუცილებელია აქტიურად ვუხელმძღვანელოთ მისი მიღების პროცესს).

სარისხობრივთან ერთად, დიდი მნიშვნელობა აქვს ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების რაოდენობრივ ასპექტსაც. ერთი მხრივ, მისთვის დამახასიათებელია დისკონტირების ბაზის შერჩევის სირთულე, რომელიც ინვესტიციების ეკონომიკური შეფასების ფართოდ გავრცელებული ფორმაა; მეორე მხრივ, პრობლემას წარმოადგენს ოპტიმალური, აქედან გამომდინარე კი, ინვესტიციებისათვის რეკომენდებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების კრიტერიუმების მნიშვნელობათა შერჩევა.

ასე რომ, საწარმოთა მოგების სახელმწიფო რეგულირებას როგორც აბსოლუტური სიდიდის, ისე შეფარდებითი პარამეტრების სახით უდიდესი მნიშვნელობა აქვს საქმიანობის საინვესტიციო აქტიურობის სტიმულირებაში. ჯერ ერთი, მოგება არის საწარმოს თვითდაფინანსების უმთავრესი წყარო; მეორე, მოსალოდნელი მოგება საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების საფუძველია; მესამე, მოგება საინვესტიციო პროექტის ეკონომიკური ეფექტიანობის გაზომვის ერთ-ერთი ცენტრალური მაჩვენებელია.

## საინვესტიციო პროექტის ეკონომიკური ეფექტიანობის გაზომვის ერთ-ერთი ცენტრალური მაჩვენებელია

თვითდაფინანსების სხვა წყარო საწარმოების გრძელვადიანი აქტივების ამორტიზაციაა. აქედან გამომდინარე, ინვესტიციური აქტიურობის რეგულირების მთავარი ინსტრუმენტია სახელმწიფოს მიერ გატარებული საამორტიზაციო პოლიტიკა.

პრინციპულად ამორტიზაცია შეიძლება განისაზღვროს როგორც გრძელვადიანი კვლავწარმოებითი ფაქტორების უბრალო კვლავწარმოების დანახარჯები. ამიტომ სრულიად კანონზომიერად ჩნდება კითხვა: რა საერთო აქვს საამორტიზაციო პოლიტიკას გაფართოებული კვლავწარმოების განხორციელების სახელმწიფო რეგულირებასთან?

კ. მარქსი აღნიშნავდა: „ფულად გადაქცეული ძირითადი კაპიტალის ღირებულების ნაწილი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს წარმოების გაფართოებისა ან მანქანების განახლებისათვის, რომელიც აამაღლებდა მათ ეფექტიანობას... გაფართოებული კვლავწარმოება გამოძღინარეობს არა დაგროვებიდან, არამედ იმ ღირებულების უკუგარდაქმნიდან, რომელიც გამოცალკედა ფულის სახით ძირითადი კაპიტალის სხეულიდან და გარდაიქმნა იმავე გვარობის ახალ, ან დამატებით, ან უფრო ეფექტიან ძირითად კაპიტალად“.<sup>1</sup>

ვ. ნ. ბოგაჩევი ამ თვალსაზრისის წინააღმდეგი გამოვიდა. მან მოიყვანა ეკონომიკური თეორიის კლასიკოსის შენიშვნა იმის შესახებ, რომ „აღრიცხვის ხერხი საბუღალტრო წიგნებში, რა თქმა უნდა, სინამდვილეში არაფერს არ ცვლის იმ საკითხებთან მიმართებაში, რისთვისაც იქმნება ეს წიგნები“ და შემდეგ მსჯელობს ასე: თუ სინამდვილეში საკითხთა თანაფარდობა არ ემთხვევა საბუღალტრო პრაქტიკას, მაშინ ამ უკანასკნელს არ შეუძლია იყოს ბუნების შესახებ ცოდნის წყარო. ამორტიზაციის ნამდვილი მნიშვნელობა ჩანს მისი, როგორც მარტივი კვლავწარმოების ხარჯების განსაზღვრებიდან. ამორტიზაცია წარმოგვიდგება ყველაზე უფრო მანევრირებად მუხლად ანგარიშწარმოებაში, რომელიც საშუალებას იძლევა დაფაროს მოგების ნაწილი დანახარჯების რუბრიკის ქვეშ, ანდა, პირიქით, „მომავალი პერიოდების დანახარჯები“ მიმდინარე მოგებად გაასაღოს.<sup>2</sup> მართლაც, ამგვარი ანგარიშწარმოების თავალსაზრისით, გაფართოებული კვლავწარმოების წყაროდ მართლაც ხარჯები გამოდის და არა დაგროვება.

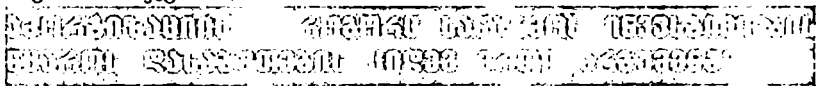
ამგვარად, გაფართოებული კვლავწარმოების წყაროების ფორმირებისა და გამოყენების თეორიისა და პრაქტიკის შეუსაბამობა იწვევს გაუგებრობას ცნებებში. უნდა ითქვას, რომ ეს გაუგებრობა კიდევ უფრო გააძლიერა არც თუ ისე დიდი ხნის წინათ ისეთი სახის გრძელვადიანი კვლავწარმოებითი აქტივების შემოღებამ, რომლებმაც მიიღეს „არამატერიალური აქტივების“ სახელწოდება. წარმოების პროცესში მათი ჩართვა და, შესაბამისად, მათი

<sup>1</sup> მარქსი კ. კაპიტალი. ტ. II, თბ., 1957. გვ. 212.

<sup>2</sup> Богачев В.Н. Прибыль (о рыночной экономике и эффективности капитала). М.: „Финансы и статистика“. 1993. გვ. 139-140.

ღირებულების დაფარვის სქემა წარმოების დანახარჯებში შეტანის გზით ძალიან ჰგავს ძირითად საშუალებებთან დაკავშირებულ ანალოგიურ პროცესებს. ამასთან დაკავშირებით ინვესტიციების დაფინანსების სააღრიცხვო მეთოდოლოგიამ მათ ორ ტრადიციულ წყაროს ("ძირითადი საშუალებების ამორტიზაცია" და „საწარმოს განკარგულებაში დარჩენილი მოგება“) მესამეც მიუმატა „არამატერიალური აქტივების ცვეთა“. ასეთ პირობებში უფრო რთული გახდა კონკრეტული საწარმოს დონეზე იმის გამოვლენა, რომ, მაგალითად, ძირითადი საშუალებების პარკის გაფართოების ხარჯები (რომელიც დამახასიათებელია გაფართოებული კვლავწარმოებისათვის) ხორციელდება მომავალში აუნაზღაურებადი არამატერიალური აქტივების ხარჯზე. დღეისათვის საქართველოში არამატერიალურ აქტივებში იგულისხმება: „პატენტები, ლიცენზიები, მიწის ნაკვეთებით და ბუნებათსარგებლობის ობიექტებით სარგებლობის უფლება, საორგანიზაციო დანახარჯები...“<sup>1</sup> და სხვ. რაც, თავის მხრივ, ართულებს გაფართოებული კვლავწარმოების პროცესის აღრიცხვასა და რეგულირებას.

მოცემული ვითარების გარკვევის შესაძლებლობა ჯერჯერობით არ ჩანს. ეკონომიკური პრაქტიკის თვალსაზრისით, დარიცხული ამორტიზაციის ხარჯვის ორგანიზება ძირითადი კაპიტალის მკაცრად განსაზღვრული ობიექტის მხოლოდ რენოვაციაზე არარეალურია და მიზანშეუწონელი (უფრო მეტად მოჩვენებითია რაიმე კონტროლი ასეთი ხარჯვისას).



არის ერთი დამატებითი გარემოებაც, რომელიც ამორტიზაციას, როგორც საწარმოს ინვესტიციების წყაროს, მართებულად მიიჩნევს. ის მეთოდოლოგიური მიდგომა, როდესაც გრძელვადიანი აქტივების მომსახურების მთლიანი ვადის განმავლობაში შესრულებული ჯამური საამორტიზაციო ანარიცხები უტოლდება მათ საწყის ღირებულებას, ყოველთვის არ მიიჩნევა მართებულად. ეკონომისტებს შორის არსებობს თვალსაზრისი, რომ მოწყობილობის შეცვლის ფასი შეიძლება იყოს

<sup>1</sup> საინვესტიციო საქმიანობა საქართველოში, საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტი. თბ., 2001. გვ.6.

უფრო მაღალი მისი შექენის ფასთან შედარებით; ესე იგი, საამორტიზაციო ანარიცხები უნდა გამოვთვალოთ არა შექენის ფასის ბაზაზე, არამედ სწორედ შეცვლის ფასის ბაზაზე ან აღდგენის ღირებულების საფუძველზე.

საჭიროა აღინიშნოს, რომ ამორტიზაციის გაანგარიშების ბაზის ზემოაღნიშნული პრაქტიკა გამოიყენებოდა საფრანგეთში საწარმოების მიერ ბალანსების გადაფასებისას. ასეთი გადაფასება ტარდება საამორტიზაციო ანარიცხების გადიდების მიზნით, რაც, თავის მხრივ, განაპირობებს გადასახადით დასაბეგრი მოგების წილის შემცირებას. ასეთი გადაფასების კანონები საფრანგეთში მიღებულ იქნა 1930, 1945, 1959 წლებში. 1976 წლის 29 დეკემბრის კანონით გატარდა ბალანსების მინიგადაფასება, მან მოიცვა მხოლოდ კომპანიების კუთვნილი ის კაპიტალური აქტივები, რომლებიც ადრე არ ექვემდებარებოდნენ ამორტიზაციას და რომელთა აქციებიც ბირჟაზე კოტირდებოდა.<sup>1</sup>

გარდა ამისა, გაცვეთილი ძირითადი კაპიტალის სანაცვლოდ შექენილი ახალი მოწყობილობები ტექნიკურ ეკონომიკური მახასიათებლებით შეიძლება აჭარბებდეს თავიანთ „წინამორბედს“. ეს მოვლენა მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესითაა განპირობებული და სავსებით შესაძლებელია დავახასიათოთ როგორც გაფართოებული კვლავწარმოების ასახვა.

საწარმოების ინვესტიციური საქმიანობის აღრიცხვისა და ანგარიშგების პრაქტიკული ორგანიზაციის, ამორტიზაციის გაანგარიშების ბაზაში, პრინციპული ცვლილებებისა და მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესის მოქმედებიდან გამომდინარე, გრძელვადიანი აქტივების ამორტიზაცია ინვესტიციების განხორციელების მნიშვნელოვან საკუთარ წყაროდ გვევლინება. ამიტომაც სახელმწიფოს მიერ საამორტიზაციო პოლიტიკის სწორი პრინციპების დადგენა ინვესტიციური აქტიურობის რეგულირების არსებითი ფაქტორია.

### ინვესტიციური საქმიანობის

საწარმოთა საამორტიზაციო ანარიცხებთან დაკავშირებით სხვადასხვა ქვეყნების კანონები განსხვავებულია. მათში გვხვდება წრფივი (ე.ი. დროში მუდმივი), რეგრესიული, დაჩქარებული ამორტიზაცია,

<sup>1</sup> Кулман А. Экономические механизмы. Пер. с Франц.-го, М.: „Универс“. 1993. გვ.85.



ძირითადი კაპიტალის აღდგენისათვის საჭირო რეზერვების შექმნისა და რიგი სხვა ვარიანტებიც. მათი გამოყენების საბოლოო მიზანია საწარმოს მოგებაზე გადასახადის გაანგარიშების ბაზის დიდად თუ მცირედ, მუდმივად თუ დროებით შემცირება, რაც, საბოლოო ანგარიშით, ხელს უწყობს თვითდაფინანსების წყაროების გაფართოებას.

დაჩქარებული ამორტიზაცია ინვესტიციებზე ზემოქმედებს შემდეგი სახით:

1. ზრდის საამორტიზაციო ანარიცხების საერთო თანხას ძირითადი კაპიტალის ექსპლუატაციის საწყის პერიოდში;
2. აჩქარებს ძირითადი კაპიტალის ბრუნვას და, შესაბამისად, ამცირებს გრძელვადიანი დაბანდების რისკის ხარისხს;
3. ზრდის საწარმოების ინვესტირების საკუთარ რესურსებს და ამით ამცირებს საბანკო პროცენტის ნორმას;
4. ხელს უწყობს მოძველებული მოწყობილობების ლიკვიდაციასთან დაკავშირებული ფსიქოლოგიური ბარიერის გადალახვას;
5. ამცირებს საწარმოს ძირითადი კაპიტალის მომავალი ცვეთით გამოწვეულ დანაკარგებს.

ამდენად, სახელმწიფომ დაჩქარებული ამორტიზაცია აქტიურად უნდა გამოიყენოს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანად სტიმულირებისათვის.

**ინვესტიციური აქტიურობის მნიშვნელოვანი ფაქტორია დანაზოგის მოცულობა (დანაზოგში იგულისხმება შემოსავლის ის ნაწილი, რომელიც არ არის გამიზნული მოხმარებისთვის, არც საწარმოს და არც მოსახლეობის მხრიდან). ერთ-ერთი პირველი მეცნიერი, რომელმაც ჯერ კიდევ მეორე მსოფლიო ომამდე გამოპყო იგი ინვესტიციური აქტიურობის ცენტრალურ ფაქტორად, იყო პოლონელი მ. კალეცკი. იგი წერდა: "საინვესტიციო გადაწყვეტილებები მჭიდროდაა დაკავშირებული კომპანიების კაპიტალის „შიდა“ დაგროვებასთან, ე.ი. კომპანიების ერთობლივ დანაზოგებთან. ერთობლივი დანაზოგები ინარჩუნებენ რა საკუთარ და ნასესხებ სახსრებს შორის თანაფარდობის**

<sup>1</sup> Боба А. Прибыль. Пер. с Франц.-го. М.: „Универс“.1993. გვ.116.

მისაღებ დონეს, აფართოებენ საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების შესაძლებლობათა საზღვრებს“.<sup>1</sup>

კალეცკის აზრით, მომავლისათვის დაგეგმილ კაპიტალური დაბანდების მოცულობა ერთდროულად ასრულებს მთლიანი დანაზოგის ზრდისა და მოგების უახლეს მომავალში ცვლილების ფუნქციებს.

1930-1940-იან წლებში აშშ-ში კალეცკიმ ჩამოაყალიბა ასეთი განტოლება:

$$I_t = 0,634 \times S_{t-1} + 0,293 \times (P_{t-1/2} - P_{t-3/2}) + 1,76 \quad (8.8)$$

სადაც  $I_t$  არის  $t$ -ურ პერიოდში წარმოებული კაპიტალური დაბანდება;

$S_{t-1}$  - გასული წლის ერთობლივი დანაზოგი;

$P_{t-1/2} - P_{t-3/2}$  - მოგების ცვლილება წლის მანძილზე ნახვარწლიანი ბიჯით.

ასეთივე გამოკვლევა ჩატარდა საფრანგეთშიც 1955-1964 წლებში სტატისტიკური მონაცემების საფუძველზე, რომელიც მოიცავდა ხუთი სამრეწველო დარგის აქციონერთა კომპანიებს. აქედან მიღებული კორელაციის კოეფიციენტების მაღალი მაჩვენებლები უთუოდ მოწმობს ინვესტიციების მჭიდრო კავშირს ერთობლივ დანაზოგთან.

~~საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების შესაძლებლობების გაზრდა~~

გარდა საწარმოების დანაზოგისა, ინვესტიციების დაფინანსების წყაროა აგრეთვე მოსახლეობის დანაზოგებიც. ა. ანიკინისა და რ. ენტოვის გამოთვლით აშშ-ში 60-იანი წლების დასაწყისში კერძო დანაზოგების წილმა წმინდა კაპიტალური დაბანდების დაფინანსებაში შეადგინა 60%, ხოლო სხვა განვითარებულ ქვეყნებში - დაახლოებით 50%.<sup>1</sup> მაგრამ მოგვიანებით ეს ვითარება შეიცვალა. კეინზის თეზისი შემოსავლების ზრდაზე დანაზოგის ზრდის დამოკიდებულების შესახებ სტატისტიკური გამოკვლევებით არ დადასტურდა.

50-იან წლებში აშშ-ში გამოქვეყნდა რ. გოლდსმიტის სამტომიანი ნაშრომი - „დანაზოგის შესწავლა აშშ-ში“, რომელიც მოიცავდა 1897-

<sup>1</sup> Соколинский З. Теория накопления. М.: „Мысль“, 1973. გვ. 77.

1949 წლების საოჯახო დანაზოგების სტატისტიკას. გამოკვლევაში გაკეთებულია საინტერესო გაანგარიშება: ნახევარი საუკუნის მანძილზე დანაზოგის წილი ყოველთვის იყო ერთსა და იმავე დონეზე - შემოსავლის 12%, (კრიზისისა და ომების პერიოდის გამოკლებით - 11%).

რით აიხსნება ასეთი განსხვავება საერთოდ მიღებულ ზოგადთეორიულ მითითებებსა და პრაქტიკას შორის?

დანაზოგის წილის შენარჩუნების ერთ-ერთი თეზისი, რომელიც 1949 წელს წამოაყენა ჯ. დიუზენბერმა და განავითარა ე. ჰანსენმა, იყო შემდეგი: ერთხელ მიღწეული მოხმარების დონე არ შეიცვლება. ე. ჰანსენმა ეს თეზისი კორპორაციებზე გაავრცელა: კორპორაციებს არ შეუძლიათ შეამცირონ დივიდენდების ერთხელ მიღწეული მოცულობა, რაც აიძულებთ მათ გაზარდონ შესაბამისი წილი მოგების განაწილებისას. ასეთი მიდგომა შეიძლება გამოვსახოთ ფორმულით.

$$S/V^1 = F(V^1/V_{\max}), \quad (8.9)$$

სადაც  $S$  არის დანაზოგი;  $V^1$  - მიმდინარე შემოსავალი;  $V_{\max}$  - წარსულში მიღწეული მაქსიმალური შემოსავალი.

ეს ახსნა განსაკუთრებით ფართოდ გამოიყენება ციკლური რყევების ანალიზისას, რამდენადაც მოხმარება ციკლების დროს ავლენს გაცილებით დიდ მდგრადობას, ვიდრე შემოსავლის სიდიდე. დიუზენბერმა ყურადღება გაამახვილა არა მხოლოდ დროში მოხმარებასა და შემოსავლების დამოკიდებულებაზე, არამედ მოხმარების დამოკიდებულებაზეც სოციალური ჯგუფების მიხედვით განაწილებისას. მან შემოიტანა დემონსტრაციის ეფექტი (ანუ, როგორც მას უწოდებენ, „დიუზენბერის ეფექტი“) და ამტკიცებდა, რომ ნებისმიერი გადაწყვეტილების მიღებაში არ შეიძლება იგნორირებულ იქნეს ეკონომიკური სუბიექტის მდგომარეობა თავის სოციალურ ჯგუფში.

ეკონომიკური თეორია დიდი ხანია მივიდა იმ დასკვნამდე, რომ დანაზოგისა და ინვესტირებისადმი მისწრაფება წონასწორდება სასესხო პროცენტის ნორმით. პროცენტის ნორმის აწევა აძლიერებს დანაზოგის მოტივაციას, ამავე დროს ზღუდავს ინვესტიციებს და

მას არამომგებიანს ზღის, პროცენტის ნორმის დაქვეითება კი საპირისპირო მოვლენას იწვევს.

რა თქმა უნდა, საინვესტიციო საქმიანობისათვის მიზანშეწონილი გარემო იქმნება ზომიერი ინფლაციისა და კაპიტალზე საპროცენტო განაკვეთის დაწვეის დროს, მაგრამ პროცენტის განაკვეთის დაწვევასაც, როგორც ინვესტიციების გააქტიურების ფაქტორს, აქვს თავისი ობიექტური შეზღუდვები. აღნიშნულ მოსაზრებას მხარს უჭერს კეინზი. პროცენტის ნორმის დაწვეით ხელმისაწვდომი ხდება კრედიტი და იზრდება საინვესტიციო შესაძლებლობები. ამ დაწვეით გარკვეულ ეტაპზე შეიძლება შეიქმნას ისეთი ვითარება, როცა პრიორიტეტული ხდება დაბანდებული ობიექტის ლიკვიდურობა და იზრდება კაპიტალის გადატანა ფასიანი ქაღალდების სპეკულაციის სფეროში. ეს ფაქტორები უარყოფითად მოქმედებს საინვესტიციო საქმიანობაზე.

კეინზის განმარტებით, არსებობს საპროცენტო განაკვეთის ისეთი უდაბლესი ზღვარი, როცა ნაღდ ფულზე მოთხოვნა ძალიან ღიღია და განაკვეთის შემდგომ შემცირებას უკვე არ შეუძლია სტიმული მისცეს ინვესტიციურ აქტიურობას.<sup>1</sup> გარდა ამისა, კეინზი არღვევს ეკონომიკური თეორიის ადრე არსებულ „სიმეტრიას“, რომელსაც პროცენტიდან დანაზოგებიც და ინვესტიციებიც გამოყავდა.

კეინზამდე მოხმარების შემცირება ნიშნავდა დანაზოგის იმავდროულად გადიდებასა და ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფას. მაგრამ მოსახლეობისა და ფირმების მიერ გამოუყენებელი სახსრები ყოველთვის როდი ხმარდებოდა დაგროვებას. როცა კაპიტალის გამოყენებისას პრიორიტეტულ პრინციპად ლიკვიდურობას აღიარებენ, მკვეთრად ეცემა წარმოების საშუალებებზე მოთხოვნა. ეს კი, თავის მხრივ, უარყოფითად მოქმედებს ინვესტიციებზე: დაგროვება ფერხდება არა მარტო მისი დაფინანსების წყაროების უკმარისობის, არამედ წარმოების საშუალებებზე მოთხოვნის შემცირების გამოც.

საპროცენტო განაკვეთი საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების ნაწილში ასრულებს კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციას იგი მრავალი აქტივის შეფასების საფუძველია. პროცენტის ნორმის ამაღლება ნიშნავს კაპიტალიზებული ღირებულების იმავდროულად შემცირებას, რამდენადაც ეს უკანასკნელი გამოითვლება ფორმულით:

<sup>1</sup> Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. М.: „Прогресс“, 1978. გვ.288-300.

$$K = (d \times 100) / R, \quad (8.10)$$

სადაც  $K$  არის კაპიტალიზებული შემოსავალი;  $d$  – მიმდინარე შემოსავალი;  $R$  – სასესხო პროცენტის დონე.

პროცენტის ნორმის გადიდება ამაღლებს დანაზოგის წილს, მაგრამ კაპიტალიზებული ღირებულების დაცემა შემოსავლის მკვეთრად შემცირების მაგვარ გავლენას ახდენს, ე.ი. კვეცავს დანაზოგს. ამგვარად, პროცენტის დონის ზემოქმედება დანაზოგის მოცულობაზე არაერთმნიშვნელოვნად შეიძლება შეფასდეს.

საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობა არ შეიძლება დაეშვას სასესხო პროცენტის დონეზე დაბლა. ინვესტიციებისათვის მისაღები საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისას არსებობს ზემოდან შემზღუდავი ზღვარი – მოგებას მინუს კრედიტზე პროცენტი უდრის რენტაბელობის საშუალო დონეს.

**საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის განსაზღვრა**

დაწვრილებით შევჩერდეთ დანაზოგებისა და ინვესტიციების თანაფარდობაზე. როგორც აღნიშნეთ, ინვესტიციების მოცულობას განსაზღვრავს საზოგადოებაში ჩამოყალიბებული შემოსავლის დონე და დანაზოგების მოცულობა. პრობლემა შემდეგნაირად ფორმულირდება: როგორი უნდა იყოს თანაფარდობა შემოსავლის, მოხმარების, დანაზოგისა და ინვესტიციების დონეებს შორის, რომ საზოგადოებაში ოპტიმალური თანაფარდობა იყოს ინფლაციასა და მოსახლეობის დასაქმების დონეებს შორის.

აღსანიშნავია, რომ ინფლაციასა და უმუშევრობის დონეს შორის ოპტიმალური თანაფარდობის მიღწევაში მნიშვნელოვანი როლი ეკუთვნის სახელმწიფოს. ეკონომიკას თავისთავად არ შეუძლია შრომისუნარიანი მოსახლეობის სრულად დასაქმებისა და ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. საბაზრო მექანიზმები სახელმწიფოს მასტაბილიზებელი ღონისძიებებით უნდა შეივსოს. სახელმწიფოს ხელში ეკონომიკაზე ზემოქმედების მძლავრი ინსტრუმენტებია მოქცეული. მათგან პირველ რიგში აღსანიშნავია საბიუჯეტო – საგადასახადო და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა. გონივრული ფისკალური პოლიტიკის გატარებით, რეფინანსირების განაკვეთის

სიდიდის დადგენით, საშინაო და საგარეო ობლიგაციური სესხების გამოშვების პირობების რეგულირებით და ფულის ემისიის განხორციელებით სახელმწიფო აყალიბებს ფინანსებისა და რესურსების დაბალანსებულ ნაკადებს.

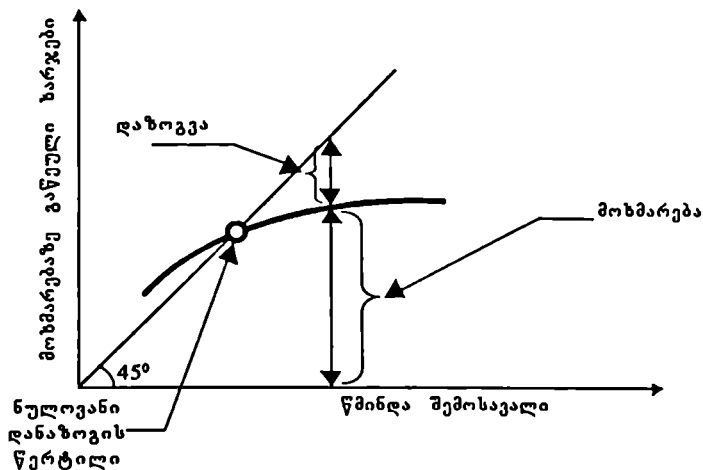
ცხადია, ეკონომიკური რყევების მთლიანად გამორიცხვა შეუძლებელია, მაგრამ ფასებისა და მოსახლეობის დასაქმების მკვეთრი დამანგრეველი რყევის შესუსტება კი შეიძლება.

დანაზოგის მქონე პირებსა და სახსრების მსესხებლებს შორის კავშირი საფონდო ბაზარზე მყარდება სპეციალიზირებული დაწესებულებების მეშვეობით. ეს დაწესებულებებია კომერციული ბანკები, საპენსიო და საინვესტიციო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები და ა.შ. ისინი უზრუნველყოფენ ფინანსური რესურსების ტრანსფორმირებას დანაზოგებიდან ინვესტიციებად. აქ აუცილებელია შევნიშნოთ ერთი რამ. თუ სპეციალიზებული ინსტიტუტები ინვესტორებს არ შესთავაზებენ, ერთი მხრივ, დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების დაბანდების საკმაოდ მაღალ შემოსავლიანობას, ხოლო, მეორე მხრივ, ძირითადი ანაბრისა და მისი პროცენტების დაბრუნების მაღალ საიმედოობას, მაშინ ინვესტორის დანაზოგი დაგროვებად ტრანსფორმირდება. სხვა სიტყვებით თუ ვიტყვით, ინვესტორი მოახდენს ტეზავრაციას და დანაზოგებს ინვესტიციებისკენ არ წარმართავს.

დასაყვლელი ეკონომისტების მრავალწლიანი გამოკვლევები დამაჯერებლად გვიჩვენებს, რომ შემოსავალი დანაზოგის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორია. დანაზოგის ხვედრითი წონა შემოსავლის ზრდასთან ერთად მატულობს. ძალიან ღარიბ მოსახლეობას საერთოდ არ შეუძლიათ დაზოგვა. მეტიც, ისინი უფრო მეტს ხარჯავენ, ვიდრე შოულობენ (ცხოვრობენ ვალებით ან ხარჯავენ წინათ დაგროვილ დანაზოგს).

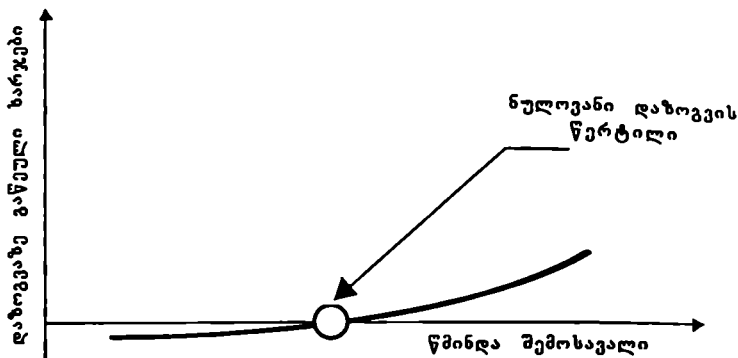
წმინდა შემოსავლის სიდიდეზე დანაზოგის ხვედრითი წონის ეს დამოკიდებულება საშუალებას გვაძლევს შევადგინოთ ორი გრაფიკი, რომლებიც ასახავენ კერძო პირების მიდრეკილებას მოხმარებისა (ნახ. № 8.5) და დაზოგვისაკენ (ნახ. № 8.6).

ცხადია ეს გრაფიკები ერთმანეთს ავსებენ, რადგანაც დანაზოგი პლუს მოხმარება არის წმინდა შემოსავალი. ამიტომ ორი გრაფიკის ჯამი მოგვცემს სწორ ხაზს, რომელიც 45°-ით გადაკვეთს კოორდინატთა ღერძებს.



ნახ. 8.5. მოხმარებისაქან მიღრამიღვარის დამოკიდებულებაწმინდა შემოსავლის სიდიღვარ

ზემოთ მოყვანილი გრაფიკები და დამოკიდებულებები მთლიანად ეხება განვითარებული საბაზრო ურთიერთობების მქონე ქვეყნებს. ჩვენს ქვეყანასთან დაკავშირებული თავისებურებების განხილვის დროს აუცილებლად უნდა შევნიშნოთ შემდეგი: საქართველოს თავისებურება თანამედროვე ეტაპზე ისაა, რომ საბაზრო ურთიერთობებზე გადასვლა შედარებით ცოტა ხნის წინ დაიწყო. ამავე დროს, ის პირები, რომლებმაც მნიშვნელოვანი შემოსავლების მიღება დაიწყეს, მათ იმაზე გაცილებით მეტი პროპორციებით ხარჯავენ მოხმარებაზე დაგროვებასთან შედარებით, ვიდრე ეს ბაზრის განვითარების ხანგრძლივი და მდიდარი გამოცდილების მქონე ქვეყნებში ხდება. გაჩნდა „ახლებად“ წოდებული ადამიანთა ჯგუფი, რომლებიც გაუმართლებლად ბევრს ხარჯავენ, ფუფუნებით ცხოვრობენ და ა.შ. თუმცა ეს მარტო საქართველოს ნიშან-თვისება არაა. უცაბედად და ადვილად გამდიდრებული ადამიანები, როგორც წესი, საერთოდ გამოირჩევიან ქვეყნის ამგვარი სტილით და ცხოვრების ასეთი ნირით. XIX საუკუნის ბოლოსა და XX საუკუნის დასაწყისი საფრანგეთში საბირჟო სპეკულაციებით სწრაფად გამდიდრებულ პირებს და მდიდარ მეტიწარებს „ნუვორიშებს“ უწოდებდნენ („Nouveau riche“-დან, რაც სიტყვა-სიტყვით ითარგმნება როგორც „ახალი მდიდრები“).



ნახ. 8.6. დანაზოგვის დროშედიდობის დამოკიდებულება წმინდა შემოსავალზე

**დაზოგვის დროშედიდობის დამოკიდებულება წმინდა შემოსავალზე**

ინვესტიციურ ზრდას ან უშუალოდ მატებას, საბოლოო ანგარიშით, ინვესტიციების მოცულობა განსაზღვრავს. ინვესტიციები, თავის მხრივ, მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებული დანაზოგზე, თუმცა მთლიანად არ ემთხვევა მათ. უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ ეს საკითხი.

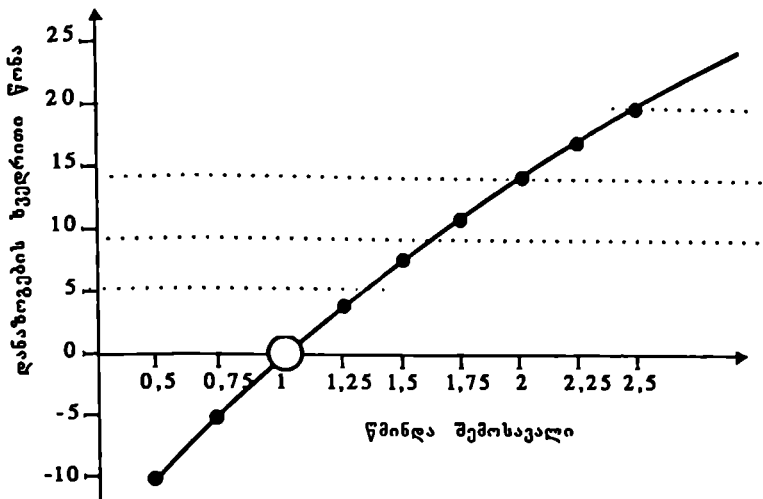
დანაზოგი და ინვესტიცია სხვადასხვა ფაქტორებზე დამოკიდებული. დანაზოგების სიდიდე საკმაოდ ძლიერ კორელაციაშია შემოსავალთან, რაც თვალნათლივ ჩანს № 8.7. ნახაზიდან. თავის მხრივ, ინვესტიციებზე გამოვლენილი მოთხოვნილება მრავალ ფაქტორზე დამოკიდებული, მაგალითად, პროდუქციის ახალ სახეობებზე მოთხოვნის გაჩენაზე, მოსახლეობის მატებაზე, ახალი ტექნოლოგიების შექმნაზე, წარმოებისა და მოხმარების მზარდ ღონეზე და ა.შ.

სიმარტივისათვის განვიხილოთ ისეთი სიტუაციის მოდელი, როცა წმინდა ინვესტიციები მუდმივი სიდიდის ტოლია. ამ შემთხვევაში ისინი დანაზოგის გრაფიკზე პორიზონტალური სწორი ხაზით იქნება გამოსახული.

**ინვესტიციების და დანაზოგის გრაფიკული წარმოდგენა**

იკვება, რომ ინვესტიციების გრაფიკის და დანაზოგის გრაფიკის გადაკვეთის წერტილი წონასწორობის იმ მდგომარეობას ასახავს,





ნახ. 8.7. დანაზოგების ზეედრითი წონის (%) დამოკიდებულება წმინდა შემოსავლის სიდიდეზე

საიტყენაც შემოსავალი მიისწრაფვის. აეხსნათ ეს შემდეგი სამი შემთხვევის მაგალითზე.

**პირველი შემთხვევა.** წარმოებული ეროვნული პროდუქტი პასუხობს ორი დამოკიდებულების: ინვესტიციების (პორიზონტალური წირი) და დანაზოგების გადაკვეთის წერტილს. ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანიები მზად არიან მოახდინონ ზუსტად იმ ოდენობის ინვესტირება, რამდენის დასაზოგავდაც მზად არის საზოგადოება. ამის შედეგად იქმნება დაბალანსებული წარმოება, მოხმარება, დანაზოგი და ინვესტიციები.

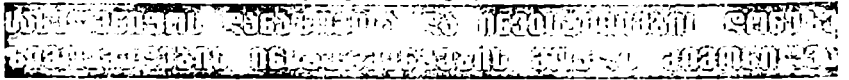
**მეორე შემთხვევა.** წარმოებული ეროვნული პროდუქტი მეტია იმაზე, რაც უპასუხებს დანაზოგისა და ინვესტიციების დამოკიდებულებათა გადაკვეთის წერტილს. ამ შემთხვევაში მოსახლეობა ზოგავს იმაზე მეტს, ვიდრე კომპანიები არიან მზად ინვესტიციებზე მათი წარმართვისათვის. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეროვნული პროდუქტის ნაწილს ვერ შთანთქმავს წარმოებაში განხორციელებული ინვესტიციები, რადგანაც ეს ნაწილი დაზოგვისკენ იქნება მიმართული.

ამის შედეგად კომპანიების მიერ წარმოებულ პროდუქციას ძალიან ცოტა მიყიდველი ეყოლება და საქონელი საწყობებში დახვავდება. წარმოება დაიწყებს შეკვეცას, დაიწყება სამუშაო ადგილების შემცირების პროცესი. ამის გამო წმინდა ეროვნული შემოსავალი დაიწყებს კლებას და გამოიწვევს დანაზოგისკენ მიმართული შემოსავლის ნაწილის შემცირებას. ეს პროცესი მანამ გაგრძელდება, ვიდრე ინვესტიციებისათვის წარმოების მზადყოფნა შესაბამისობაში არ მოვა ინვესტიციებისათვის შეთავაზებულ დანაზოგებთან.

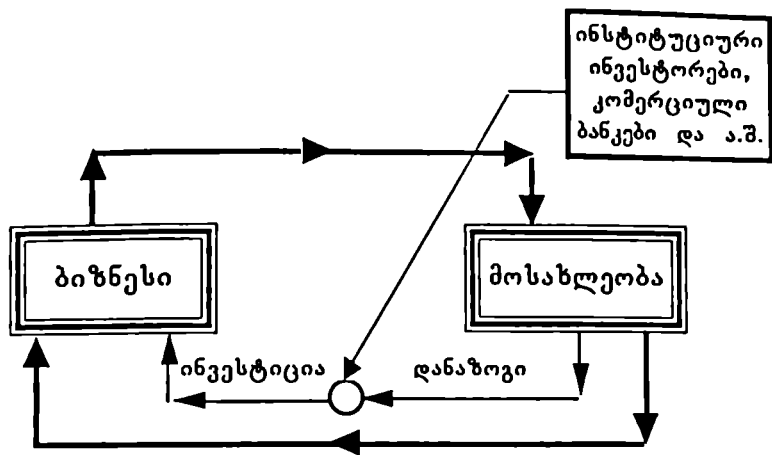
*მესამე შემთხვევა* ეროვნული პროდუქტი ნაკლებია იმაზე, რომელიც გადაკვეთის წერტილს უპასუხებს. ამ შემთხვევაში დაზოგისათვის მოსახლეობის მზადყოფნა უფრო ნაკლები იქნება, ვიდრე წარმოებაში სახსრების ინვესტირებისათვის კომპანიების მზადყოფნა, ე.ი. მოსახლეობა თავის შემოსავალს მოხმარებისაკენ წარმართავს. ამ შემთხვევაში იმაზე მეტ საქონელს მოიხმარენ, ვიდრე აწარმოებენ. გაზრდილი მოთხოვნა წარმოების გაფართოების საჭიროებას წარმოშობს, რაც სამუშაო ადგილების რაოდენობისმატებას და ეროვნული პროდუქტის ზრდას განაპირობებს. ეს პროცესი გაგრძელდება მანამ, ვიდრე დანაზოგი და ინვესტიციები შესაბამისობაში არ მოვლენ ერთმანეთთან.

ამგვარად, ეკონომიკაში მდგრადი წონასწორობის მდგომარეობა უპასუხებს ეროვნული შემოსავლის ისეთ დონეს, რომლის დროსაც დაზოგვისაკენ წარმართული სახსრები შეესაბამება წარმოებაში განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობას (დანაზოგისა და ინვესტიციების გრაფიკები კვეთს ერთმანეთს).

ეკონომიკური საქმიანობის სუბიექტებს (მოსახლეობასა და საწარმოო კომპანიებს) შორის ურთიერთმოქმედების განხილული მოდელი № 8.8 ნახაზზეა გამოსახული.



განვითარებულ ქვეყნებში სახელმწიფო წყვეტს ისეთ უზნიშვნელოვანეს საკითხებს, როგორცაა ინფლაციის დონის რეგულირება და შრომისუნარიანი მოსახლეობის ოპტიმალური დასაქმების უზრუნველყოფა. ამ ამოცანების გადასაწყვეტად სახელმწიფო იყენებს საგადასახადო და საკრედიტო-ფულად პოლიტიკას, რომელიც მოიცავს:



**ნახ. 8.8. ბიზნესისა და მოსახლეობის ურთიერთქმედების გამართივაბული მოდელი**

- ოპერაციებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე;
- რეფინანსირების განაკვეთის (საღრიცხვო განაკვეთის) და სავალდებულო საბანკო რეზერვირების სიდიდის ცვლილებას.

მოკლედ განვიხილოთ, თუ როგორ შეუძლია სახელმწიფოს დანაშოგისა და ინვესტიციების დონეზე ზემოქმედება ამ ინსტრუმენტების გამოყენებით.

სახელმწიფო ხარჯების პოლიტიკა და გადასახადები (სახელმწიფოს ფისკალური პოლიტიკა) ცვლიან შემოსავლების იმ დონეს, რომლის დროსაც შემოსავლებისა და ხარჯების წონასწორობა მიიღწევა. ამ დროს გადასახადების ამაღლება მოსახლეობის წმინდა შემოსავლის შემცირებას იწვევს. შემოსავლების შემცირება იწვევს სამომხმარებლო ხარჯების, დანაშოგების და, საბოლოო ანგარიშით, მოსახლეობის მიერ განხორციელებული ინვესტიციების შემცირებას.

თუ სახელმწიფო კრფეს გადასახადებს და ამავე დროს ადრინდელ დონეზე ტოვებს სახელმწიფო ინვესტიციებსა და ხარჯებს, მაშინ მოხმარების შემცირება წარმოებული წმინდა ეროვნული პროდუქტის შემცირებას იწვევს. ამგვარად, მოსახლეობის დასაქმების მაღალი დონისა და ეკონომიკაში ინფლაციური ტენდენციების არსებობის პირობებში ახალი გადასახადები ინფლაციის შემცირებას უწყობენ ხელს.

იმ შემთხვევაში, როცა სახელმწიფოს ეკონომიკა ღებრესიულ მდგომარეობაშია, სახელწიფოს ფისკალური პოლიტიკა საგადასახადო ტვირთის შემსუბუქებისკენ უნდა იყოს მიმართული. გადასახადების შემცირება წმინდა შემოსავლის ზრდას იწვევს. ეს, თავის მხრივ, იწვევს სამომხმარებლო სარჯების, დანახოვისა და კერძო ინვესტიციების ზრდას. საბოლოო ანგარიშით, ხდება ეროვნული პროდუქტის ზრდა.



სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი სახელმწიფო ვალის მომსახურების ფუნქციას ასრულებს და, გარდა ამისა, რეგულატორული ფინანსური ინსტრუმენტის როლსაც თამაშობს. ეს როლი შემდეგში ვლინდება: ქვეყანაში ინფლაციური ტენდენციების გაძლიერების დროს სახელმწიფო უფლებამოსილი ინსტიტუტის: - აშშ-ში ფედერალური სარეზერვო სისტემა, რუსეთში - ცენტრალური ბანკი, საქართველოში ეროვნული ბანკი და ა.შ. მეშვეობით უშვებს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს (თუმცა ეს პროცესი საქართველოში გარკვეული ობიექტური მიზეზების გამო ჯერჯერობით არ დაწყებულა). ფულის ნაწილი ამ გზით იზღუდება და გამოდის მოქმედებიდან, რაც ამცირებს ინფლაციური ტვირთის სიმძიმეს საფინანსო სისტემაზე. ეკონომიკური ცხოვრების დაცემის დროს, როცა წარმოება იკვეცება, სახელმწიფო უკან გამოისყიდის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს, რითაც ათავისუფლებს ფულად სახსრებს და უზრუნველყოფს საინვესტიციო რესურსების გადიდებას.

სახელმწიფოს ხელთ უპყრია ეკონომიკაზე ზემოქმედების კიდევ ერთი ეფექტიანი მექანიზმი - საპროცენტო განაკვეთი, რომლითაც ცენტრალური ბანკი კომერციულ ბანკებს აძლევს სესხებს.

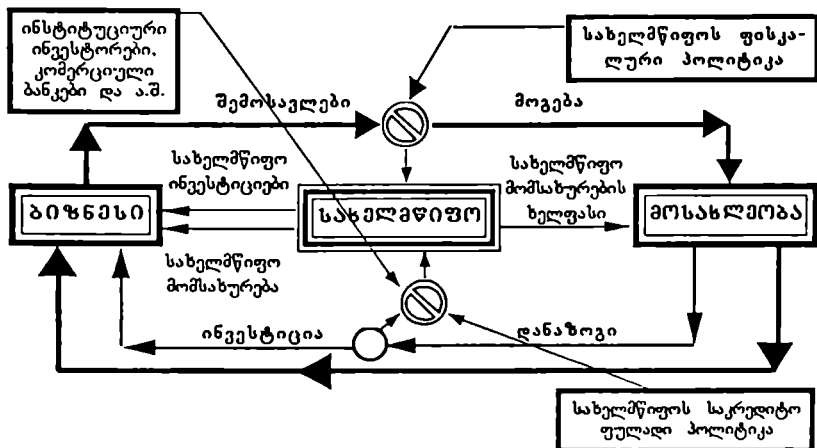
ეკონომიკაში გამოვლენილი ინფლაციური ტენდენციების დროს სააღრიცხვო განაკვეთი იზრდება. ამ შემთხვევაში კომერციული ბანკების მიერ მიღებული კრედიტი ძვირდება. ეს იწვევს იმ კრედიტების ღირებულების მომატებას, რომლებსაც კომერციული ბანკები აძლევენ ეკონომიკურ ურთიერთობათა სუბიექტებს. ამას შედეგად მოსდევს ინვესტიციური რესურსების მოზიდვის შესუსტება. ეს გარემოება ანელებს წარმოების მოცულობის ზრდას, ამით კი ამცირებს ინფლაციურ ტენდენციებს ეკონომიკაში.

ცხოვრების ღონის დაცემის შემთხვევაში რეუინანსირების განაკვეთი მცირდება, კრედიტი იაფდება, რაც ზრდის მასზე მოთხოვნას. ამ დროს მატულობს ინვესტიციური სახსრების მოცულობა, რაც წარმოების გაფართოებას უზრუნველყოფს.

ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკურ პროცესებზე ზემოქმედება ეროვნულ ბანკს შეუძლია კომერციული ბანკების მიერ სახსრების რეზერვირების ნორმების მიმართ მოთხოვნის ცვლილებით. ინფლაციის დროს ცენტრალური ბანკი ზრდის რეზერვირების ნორმას. ასეთ შემთხვევაში იბოჭება კომერციული ბანკების ფულადი სახსრები. ფულის მასის მოცულობა იკვეცება, მისი ინფლაციური ზეწოლა მცირდება. როცა ეკონომიკაში შეინიშნება წარმოების მოცულობათა დაქვეითება, ცენტრალური ბანკი ამცირებს რეზერვირების ნორმებს. ფულადი სახსრები თავისუფლდება, რაც იწვევს ინვესტიციების ზრდას, წარმოების განვითარებასა და დასაქმების მატებას.

### ბიზნესისა და მოსახლეობის ურთიერთმოქმედების ისეთი მოდელი, რომელიც სახელმწიფოს როლსაც ითვალისწინებს, № 8.9. ნახაზზეა გამოსახული.

ბიზნესისა და მოსახლეობის ურთიერთმოქმედების ისეთი მოდელი, რომელიც სახელმწიფოს როლსაც ითვალისწინებს, № 8.9. ნახაზზეა გამოსახული.



ნახ. 8.9. ბიზნესისა და მოსახლეობის ურთიერთქმედების გამარტივებული მოდელი, რომლის ითვალისწინებს სახელმწიფოს მარაგპოლიტიკას როლს

ასეთია ინვესტირების, როგორც სპეციფიკური სოციალურ-ეკონომიკური პროცესის, ძირითადი მეთოდოლოგიური ასპექტები. ინვესტირების თანამედროვე მეცნიერულ თეორიათა ძირითადი ასპექტების განზოგადება და ანალიზი, როგორც თვით საინვესტიციო საქმიანობის, ისე მისი განმსაზღვრელი ფაქტორების ნაწილში, საშუალებას იძლევა გავაძლიეროთ საქართველოს დღევანდელი საინვესტიციო კრიზისის გამომწვევი მთავარი მიზეზებისა და გარდამავალი პერიოდის პირობებში მათი დაძლევის შესაძლო გზების ძიება.

## 8.5. საბაზრო გარემოში საწარმოს ინვესტიციური ძაბვის მოდელი

ინვესტიციების თეორიაში მნიშვნელოვან ადგილს უთმობენ საწარმოს (ფირმის) ინვესტიციური ქცევისა და მისი მოდელირების პრობლემებს, შიდა და გარე გარემოს სხვადასხვა ფაქტორების მოქმედების გათვალისწინებას. საწარმოს ინვესტიციური ქცევის ჩამოყალიბების შესწავლა ინვესტიციური მენეჯმენტის სისტემაში ეფექტიანი სამმართველო გადაწყვეტილებათა გამომუშავების აუცილებელ პირობად გვევლინება.

### ინვესტიციური ქცევის მოდელი ახასიათებს მეურნე სუბიექტების მოტივაციის სისტემის თეორიულ კონცეფციას, რომელიც ინვესტიციური საქმიანობის განხორციელების ბიძგს აძლევს მათ ყველა ეტაპზე და ყველა ფორმით.

ინვესტიციური ქცევის თეორია ეფუძნება იმ ვარაუდს, რომ ყოველი მეურნე სუბიექტი რაციონალურად იქცევა და ესწრაფვის თავისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტის მაქსიმიზაციას.

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის თეორია ეფუძნება იმ ვარაუდს, რომ ყოველი მეურნე სუბიექტი რაციონალურად იქცევა და ესწრაფვის თავისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტის მაქსიმიზაციას.

მეურნე სუბიექტების ინვესტიციური ქცევის შესწავლა ინვესტიციების თეორიის შედარებით ახალი მიმართულებაა, თუმცა, მიკროეკონომიკურ დონეზე მისი შესწავლის პირველი მცდელობა ჯერ კიდევ სენიორს ჰქონდა (XIX ს). მისმა ცნობილმა „მოთმენის თეორიამ“ შესაძლებელი გახადა ჩამოეყალიბებინათ რეალური (საწარმოო) ინვესტიციების განხორციელების მიზნით საწარმოს საინვესტიციო რესურსების ფორმირების მოტივირების სისტემის

საფუძვლები. საწარმოს (ფირმის) ინვესტიციური ქცევის საფუძვლების სისტემური კვლევა და მისი მოდელირება, ჩვეულებრივ, უკავშირდება ნეოკლასიკურ მიმართულებას, კერძოდ, კი ამერიკელ ეკონომისტს ი. ფიშერს. ამ კვლევის დასკვნა ისაა, რომ ყოველი მეურნე სუბიექტი თავის ინვესტიციურ ქცევაში ხელმძღვანელობს მომავალი შემოსავლების მაქციმიზაციაზე („შემოსავლების ეფექტზე“) ორიენტირებული სუბიექტური მოტივებით, თუმცა ამგვარი არჩევანის კრიტერიუმებს ობიექტური ხასიათი აქვთ. ი. ფიშერმა პირველმა მოგვცა ასეთი ეკონომიკური კრიტერიუმების სისტემა.

როგორც ზემოთ ავლინშნეთ, საწარმოს (ფირმის) ინვესტიციური ქცევის მოდელის ყველაზე უფრო სრულყოფილი თეორიული დასაბუთება მოგვცა ჯ. კეინზმა. ნეოკლასიკური სკოლის დასკვნების განვითარებით მან გააფართოვა ინვესტიციურ გადაწყვეტილებათა მოტივაციის ეკონომიკური კრიტერიუმების სისტემა და ჩამოაყალიბა „ინვესტიციების ზღვრული ეფექტიანობის კანონი“. გარდა ამისა, პირველად მან შეისწავლა საწარმოს (ფირმის) ინვესტიციურ ქცევასა და სახელწიფოს შიდა მაკროეკონომიკურ პოლიტიკას შორის არსებული უმნიშვნელოვანესი ურთიერთკავშირის სისტემა. კეინზმა და მისმა მიმდევრებმა (ნეოკეინზელებმა) შემოგვთავაზეს ცალკეული მეურნე სუბიექტების ინვესტიციურ ქცევაზე ზემოქმედების სახელმწიფო მექანიზმში ეკონომიკური მეთოდების ფართო არსენალი.

საწარმოს (ფირმის) ინვესტიციური ქცევის თეორიაში გარკვეული წლილი შეიტანეს ინსტიტუციონალისტებმა. მათ არსებითად გააფართოვეს ინვესტიციური საქმიანობის მოტივაციის სისტემა საგარეო ეკონომიკური სტიმულირების ხარჯზე და აჩვენეს, რომ ინდივიდუალურ ინვესტიციურ გადაწყვეტილებათა შერჩევაში ეს სტიმულები ზოგჯერ პრიორიტეტულ როლს ასრულებენ.

**საწარმოს ინვესტიციური ქცევის თეორიის მკვლევართა დასკვნების სისტემა**

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის თეორიის მკვლევართა დასკვნები არსებითად ავითარებს ფინანსური ინვესტიციების სფეროში არსებული მოტივაციის სისტემას (რომელსაც „ინვესტიციების თანამედროვე თეორიას“ უწოდებენ). ეს მოტივაცია უკავშირდება ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების სხვადასხვა ეტაპზე ცალკეული

ინვესტორის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის პარამეტრების ოპტიმოზებას. მეურნე სუბიექტების ინვესტიციური ქცევის თეორია მჭიდრო კავშირშია „ეფექტიანი ბაზრის“ თეორიასთან და ინვესტიციების ცალკეული ინსტრუმენტების მიმოქცევის თავისებურებებთან.

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის თანამედროვე თეორიის განვითარება რამდენიმე ასპექტით ხორციელდება. ჯერ ერთი, იგი არსებითად აფართოებს საწარმოს ფუნქციონირების იმ შიდა და გარე გარემოს პირობების სპექტრს, რომელიც მისი ინვესტიციური გადაწყვეტილებების დასაბუთებაზე მოქმედებენ. მეორე, იგი აღრმავებს საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოტივაციური კრიტერიუმების სისტემას მისი ინვესტიციური საქმიანობის ამა თუ იმ ეტაპზე: ბოლოს, მესამე, იგი მიმართულია იმ ცალკეული მაჩვენებლების პროგნოზირების მეთოდოლოგიური აპარატის სრულყოფისკენ, რომლებიც საწარმოს ინვესტიციური ქცევის ალტერნატიული მოდელების შერჩევის მოტივაციას უკავშირდება.

განვიხილოთ საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელის თეორიული კონცეფციის ის ძირითადი შინაარსი, რომელიც თანამედროვე კვლევების შედეგების სინთეზირებას ახდენს.

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის თეორიაში, რომელშიც საწარმოებისთვის ინვესტიციური საქმიანობის ბიძგის მიცემის მოტივებია სისტემატიზებული, ეს მოტივები ორ ჯგუფადაა დაყოფილი: ეკონომიკური და არაეკონომიკური (ინსტიტუციური). ცალკეული მეურნეობის სუბიექტების მიერ ინვესტიციურ გადაწყვეტილებათა მიღების არაეკონომიკურ მოტივებს, როგორც წესი, ინდივიდუალური ხასიათი აქვთ და მათ განსაზღვრავს საწარმოს მისია, მისი ზოგადი სტრატეგია, პერსონალის შემადგენლობა, გარემოს ხასიათი და ა.შ. ინვესტირების ეკონომიკური მოტივების მიმართ მათ დაქვემდებარებული ხასიათი აქვთ (თუმცა საწარმოს განვითარების ცალკეულ ეტაპზე ზოგიერთ არაეკონომიკურ მოტივს პრიორიტეტული მნიშვნელობაც შეიძლება ენიჭებოდეს). ინვესტიციური საქმიანობისკენ საწარმოების მიდრეკილების ეკონომიკური მოტივები საყოველთაო ეკონომიკური კანონების მოქმედებას უკავშირდება და შესაბამისად, უფრო უნიფიცირებული ხასიათი აქვს საქმიანობის განსხვავებული სფეროს,



საკუთრების სხვადასხვა ფორმის, ამა თუ იმ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის და ა.შ. საწარმოებისათვის. საწარმოს თანამედროვე ინვესტიციური საქმიანობის თავისებურებები განსაზღვრავენ მათი ინვესტიციური ქცევის მოდელების აუცილებლობას, როგორც ეკონომიკური, ისე არაეკონომიკური მოტივაციის გათვალისწინებით.

ინვესტიციური გადაწყვეტილებათა მიღების არაეკონომიკური მოტივაციის სისტემაში პრიორიტეტულ როლს თამაშობენ საწარმოს პერსონალის სოციალური განვითარების ამა თუ იმ ასპექტთან დაკავშირებული სოციალური მოტივები. ინვესტიციის მოტივაციის ამ ჯგუფის შემადგენლობაში გარკვეულ როლს ასრულებენ, ასევე, ეკოლოგიური, ინოვაციური, პოლიტიკური, ეთიკური მოტივები, რომლებიც საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის განხორციელებას უკავშირდება.

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის ეკონომიკური მოტივაციის საფუძველი, ტრადიციული თეორიის დასკვნების შესაბამისად, არის ინვესტიციური მოგების მოსალოდნელი დონე კრედიტების ბაზარზე არსებული პროცენტის ნორმის მიმართ. ერთმანეთთან კავშირში მყოფი ეს ორი კრიტერიუმი ჯერ კიდევ ჯ. კეინზის მიერ ფორმულირებული „ინვესტიციების ზღვრული ეფექტიანობის კანონის“ საფუძველია, რომლის თანახმადაც, ინვესტიციური მოგების მაქსიმიზირების მოსურნე საწარმო (ფირმა) ახალ საინვესტიციო პროექტში (ინსტრუმენტებში) დააბანდებს კაპიტალს და მანამ ისესხებს მას, ვიდრე მათი რეალიზაციიდან მიღებული მოგება საკრედიტო რესურსების ღირებულებას არ გადაეჭებს იქნება.

ინვესტიციების თანამედროვე თეორიამ ეს ორი კრიტერიუმი დააზუსტა ბოლოდროინდელი გამოკვლევების გათვალისწინებით.

თანამედროვე ეკონომისტები ეჭვქვეშ არ აყენებენ თეზისს იმის შესახებ, რომ მოგება ინვესტიციების განხორციელების უმნიშვნელოვანესი წამაქეზებელი ეკონომიკური მოტივია, რომელიც ინვესტორის კეთილდღეობის ზრდას უზრუნველყოფს; მაგრამ ისინი ამგვარ კრიტერიუმად მიიჩნევენ მხოლოდ წმინდა ინვესტიციურ მოგებას, რომელიც „გაწმენდილია“ გადასახადებისგან და სხვა სავალდებულო სახდელებისგან. გარდა ამისა, დადგენილია, რომ

წმინდა ინვესტიციური მოგების დონე მჭიდროდ კორელირებს ინვესტიციური რისკების დონესთან. ამიტომ გასათვალისწინებელია ყოველი პროექტის (ინსტრუმენტის) ინდივიდუალური ინვესტიციური რისკი. ბოლოს, დროითი მჯობინების ნორმის გათვალისწინებით, მომავალში მისაღები წმინდა ინვესტიციური მოგების თანხა ამჟამინდელ ღირებულებაზე უნდა იქნას დაყვანილი.

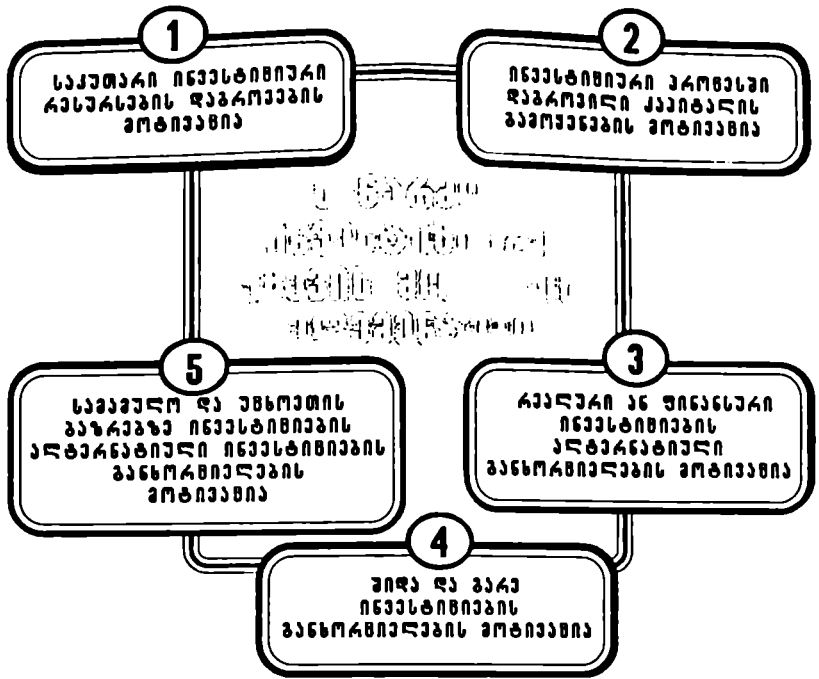
კრედიტის ბაზარზე არსებული პროცენტის ნორმა განსაზღვრავს სასესხო კაპიტალის ღირებულების. ამავე დროს, ინვესტიციურ საქმიანობის განხორციელებლად იყენებენ არა მარტო ნასესხებ, არამედ საკუთარ კაპიტალსაც. ამ შემთხვევაში, შედარების ბაზად გვევლინება არა სასესხო პროცენტის ნორმა, არამედ საინვესტიციო რესურსად მოზიდული კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება.

### საინვესტიციო რისკების მართვის ძირითადი პრინციპები

მოტივაციის განხილული სისტემის გათვალისწინებით ყალიბდება საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელი მისი ინვესტიციური საქმიანობის განხორციელების კონკრეტული ეტაპების ჭრილში. ამ მოდელის პარამეტრები შედგება შემდეგი ძირითადი ელემენტებისაგან: (ნახ. 8.10). როგორც სქემიდან ჩანს, საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელი მისი ინვესტიციური საქმიანობის განსხვავებულ ასპექტებს მოიცავს და საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ცალკეული ჯგუფების მოტივაციის დიფერენცირებულ სისტემას აყალიბებს.

### საინვესტიციო რისკების მართვის ძირითადი პრინციპები

საკუთარი საინვესტიციო რესურსების დაგროვების მოტივაცია თავდაპირველად გარკვეულწილად უკავშირდებოდა ინდივიდების ფსიქოლოგიურ თავისებურებებს. მაგალითად, სენიორის „მოთმენის თეორიას“, რომელიც საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბებას უკავშირდება, საფუძვლად უდევს ქცევა ადამიანისა, რომელიც თავს იკავებს მის განკარგულებაში არსებული სახსრების არასაწარმოო გამოყენებისგან და შეგნებულად აძლევს უპირატესობას მათ საწარმოო გამოყენებას, რომელიც აყალიბებს შორეულ და არა დაუყოვნებლივ მოხმარებას. დაზოგვისკენ მიდრეკილებას კეინზიც ძირითადი ფსიქოლოგიური კანონის გამოვლინებად მიიჩნევდა. ამ



**ნახ. 8.10. საწარმოს ინვესტიციური ძიების მოდელის ძირითადი ელემენტები**

დასკენას ზოგიერთი ცნობილი თანამედროვე ეკონომისტიც უჭერს მხარს. პ.სამუელსონი აღნიშნავს, რომ ინდივიდს ხშირად მაშინაც კი აქვს მიდრეკილება დაზოგვისკენ, თუკი არ არსებობს ერთი შეხედვით მომგებიანი ინვესტირების რეალური შესაძლებლობები, მაგრამ დაზოგვის, ე.ი. კაპიტალის როგორც ინვესტიციის რესურსის დაგროვებისადმი ფსიქოლოგიური განწყობა მხოლოდ გარკვეული ეკონომიკური წინაპირობების არსებობის დროს იქმნება.

ერთ-ერთი ამგვარი წინაპირობაა მეურნე სუბიექტების მიერ მათი ძირითადი (ოპერაციული) საქმიანობიდან მიღებული შემოსავლების დონე. ეს იმას უკავშირდება, რომ შემოსავალი (მოგება) საკუთარი საინვესტიციო რესურსების დაგროვების ძირითადი წყაროა და რაც უფრო მაღალია მისი დონე, საწარმოს მიმდინარე მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების შემდეგ, დანაზოგების ფორმირების მით უფრო

მეტი შესაძლებლობები აქვს. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ დანაზოგები (კაპიტალის როგორც ინვესტიციის რესურსის დაგროვება) თავისთავად არ ქმნის ახალ შემოსავალს: საამისოდ უნდა მოხდეს მათი ამოქმედება ინვესტიციის პროცესში. ამგვარად, საკუთარი საინვესტიციო რესურსების დაგროვების ინტენსივობა საწარმოს შემოსავლის ფუნქციაა, რომელსაც პასიური ხასიათი აქვს.

მეორე ასეთი წინაპირობაა პროცენტის ნორმა. პროცენტის მიმდინარე ნორმის ცოდნით ყოველი საწარმო ოპტიმალურად ანაწილებს თავის შემოსავლებს დროში, შესაბამისად—მოიხმარს ან საინვესტიციო რესურსად ზოგავს მათ (რადგან დღევანდელი შემოსავლის გადაქცევა მომავალ შემოსავლად მხოლოდ ინვესტირების გზით ხორციელდება). ამასთან, პროცენტის ნორმა აყალიბებს საკუთარი საინვესტიციო რესურსების დაგროვების მოტივაციის ორ განსხვავებულ მექანიზმს, რომელთა ფორმულირება ჯერ კიდევ ი.ფიშერმა მოგვცა: 1) ფინანსების ბაზარზე არსებული პროცენტის ნორმის შემცირება სტიმულს აძლევს შემოსავლების დაუყოვნებლივ მოხმარებას, გადიდება კი — დანაზოგების ზრდას (ი. ფიშერის ტერმინოლოგიით — „ინფლაციის ეფექტი“); 2) პროცენტის ნორმის გადიდება, შესაბამისად კი — მომავალი შემოსავლების ზრდაც, ავიწროებს მიმდინარე დანაზოგების ბაზას, რადგან ინვესტიციის პროცესში დანაზოგების თანხის ნაკლებად გამოყენებას შეუძლია მეტი მომავალი შემოსავალი მოუტანოს მეურნე სუბიექტს და, შესაბამისად, გაზარდოს მიმდინარე მოხმარება, თანაც უზრუნველყოს უცვლელი მომავალი შემოსავალი (ი.ფიშერის ტერმინოლოგიით „შემოსავლების ეფექტი“). იმაზე, თუ მოტივაციის რომელი მექანიზმია საწარმოსთვის უფრო ქმედითი, დამოკიდებულია საკუთარი კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის დაგროვების დონე.

მეტი

ინვესტიციის

შემოსავალი

ინვესტიციური ქცევის მოტივები დამოუკიდებელ ჯგუფებად შედარებით გვიან გამოიყო. ინვესტიციების თეორიაში დიდხანს ბატონობდა აზრი იმის შესახებ, რომ მეურნე სუბიექტების მიერ დანაზოგები უახლოეს მომავალში ავტომატურად გარდაიქმნება ინვესტიციებად. ა.სმიტმა, ჯ. კეინზმა და სხვებმა გამოიტანეს

თეორიული დასკვნა დანაზოგების მოცულობისა და რეალიზებული ინვესტიციების ჯამური ტოლობის შესახებ. მხოლოდ მოგვიანებით, ნეოკლასიკური სკოლის წარმომადგენელმა კ. ვიქსელმა დაამტკიცა, რომ დანაზოგები რაოდენობრივად ინვესტიციების ტოლი არაა.

განხილული მანევრებლების არათანაბრობას ცალკეული მეურნე სუბიექტების მასშტაბით (შესაბამისად კი – მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის მასშტაბითაც) ის განსაზღვრავს, რომ გარდა ინვესტიციის პროცესში საინვესტიციო რესურსად გამოყენების პოტენციური შესაძლებლობისა, დანაზოგებს კიდევ ერთი ალტერნატიული გამოყენება აქვთ: ფულადი სახსრების მარაგის სახით და ცალკეული სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობების ფორმით ისინი შეიძლება მოგვევლინონ საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის სადაზღვევო რეზერვად და უზრუნველყონ ლიკვიდობა.

ინვესტირების მიზნებითა და ლიკვიდობის უზრუნველსაყოფად დანაზოგების განაწილება უკავშირდება ორი სპეციალური ცნების – „ინვესტირებისადმი მიდრეკილებისა“ და „ლიკვიდობის მჯობინების“ გამოყენებას. სამეცნიერო ტერმინოლოგიაში ეს ცნებები, მართალია, მაკროეკონომიკურ დონეზე მიმდინარე ინვესტიციის პროცესების გამოსაკვლევად შემოიტანეს, მაგრამ მათი გამოყენება საეკონომიკურ შესაძლებელია ცალკეული მეურნე სუბიექტების ინვესტიციური ქცევის გამოსაკვლევადაც. მიკრო-ეკონომიკური გაგებით, „ინვესტირებისკენ მიდრეკილებად“ უნდა გვესმოდეს ინვესტიციის პროცესში მეურნე სუბიექტის დანაზოგების რეალიზების ან საწარმოს საკუთარი საინვესტიციო რესურსების გამოყენების ხარჯზე ამ საწარმოს მიერ ინვესტიციური მოთხოვნის ფორმირების პირობები. შესაბამისად, „ლიკვიდობის მჯობინებად“ უნდა გვესმოდეს მეურნე სუბიექტის მიერ საკუთარი დანაზოგების ხარჯზე იმ ფულადი სახსრებისა და სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობების სადაზღვევო მარაგის ფორმირება, რომლებსაც ინვესტიციის პროცესში არ გამოიყენებენ მომავალში.

მოყვანილი განმარტებების გათვალისწინებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დანაზოგების სავარბე საკუთარი სახსრების ხარჯზე დაფინანსებული ინვესტიციების მიმართ ახასიათებს საწარმოს ლიკვიდობის სადაზღვევო მარაგს:

$$\boxed{\text{დანაზოგები}} > \boxed{\text{ინვესტიციები}} = \boxed{\text{ლიკვიდობის მარაგი}}$$

და შესაბამისად,

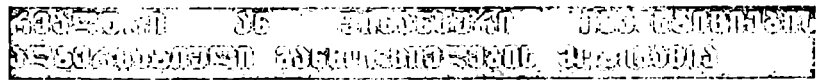
$$\boxed{\text{ინვესტიციები}} = \boxed{\text{დანაზოგები}} - \boxed{\text{ლიკვიდობის მარაგი}}$$

საწარმოს დანაზოგების ინვესტიციებად გარდასახვის განმსაზღვრელი წამაქეზებელი მოტივია დაგროვილი კაპიტალის (რომელიც ინვესტიციის პროცესშია ჩართული) მიერ ინვესტიციური მოგების უნარი. ინვესტიციის პროცესში დანაზოგების გამოყენების მოცულობის გაფართოვებით ინვესტიციური მოგების ნორმას კლების ტენდენცია აქვს, რაც კაპიტალის კლებად ნაყოფიერებას უკავშირდება. მაგრამ ამ საყოველთაო ეკონომიკურ კანონს მათი ფუნქციონირების ამა თუ იმ პერიოდში ცალკეული საწარმოების დონეზე შეიძლება უამრავი გამონაკლისი ჰქონდეს, რასაც განსაზღვრავს მათი სასიცოცხლო ციკლის სტადია, ბაზრის შერჩეულ სეგმენტში საქმიანი აქტივობის დონე, არჩეული საინვესტიციო პროექტების (ინსტრუმენტების) საინვესტიციო მიმზიდველობის დონე და სხვა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ცალკეული საწარმოების ინვესტიციური მოგების დონე (ნორმა) საკმაოდ მნიშვნელოვან დიაპაზონში შეიძლება მერყეობდეს, რაც განაპირობებს ინვესტიციებად მისი დანაზოგების გარდაქმნის პროცესის ინტენსივობის სხვადასხვა დონეს (მოტივაციის სხვადასხვა დონის ხარჯზე).

ინვესტიციის პროცესში დანაზოგების რეალიზაციის (ეი ინვესტიციებად მათი გარდასახვის) ეფექტურობის უმნიშვნელოვანეს კრიტერიუმად გვევლინება ფინანსურ ბაზარზე ჩამოყალიბებული პროცენტის განაკვეთი. საწარმო დანაზოგებს საინვესტიციო და არა საკრედიტო რესურსად უნდა იყენებდეს. ინვესტიციურ პროცესში დანაზოგების გამოყენებისას მიღებული ინვესტიციური მოგების ნორმა უნდა აჭარბებდეს ფინანსურ ბაზარზე ჩამოყალიბებულ პროცენტის განაკვეთს. ამრიგად, პროცენტის განაკვეთი შეგვიძლია განვიხილოთ იმის საშუალო ფასად, რომ საწარმო უარს ამბობს დანაზოგების, როგორც ლიკვიდობის მარაგის გამოყენებაზე და ინვესტიციებად აქცევს მათ.

ყოველივე ზემოთქმული იმ დასკვნის გამოტანის შესაძლებლობას გვაძლევს, რომ საწარმოს დანაზოგების ფორმირებისა და ინვესტიციებად მათი გარდასახვის პროცესებს ერთმანეთისაგან განსხვავებული მოტივაცია აქვს. თუ დანაზოგების ფორმირების ინტენსივობა საწარმოს შემოსავლების დონეზეა დამოკიდებული (ე.ი. დანაზოგები შემოსავლების ფუნქციაა), დანაზოგების ხარჯზე დაფინანსებული ინვესტიციები პროცენტის განაკვეთის დონეზეა დამოკიდებული (ე.ი. ინვესტიციები პროცენტის განაკვეთის ფუნქციაა). ამ მოტივაციური მექანიზმების განსხვავებულობას უნდა ვითვალისწინებდეთ საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელირების პროცესში.

ზემოთ ჩვენ განვიხილეთ ინვესტიციის პროცესში საწარმოს საკუთარი დანაზოგების რეალიზაციის მოტივაციური მექანიზმი, ე.ი. საკუთარი სახსრების ხარჯზე ინვესტიციების ფორმირების მექანიზმი. ამასთან, საწარმოს ინვესტიციები შესაძლოა ყალიბდებოდეს სხვა მეურნე სუბიექტების დანაზოგების, ე.ი. ნასესხები კაპიტალის გამოყენების ხარჯზეც. ამ შემთხვევაში, მოცემული საწარმოს ინვესტიციურ პროცესში ნასესხები კაპიტალის (სხვა მეურნე სუბიექტებისა თუ ოჯახურ მეურნეობათა დანაზოგების) ჩართვის ეფექტურობის კრიტერიუმად გვევლინება მოსალოდნელი ინვესტიციური მოგების დონესა და კრედიტის ბაზარზე პროცენტის განაკვეთს (სესხის პროცენტის ნორმას) შორის სხვაობა. პროცენტის დაბალი განაკვეთი უზრუნველყოფს ნასესხები კაპიტალის (სხვისი დანაზოგის) ჩართვის ხარჯზე საწარმოს ინვესტიციის პროცესის ინტენსიფიკაციას და, პირიქით.



რეალური ან ფინანსური ინვესტიციების ალტერნატიული განხორციელების მოტივაციას უფრო რთული მექანიზმი გააჩნია, რადგან მრავალფეროვანი ეკონომიკური და არეკონომიკური (ინსტიტუციონალური) ფაქტორების მოქმედებას უკავშირდება.

თავისი საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში საწარმოს მიერ რეალური თუ ფინანსური ინვესტიციების არჩევის ალტერნატიულობის

განმსაზღვრელი უმნიშვნელოვანესი ეკონომიკური კრიტერიუმია მოსალოდნელი წმინდა ინვესტიციური მოგების ღონე. რეალური და ფინანსური ინვესტიციების პროცესში ამ მაჩვენებლის ფორმირებაზე პროცენტის განაკვეთი საპირისპიროდ მოქმედებს.

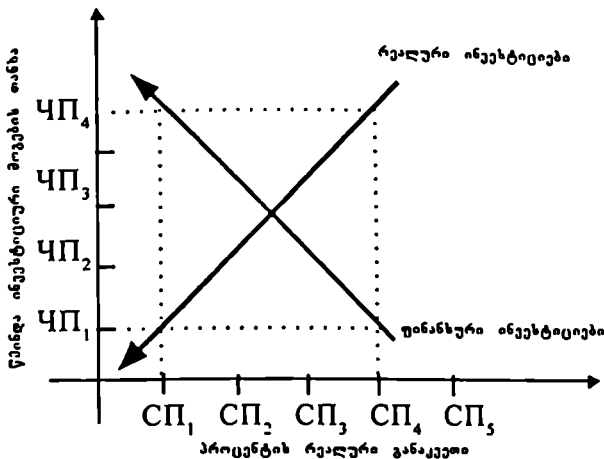
ჯერ კიდევ ინვესტიციების კლასიკურმა თეორიამ გამოიტანა დასკვნა იმის თაობაზე, რომ რეალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება მოქმედებს რეალური პროექტების წმინდა საინვესტიციო მოგების სიდიდეზე, რადგან დისკონტირების რეალური საპროცენტო განაკვეთის ზრდასთან ერთად ინვესტიციების ხარჯზე ფორმირებული კაპიტალური აქტივების დისკონტირებული ღირებულება მცირდება. ამრიგად, ფინანსურ ბაზარზე პროცენტის ზრდასთან ერთად არსებითად მცირდება რეალურ კაპიტალურ აქტივებში კაპიტალის დაბანდების მოტივაცია. ამის გამო სხვა უცვლელ პირობებში საწარმო ამცირებს რეალური ინვესტირების მოცულობებს. პირიქით, თუკი საპროცენტო განაკვეთი ამჟღავნებს კლების ტენდენციას, მაშინ რეალური ინვესტიციების ხარჯზე ფორმირებული მომავალი კაპიტალური აქტივების დისკონტირებული ღირებულება გაიზრდება, რაც გააძლიერებს საწარმოს რეალური ინვესტირების გადიდების მოტივაციას.

ამავე დროს, პროცენტის რეალური განაკვეთის მატება ხელს უწყობს საწარმოს ფინანსურ ინვესტირებაში წმინდა ინვესტიციური მოგების გადიდებას (პირველ რიგში ისეთებში, როგორცაა ინსტრუმენტები – დეპოზიტური ანაბრები, ობლიგაციები, თამასუქები და ა.შ.). შესაბამისად, პროცენტის რეალური განაკვეთის კლება შეამცირებს ფინანსური ინვესტირების პროცესში საწარმოს წმინდა მოგების ღონეს.

რეალური და ფინანსური ინვესტიციების წმინდა მოგების თანხის ცვლილების ეს ორი ურთიერთსაპირისპირო ტენდენცია, რომლებიც პროცენტის რეალური განაკვეთის ცვლილებაზეა დამოკიდებული ნაჩვენებია 8.11. ნახაზზე.

როგორც გრაფიკიდან ჩანს, ფინანსურ ბაზარზე არსებული პროცენტის რეალური განაკვეთის აწევა  $CP_1$ -დან  $CP_4$ -მდე იწვევს ინვესტიციების წმინდა მოგების თანხას ზრდის  $4P_1$ -დან  $4P_4$ -მდე (რომლებიც  $\Phi_1$  და  $\Phi_2$  წერტილებს შეესაბამება) და, შესაბამისად,





ნახ. 8.11. საწარმოს ფინანსური ინვესტიციური მოგების დამოკიდებულება პროცენტის რეალური განაკვეთის ცვლილებაზე რეალური და ინვესტიციური ინვესტირების პროცენტში

ამცირებს წმინდა მოგების თანხას  $4\pi_4$ -და  $4\pi_1$ -მდე (შეესაბამება  $P_1$  და  $P_2$  წერტილებს). სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, პროცენტის განაკვეთის ცვლილებაზე ფინანსური ინვესტიციების წმინდა მოგების თანხის დამოკიდებულებას პირდაპირი ხასიათი აქვს, რეალური ინვესტიციებისა კი – შებრუნებული.

პროცენტის განაკვეთის უცვლელობის პირობებში, საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტირების მოცულობებს მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს საქონლისა და ფინანსური ბაზრების საქმიანი აქტივობის დონის პროგნოზი (კონიუნქტურის მდგომარეობა). თუკი საწარმო იმას მოელის, რომ მისი საქონლის ბაზრის სეგმენტში კონიუნქტურის გაუარესების გამო შემცირდება მისი მოსალოდნელი ოპერაციული (შეაბამისად კი რეალური ინვესტიციებიდან მიღებული მომავალი) მოგება, მაშინ ეს საწარმო შეამცირებს მიმდინარე რეალური ინვესტირების მოცულობებს და, პირიქით. ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების მოტივაციის სათანადო მექანიზმი ფინანსების ბაზრის კონიუნქტურის დინამიკას უკავშირდება.

რეალური ინვესტიციების განხორციელების მოტივაციის მნიშვნელოვანი ფაქტორია საწარმოს საამორტიზაციო ნაკადების ინტენსივობა. ეს უკავშირდება რეალური ინვესტიციების

უმნიშვნელოვანესი მიზნობრივი ფუნქციის რეალიზაციას – ამორტიზებული ძირითადი საშუალებებისა და არამატერიალური აქტივების კვლავწარმოების უზრუნველყოფას (მათი მარტივი კვლავწარმოების ფარგლებში). არასაბრუნავი აქტივების შემადგენლობის, მათი დაჩქარებული ამორტიზაციის გამოყენების და სხვა მიზეზების გამო, რაც უფრო ინტენსიურია საწარმოს საამორტიზაციო ნაკადი, კაპიტალის მით უფრო მეტი მოცულობა უნდა დააბანდონ (მოახდინონ რეინვესტირება) რეალურ მატერიალურ და არამატერიალურ აქტივებში საწარმოში მიღწეული საწარმოო პოტენციალის შენარჩუნების მიზნით. ასეთ პირობებში რეალური ინვესტირება პრიორიტეტს იძენს ფინანსურის მიმართ.

ფინანსური ინვესტირების გააქტიურებას იწვევს საწარმოში ისეთი ეფექტური რეალური ინვესტიციური პროექტების უქონლობა, რომელთაც გარდაუვალი რეალიზება სჭირდება. ლიკვიდობის ჭარბ მარაგს (რომელიც დანაზოგების წინამორბედ სტადიებზეა ჩამოყალიბებული) ამ შემთხვევაში იყენებენ საინვესტიციო პროცესში, მის ეფექტურ გამოყენებას კი ინვესტირების მრავალფეროვან ფინანსურ ინსტრუმენტებში დაბანდებით უზრუნველყოფენ.

საწარმოს მიერ რეალური თუ ფინანსური ინვესტიციების შერჩევის ალტერნატიულობაში გარკვეულ როლს ასრულებენ ესა თუ ის ინსტიტუციური ფაქტორებიც – ეკოლოგიური (მთელი რიგი ბუნებადაცვითი ინვესტიციების აუცილებლობა), სოციალური (პერსონალის სოციალურ განვითარებაში კაპიტალის დაბანდებათა აუცილებლობა) და იმიჯის ფაქტორები (პრესტიჟულობის მოსაზრებებიდან გამომდინარე).

## შედეგად მიღებული დასკვნები

შიდა და გარე ინვესტიციების განხორციელების მოტივა-ცია თეორიული კუთხით ჯერ კიდევ საკმარისად არ არის დამუშავებული. შიდა ინვესტიციებად მიიჩნევენ სახსრების დაბანდებას საკუთარი საწარმოს მატერიალურ და არამატერიალურ კაპიტალურ აქტივებში, გარე ინვესტიციებად კი – სახსრების ყოველგვარ დაბანდებას სხვა საწარმოებში. ამ პოზიციებიდან, ინვესტიციების დაყოფა შიდა და გარე ინვესტიციებად ახასიათებს მხოლოდ რეალურ ინვესტირებას,

რადგან ფინანსური ინვესტიციები, ამ მახასიათებლის შესაბამისად, მთლიანად გარე ინვესტიციებად გვევლინება.

შიდა ინვესტიციების განხორციელების მოტივაციას განსაზღვრავს საწარმოს მისია და მისი განვითარების სტრატეგიული მიზნები. ასეთი ინვესტიციების განხორციელებას პრიორიტეტი აქვს გარე ინვესტიციების მიმართ.

გარე ინვესტიციების განხორციელების მოტივაცია იმავე ეკონომიკური ინტერესებიდან გამომდინარეობს, რომლებიც მთლიანად ინვესტიციებისთვისაა დამახასიათებელი. ასეთი ინვესტიციების მთავარი მოტივაციური მექანიზმია წმინდა ინვესტიციური მოგების ღონე, რომელიც შიდა ინვესტიციებისაზე ნაკლები არ უნდა იყოს.

ამასთან, გარე ინვესტიციების განხორციელების მოტივაციური მექანიზმი შესაძლოა სხვა კრიტერიუმებსაც ითვალისწინებდეს. მაგალითად, სხვა საწარმოების რეალურ აქტივებში სახსრების დაბანდების (აზალი ერთობლივი საწარმოების შექმნის დროს) მიზანი შეიძლება იყოს ოპერაციული საქმიანობის დივერსიფიკაცია ან ჩაკეტილი ტექნოლოგიური თუ კომერციული ჯაჭვის ფორმირების უზრუნველყოფა (კაპიტალის დაბანდება ნედლეულის, მასალებისა და ნახევარფაბრიკატების მომწოდებელ, აგრეთვე, მზა პროდუქციის გასაღების უზრუნველყოფა საწარმოებში). ეს ორივე ამოცანა მჭიდრო კავშირშია საწარმოს განვითარების სტრატეგიული მიზნების რეალიზებასთან.

ამავე სტრატეგიული მიზნების რეალიზების ერთ-ერთი ვარიანტია მომიჯნავე საწარმოების აქციათა საკონტროლო პაკეტის შექმნა ფინანსური ინვესტირების პროცესში. როგორც საინვესტიციო პრაქტიკა მოწმობს, ამგვარი ფინანსური ინვესტირება საშუალებას გვაძლევს, კაპიტალის იმაზე ნაკლები დანახარჯებით გადავწყვიტოთ დასახული სტრატეგიული მიზნები, ვიდრე პირდაპირი რეალური შიდა ინვესტირებისას.

და ბოლოს, გარე ინვესტიციების განხორციელების მნიშვნელოვანი კრიტერიუმია ინვესტიციური რისკის დივერსიფიკაცია. ინვესტიციურ პროცესში კაპიტალის გამოყენების რისკის ღონის შესამცირებლად ძირითადი ბიზნესიდან ინვესტირებული კაპიტალის ერთი ნაწილის მოდენა როგორც რეალური, ისე ფინანსური გარე ინვესტიციების განხორციელების ანგარიშგასაწევი წამაქეზებელი მოტივია.

ადგილობრივ და უცხოეთის ბაზრებზე ინვესტიციების ალტერნატიული განხორციელების საფუძველია კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობის თეორია, რომელსაც ღრმა გენეზისი აქვს. მერკანტილისტებიდან მოყოლებული, ამ თეორიის განვითარებაში გარკვეული წვლილი შეიტანეს ეკონომიკური აზრის ყველა სკოლისა და მიმდინარეობის წარმომადგენლებმა. ინვესტიციების თეორიაში ფირმის საერთაშორისო ინვესტიციური ქცევა დამოუკიდებელი კვლევის საგნად გვევლინება.

ადგილობრივ და უცხოეთის ბაზრებზე ინვესტირების მოტივაციური მექანიზმი ეყრდნობა იმ შედარებით უპირატესობებს, რომლებიც საწარმომ შეიძლება მიიღოს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ექსპორტის დროს. ამ მოტივაციური მექანიზმის სისტემაში გამოყოფენ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განხორციელების სტიმულირების ორ ჯგუფს, რომლებიც უკავშირდება როგორც ეკონომიკურ, ისე არაეკონომიკურ მიზეზებს.

საწარმოს მიერ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განხორციელების მთავარი ეკონომიკური სტიმულურებია: უფრო მაღალი ინვესტიციური მოგების სურვილი; ინვესტიციური და კომერციული რისკის დივერსიფიკაცია; გადასახადების მოცულობის მინიმიზაცია. უცხოური ინვესტირების ეს მოტივები, მართალია, გარკვეულწილად კვეთენ ერთმანეთს, მაგრამ კონკრეტული საწარმოსთვის ყოველ მათგანს პრიორიტეტულობის თავისი ხარისხი აქვს. საწარმოს პირდაპირი უცხოური ინვესტირების ეკონომიკური უპირატესობების რეალიზება უკავშირდება მიმღები ქვეყნების სამეურნეო საქმიანობის დაბეგვრის უფრო შეღავათიან სისტემას; სატრანსპორტო ხარჯების შემცირების შესაძლებლობებს ნედლეულის წყაროებისა და გასაღების ბაზრების უფრო ახლოს განთავსების ხარჯზე; პერსონალის შრომის ანაზრაურების ხვედრითი ხარჯების შემცირებას უფრო იაფი სამუშაო ძალის მოძიების ხარჯზე; ახალი პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის მონოპოლური უპირატესობების მიღებას; მზა

პროდუქციის ექსპორტის დროს საეკონომიკური კურსების მკვეთრი რყევებით გამოწვეული შესაძლო დანაკარგებისათვის თავის არიდებას.

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განხორციელების ეკონომიკური სტიმულირების გამამდიერებელი არაეკონომიკური ფაქტორებია კაპიტალის იმპორტიორი ქვეყნის პოლიტიკური სტაბილურობა; უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა (სახელმწიფო გარანტიები; ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი დაზღვევა; ორმაგი დაბეგვრის აღმოფხვრა და სხვა); საინვესტიციო სამართლის განვითარების უფრო მაღალი დონე; გლობალიზაციისა და ტრანსნაციონალიზაციის მიმდინარე პროცესები; ტექნოლოგიური ლიდერობა და სხვა.

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელის რეალიზაცია მოითხოვს, რომ ჩატარდეს დიდალი მაჩვენებლების საპროგნოზო გაანგარიშებები. ესაა ინვესტიციური მოგება, საპროცენტო განაკვეთი; ინფლაციის ტემპები; ცალკეული საინვესტიციო საქონლის ფასები და ა.შ. ამ გაანგარიშებათა ეფექტიანად განხორციელება უკავშირდება „რაციონალური მოლოდინის ჰიპოთეზას“ - მონეტარისტული სკოლის წიაღში ჩასახულ ახალ თეორიას. ეს თეორია ამტკიცებს, რომ მეურნე სუბიექტები სხვადასხვაგვარი (მათ შორის – საინვესტიციო) საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული ცალკეული მაჩვენებლების პროგნოზებს აგებენ არა მარტო წარსულ, არამედ მათთვის ხელმისაწვდომ მიმდინარე ინფორმაციაზეც, აგრეთვე, ამა თუ იმ ეკონომიკური პროცესების საკუთარ ინტერპრეტაციაზე.. ამრიგად, ყოველი მეურნე სუბიექტი დამოუკიდებლად მოახდენს თავისი პროგნოზის ოპტიმიზებას მისთვის ხელმისაწვდომი ინფორმაციის საფუძველზე, რაც რაციონალური ეკონომიკური კვლევის ერთ-ერთი გამოვლინებაა. რაციონალური მოლოდინის ჰიპოთეზა ინვესტორის ეფექტური მეთოდოლოგიური ინსტრუმენტია, რომელიც ინვესტიციური ქცევის მის მიერ შერჩეული მოდელის რეალიზებას ახდენს.

უფრო დაწვრილებით შევჩერდეთ საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობაზე მოქმედ მაკროეკონომიკურ ფაქტორებზე.

## 8.6. საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობაზე მოქმედი მაკროეკონომიკური ფაქტორები

საწარმოს ინვესტიციური ქცევის მოდელი ახსნათებს მხოლოდ ცალკეული მეურნე სუბიექტების მიერ ინვესტიციების განხორციელების მოტივაციის მექანიზმს. ამ მოტივაციას არსებითად აძლიერებს ან აფერხებს ინვესტიციურ პროცესებზე მოქმედი ცალკეული მაკროეკონომიკური ფაქტორების გამოვლენა. უმნიშვნელოვანესი ფაქტორები 8.12. ნახაზზეა მოყვანილი.



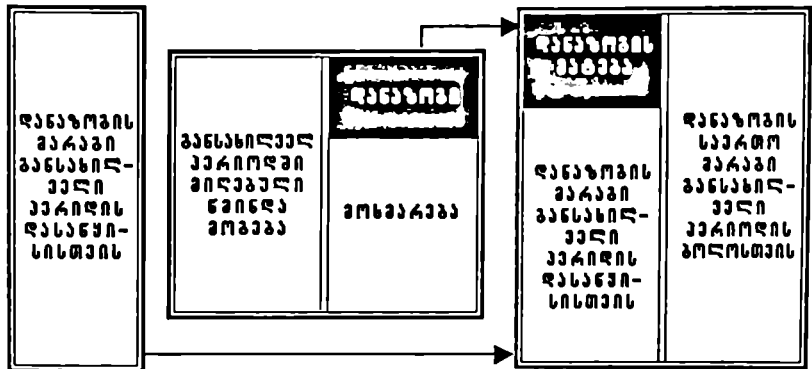
ნახ.8.12 ძირითადი მაკროეკონომიკური ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობაზე

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ ცალკეული ფაქტორების ფორმირების მექანიზმი და საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობაზე მათი გავლენის ხარისხი.

**ინვესტიციების საწარმო ახორციელებს არა მარტო საკუთარი დანაზოგების (საინვესტიციო რესურსად დაგროვილი საკუთარი კაპიტალის), არამედ სხვა მეურნე სუბიექტებისა და ოჯახურ მეურნეობათა დანაზოგების ხარჯზეც. საწარმოს მიერ სასესხო კაპიტალის მოზიდვა ინვესტიციების განსახორციელებლად დიდადაა დამოკიდებული მის მიწოდებაზე, ე.ი. მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკაში არსებული საინვესტიციო რესურსის პოტენციალზე.**

ეკონომიკაში საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბების (ყველა ფორმით) პროცესი უკავშირდება გარკვეულ პერიოდში მიღებული საზოგადოების წმინდა შემოსავლის განაწილებას მოხმარებისა და დაგროვებისათვის (ნახ. 8.13.).

მოყვანილი სქემიდან შეგვიძლია ის დასკვნა გამოვიტანოთ, რომ დაზოგვის (და, შესაბამისად, კაპიტალის დაგროვების) ტემპების დასაჩქარებლად აუცილებელია წმინდა შემოსავლის მიმდინარე მოხმარების ოდენობის შემცირება. ამ მაჩვენებლებს შორის



ნახ. 8.13 დაწარმოების ფორმირების პროცესი ქვეყნის ეკონომიკაში (ინვესტიციური მიზნებისთვის მათი გამოყენების გარეშე)

რაოდენობრივი დამოკიდებულება შემდეგი ფორმულით შეგვიძლია გამოვხატოთ:

$$C_6 = 4D - II$$

სადაც  $C_6$  არის გარკვეულ პერიოდში ფორმირებული დანაზოგების თანხა;

$4D$  – გარკვეულ პერიოდში ეკონომიკური საქმიანობის პროცესში მიღებული წმინდა შემოსავლის მთელი თანხა;

$II$  – გარკვეულ პერიოდში მოხმარებაზე დახარჯული წმინდა შემოსავლის თანხა.

მოხმარებასა და დაზოგვაზე წმინდა შემოსავლის განაწილების პროპორციებს ობიექტური ხასიათი აქვს და მთელ რიგ ფაქტორებზეა დამოკიდებული. იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც წმინდა შემოსავლის განაწილების პროცესში დანაზოგების ფორმირებას განსაზღვრავენ, ძირითადია ამ შემოსავლის დონე. შინამეურნეობათა მაგალითზე განვიხილოთ მოხმარებასა და დაგროვებაზე წმინდა შემოსავლის განაწილების მექანიზმის პრინციპული დებულებები და აქვე აღვნიშნოთ, რომ ისინი ეკონომიკის სხვა სექტორებსაც ახასიათებს.

როგორც აბსოლუტური, ისე შედარებითი გამოხატულებით, დანაზოგების სიდიდე ყველაზე მეტია საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის მაღალი დონის მქონე შინამეურნეობაში. ამ მაჩვენებლის დაწვეასთან ერთად არსებითად მცირდება დანაზოგების სიდიდეები და საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის გარკვეული დონის პირობებში „ნულოვანი დანაზოგების წერტილს“ აღწევს (ესაა საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის ისეთი დონე, რომლის დროსაც დანაზოგების თანხა ნულის ტოლია). და ბოლოს, საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის ყველაზე დაბალი დონის მქონე შინამეურნეობებში დანაზოგების სიდიდეს უარყოფითი მნიშველობა აქვს, რადგან ისინი იძულებულნი არიან იმაზე მეტი ხარჯონ მოხმარებაზე, ვიდრე გამოიმუშავენ; ამ სხვაობას ფარავს სესხების აღება ან ადრე დაგროვილი კაპიტალის „შეჭმა“.

საშუალო წლიური წმინდა შემოსავლის ყოველ კონკრეტულ დონეზე ფორმირებული დანაზოგების სიდიდის მახასიათებელ გასაშუალოებულ მონაცემებს ეკონომიკურ თეორიაში „დაზოგვისკენ ზღვრულ მიდრეკილებას“ უწოდებენ. ისინი ახასიათებენ დანაზოგების



თანხის იმ ნაზარდს, რასაც საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის ერთეულის მატება იწვევს. ანალოგიურად, საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის ყოველ კონკრეტულ დონეზე (და მისი მატებისას) მოხმარების სიდიდეს „მოხმარებისაკენ ზღვრულ მიდრეკილებას“ უწოდებენ. 8.14. ნახაზებზე წარმოდგენილია მოხმარებისა და დაზოგვის გრაფიკი, რომლებიც ნათელ წარმოდგენას გვაძლევს „მოხმარებისკენ ზღვრული მიდრეკილების მრუდისა“ და „დაზოგვისკენ ზღვრული მიდრეკილების მრუდის“ შესახებ საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის დონესთან დამოკიდებულებით.

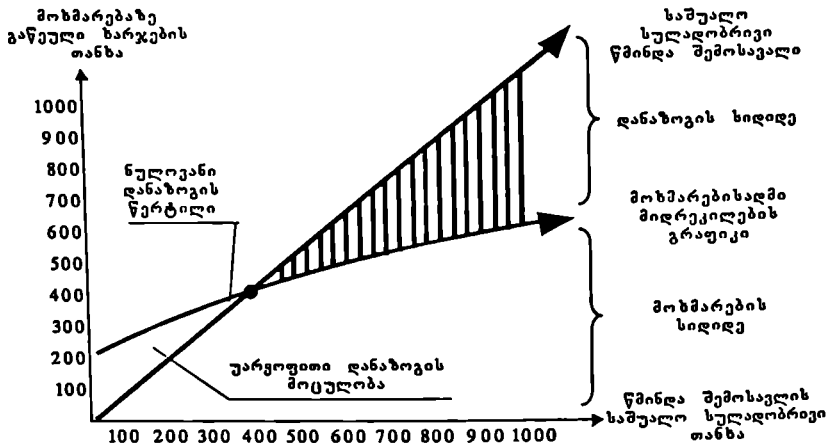
მოყვანილი მონაცემებიდან ჩანს, რომ გრაფიკზე „ნულოვანი დანაზოგის წერტილი“ ყალიბდება საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის ისეთი დონის დროს, რომელიც 400 პირობითი ფულადი ერთეულის ტოლია. ამ დონის უფრო დაბალი მნიშვნელობისას დანაზოგების ფორმირება იწყება; ამასთან, დანაზოგების სიდიდის მატების ტემპები აღემატება საშუალო სულადობრივი წმინდა შემოსავლის თანხის ზრდის ტემპებს. შესაბამისად, „დაზოგვისკენ მიდრეკილების მრუდი“ მზარდი მატებით ხასიათდება, მაშინ, როდესაც „მოხმარებისკენ მიდრეკილების მრუდს“ კლებადი მატება ახასიათებს წმინდა შემოსავლის (ქვეყნის მასშტაბით – ეროვნული შემოსავლის) ზრდის პარალელურად.

ყოველივე ზემოთქმული შესაძლებლობას გვაძლევს დავასკვნათ, რომ საზოგადოებაში დანაზოგების სიდიდის გაზრდა იწვევს ქვეყნის ეკონომიკაში საინვესტიციო სარესურსო პოტენციალის მატებას და წანამძღვრებს უქმნის ცალკეულ მეურნე სუბიექტის საინვესტიციო აქტივობის ზრდას.

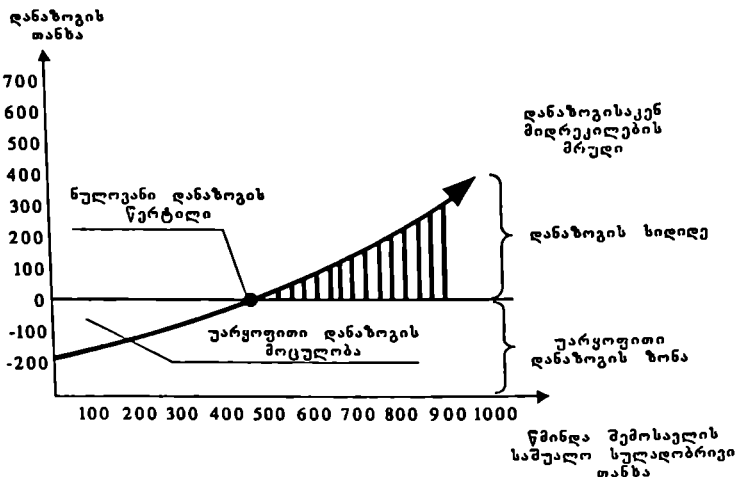
## ინვესტიციის წილიდან მსხვილფუნქციური დანაზოგების განხილვა

ქვეყნის ეკონომიკაში ფორმირებული დანაზოგების დანიშნულება, პირველ რიგში, ინვესტიციების განხორციელებაა. ამასთან, მთელი ქვეყნის ეკონომიკის დონეზე ამ ინვესტიციებს განიხილავენ მხოლოდ როგორც რეალურ ინვესტიციებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ ინოვაციურ პროცესებსა და წმინდა კაპიტალ-წარმოქმნას (ფინანსურ ინვესტიციებს ამ დონეზე განიხილავენ მხოლოდ როგორც „ტრანზიტულს“, რომლებიც ახასიათებენ კაპიტალის გადადინებას ცალკეულ მეურნე სუბიექტებს შორის).

## A მოხმარების გრაფიკი



## B დანაზოვის გრაფიკი

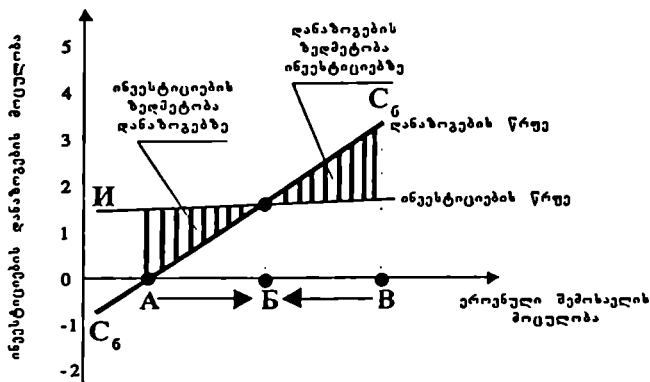


ნახ. 8.14. დანაზოვის სიდიდის საშუალო სულადობრივ წმინდა შემოსავალის დონეზე დამოკიდებულების გრაფიკები

დანაზოგები ქვეყნის მასშტაბით გვევლინება ეროვნული შემოსავლის პირდაპირ ფუნქციად, რეალური ინვესტიციები კი – საზოგადოებაში ფორმირებული დანაზოგების პირდაპირ ფუნქციად. აქედან გამომდინარე, შეგვიძლია გამოვიტანოთ დასკვნა ეროვნული შემოსავლის მოცულობაზე ინვესტიციების მოცულობის პირდაპირი დამოკიდებულების შესახებ. დანაზოგების, როგორც ქვეყნის ეკონომიკური სისტემის ფუნქციონირების ხელსაყრელ (მისი წონასწორობის) პირობებში საინვესტიციო რესურსების ეკონომიკური ბუნებიდან გამომდინარე, დანაზოგების მოცულობა ინვესტიციების მოცულობის ტოლი უნდა იყოს. ასეთი წონასწორობის დამყარების პირობები გრაფიკულად სურ. 8.15-ზეა წარმოდგენილი.

გრაფიკიდან ჩანს, რომ ეკონომიკური სისტემის წონასწორობა („P“ წერტილი) „B“ წერტილის შესაბამისი ეროვნული შემოსავლის დონისას მიიღწევა. ეროვნული შემოსავლის ამ დონის დროს დანაზოგების (კაპიტალის როგორც საინვესტიციო რესურსის გამოყენების) მოცულობები ერთმანეთს ემთხვევა.

ეროვნულ შემოსავლის „A“ წერტილის შესაბამისი დონის დროს ინვესტირების შესაძლო სიდიდე აღემატება დანაზოგის მოცულობებს. ამგვარი ვითარება მაშინ ყალიბდება, როცა დაზოგვის შესაძლებლობები



ნახ. 8.15. დანაზოგების მოცულობის და კაპიტალის ინვესტიციების გაწონასწორების წერტილის ფორმირების გრაფიკი

შემოსავლების არასაკმარისი დონის გამო არსებითად ჩამორჩება მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო ზრახვებს. ამ შემთხვევაში იზრდება მოთხოვნის მოცულობა და კაპიტალური საქონლის ფასები, რაც ინფლაციურ პროცესებს წარმოშობს ეკონომიკაში (ამგვარ ვითარებას ეკონომიკურ თეორიაში დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის „ინფლაციური გარღვევას“ უწოდებენ). წონასწორობის წერტილის მისაღწევად ინვესტიციების მოცულობები უნდა უზრუნველყოფდნენ წარმოების მოცულობის იმგვარად გაფართოებას, რომ მან შემოსავლის დონის და მისი დაზოგილი ნაწილის გადიდება გამოიწვიოს. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, შემდგომ ეკონომიკურ პროგრესს საზოგადოება მიაღწევს ეროვნული შემოსავლის სათანადო გადიდებით, ე.ი. მისი გადანაცვლებით მარჯვნივ, „B“ წერტილისკენ.

ეროვნული შემოსავლის იმ დონის დროს, რომელიც „B“ წერტილს შეესაბამება, დაზოგვის მოცულობა აჭარბებს შესაძლო ინვესტიციების მოცულობას (ე.ი. დანაზოგების მატება არ იწვევს ინვესტიციების მოცულობის პროპორციულ გადიდებას.). ამ შემთხვევაში არსებითად გადიდება კაპიტალური საქონლის გამოყენებული მარაგის სიდიდე, რომელსაც თან მოსდევს მისი ფასების დონის დაწვეა (ამგვარ ვითარებას ეკონომიკურ თეორიაში ახასიათებენ დანაზოგებისა და ინვესტიციების „დეფლაციური გარღვევის“ ტერმინით). წარმოების ზრდის ტემპების დაქვეითება, რასაც ეს პროცესები გამოიწვევს, შესაბამისად, შეამცირებს ეროვნულ შემოსავალს, ე.ი. მას გადაადგილებს მარცხნივ, „B“ წერტილისკენ.

ამგვარად, ინფლაციური და დეფლაციური გარღვევის ზომის შემცირების მექანიზმი, შესაბამისად, გამოიწვევს შემოსავლის სიდიდის გადიდებას ან შემცირების მანამ, ვიდრე დაზოგვა არ შეჩერდება იმ დონეზე, რომლის დროსაც ინვესტიციების მოცულობები გარკვეული პერიოდის განმავლობაში დაგროვილი კაპიტალის მოცულობით იქნება შენარჩუნებული. ცალკეული მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობა მაქსიმალურ წერტილს ამავე შემთხვევაში მიაღწევს.

დანაზოგებისა და ინვესტიციების ურთიერთმოქმედების მექანიზმის დახასიათებისას აღსანიშნავია, რომ ინვესტიციების ზრდა იწვევს შემდგომში წმინდა შემოსავლის (ქვეყნის მასშტაბით – ეროვნული შემოსავლის) მატებით განპირობებული დანაზოგების მოცულობის

გადიდებას. ეს იმიტომ, რომ ეკონომიკაში ინვესტიციების მოცულობის გადიდების დროს ჯაჭვური რეაქციით იზრდება დასაქმება, შემოსავლები, სამომხმარებლო მოთხოვნა და დანაზოგები. ეს ურთიერთკავშირი პირველად გამოიკვლია ჯ. კეინზმა: „კეინზის წესის“ თანახმად, ინვესტიციების ყოველი ახალი მატება ავტომატურად უზრუნველყოფს მთლიანი შემოსავლების ნამატს, რომელშიც დანაზოგების წილი მოხმარების წილის მიმართ უპირატესი ტემპებით მალდება, შესაბამისად კი, ხდება მომავალი ინვესტიციების პოტენციური საფუძვლის უზრუნველყოფა. ამ კავშირის რაოდენობრივად გამოსახატავად კეინზმა ეკონომიკურ არსენალში შემოიტანა „ინვესტიციური მულტიპლიკატორის“ ცნება („მულტიპლიკატორი“ სიტყვა-სიტყვით ნიშნავს „მამრავლს“).

ინვესტიციური მულტიპლიკატორის არსი ისაა, რომ რეალური ინვესტიციების გადიდება გაცილებით მეტად ზრდის ქვეყნის ეროვნულ შემოსავალს. ინვესტიციური მულტიპლიკატორის რაოდენობრივ მნიშვნელობას გამოითვლიან შემდეგი ფორმულით:

$$\text{ინვესტიციური მულტიპლიკატორი} = \frac{\text{ეროვნული შემოსავლის თანხის ნამატი}}{\text{რეალური ინვესტიციების მოცულობის ნამატი}}$$

ინვესტიციური მულტიპლიკატორის განსაზღვრის საფუძვლად აღებული მაჩვენებლების დამოკიდებულების გათვალისწინებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ეს სიდიდე დაზოგვისკენ ზღვრული მიდრეკილების უკუპროპორციულია (ანუ მოხმარებისკენ ზღვრული მიდრეკილების პირდაპირპროპორციულია).

შემდგომში ჯ. კეინზის მიმდევრებმა დაადგინეს პირდაპირი კავშირის არსებობაც ეროვნული შემოსავლის ნამატსა და ინვესტიციების მოცულობის ნამატს შორის და შემოიტანეს „ინვესტიციური აქსელერატორის“ ცნება (ეს ტერმინი პირველად ა. ჰანსენმა იხმარა). აქსელერატორი გვიჩვენებს, თუ რამდენჯერ შეიძლება გადიდდეს რეალური ინვესტიციების მოცულობა ეროვნული შემოსავლის მოცულობის ზრდის შედეგად. რაოდენობრივი გამოსახტულებით ინვესტიციური აქსელერატორის მაჩვენებელი ინვესტიციური მულტიპლიკატორის შებრუნებული სიდიდეა და მას შემდეგი ფორმულით გამოითვლიან:

ინვესტიციური აქსელატორი = რეალური ინვესტიციების მოცულობის ნამატი  
ეროვნული შემოსავლის თანხის ნამატი

ამგვარად, ინვესტიციური მულტიპლიკატორი და აქსელერატორი სხვადასხვანაირად ახასიათებს ეროვნული შემოსავლის და დანაზოგების ზრდის მაკროეკონომიკური ფაქტორების გავლენას საწარმოთა ინვესტიციურ აქტივობაზე. თუ ინვესტიციური მულტიპლიკატორი ამ აქტივობას უკავშირებს მომავალი დანაზოგების (საინვესტიციო რესურსების) ფორმირებას ამჟამად განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობაზე დამოკიდებულებით, ინვესტიციური აქსელერატორი ახასიათებს ეროვნული შემოსავლის ზრდის გამო საწარმოების შესაძლო ინვესტიციური აქტივობის ხარისხს.

ინვესტიციური მულტიპლიკატორისა და აქსელერატორის მოქმედების დახასიათებისას საჭიროა აღინიშნოს, რომ იგი მხოლოდ ე.წ. „წარმოებულ ინვესტიციებს“ უკავშირდება (ე.ი. ისეთ ინვესტიციებს, რომლებიც პირდაპირაა დამოკიდებული ეროვნული შემოსავლისა და დანაზოგების მოცულობაზე). ამავე დროს, არსებობს ისეთი ინვესტიციები, რომლებიც დამოკიდებული არაა განხილულ მაჩვენებლებზე – ე.წ. „ავტონომიური ინვესტიციები“, რომელთა განხორციელების მოტივაცია სხვა მაკროეკონომიკური ფაქტორების შემოქმედებას უკავშირდება.

### **ავტონომიური ინვესტიციები და მათი ფუნქციები**

ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, რომ პროცენტის განაკვეთი (წმინდა ინვესტიციური მოგების ნორმასთან ერთად) საწარმოს ინვესტიციების განხორციელების უმნიშვნელოვანესი კრიტერიალური მოტივია. იგი გვევლინება იმ ფასად, რაც საწარმომ უნდა გადაიხადოს, რათა ფინანსების ბაზარზე ისესხოს კაპიტალური აქტივებისა და სხვა ინვესტიციური საქონლის შესაძენად საჭირო ფულადი საინვესტიციო რესურსები. ეკონომიკური თვალსაზრისით, ინვესტიციები ეფექტური მხოლოდ მაშინ იქნება, თუკი ინვესტიციური მოგების მოსალოდნელი დონე პროცენტის განაკვეთს გადააჭარბებს.

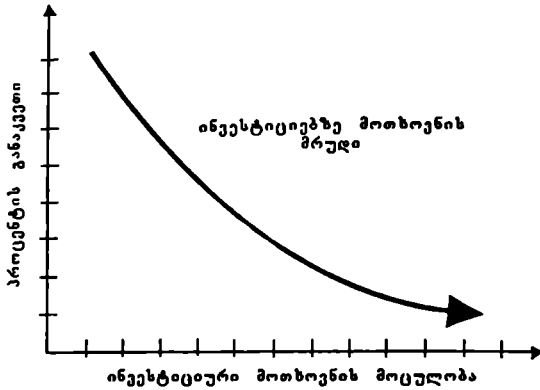
თუკი სხვადასხვა საინვესტიციო პროექტიდან (ინსტრუმენტზე) მოსალოდნელი წმინდა მოგების დონე ფართო დიაპაზონში მერყეობს ინვესტირების პერიოდზე, რისკის დონეზე და ლიკვიდობაზე, აგრეთვე თვით საწარმოს საინვესტიციო არჩევანზე დამოკიდებულების

შესაბამისად, მაშინ პროცენტის განაკვეთი მაკროდონეზე ყალიბდება, ე.ი. საწარმოსთვის იგი ობიექტურად მოცემული სიდიდეა. წმინდა ინვესტიციური მოგების უცვლელი ნორმის დროს საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობა დამოკიდებული იქნება ფინანსების ბაზარზე არსებულ პროცენტის განაკვეთზე, რომელიც არსებითად მოქმედებს მეურნე სუბიექტების მხრიდან ინვესტიციებზე გამოვლენილი მოთხოვნის დონეზე. ქვეყნის ეკონომიკის მასშტაბით, პროცენტის განაკვეთსა და ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობას შორის დამოკიდებულება ასახულია ნახ. 8.16-ზე მოცემულ გრაფიკზე.

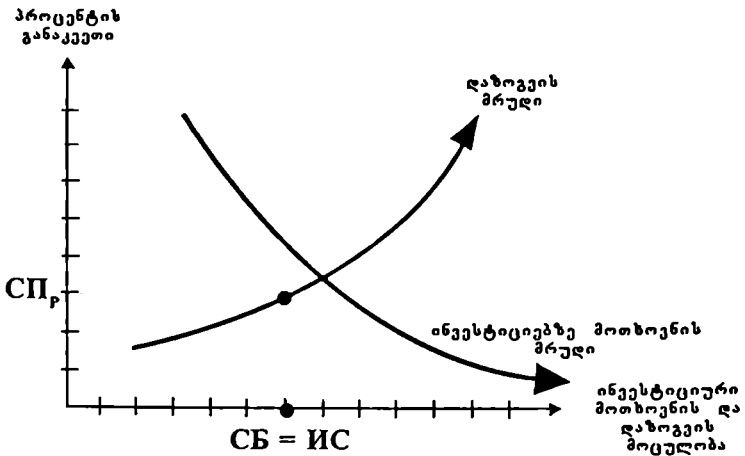
როგორც გრაფიკიდან ჩანს, პროცენტის განაკვეთსა და ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობას შორის უკუპროპორციული დამოკიდებულება – პროცენტის განაკვეთის ზრდასთან ერთად მეურნე სუბიექტების მხრიდან გამოხატული ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობა კლებულობს და, პირიქით.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, პროცენტის განაკვეთი თვითრეგულირებადი სიდიდეა, რომელსაც აყალიბებს დაგროვილი დანაზოგების (კაპიტალების ბაზარზე წარმოდგენილი) და მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო ზრახვების (რომლებიც ინვესტიციურ მოთხოვნას აყალიბებენ) გაუღენა. ამ თვითრეგულირების მექანიზმში პროცენტის განაკვეთი ისეთ დონეზე დგინდება, რომლის დროსაც ინვესტორის მიერ გარკვეული პროცენტით სასესხებელი კაპიტალის სასურველი თანხა რაოდენობრივად შეესაბამებოდა კრედიტორების მიერ იმავე პროცენტით შესათავაზებელი კაპიტალის სასურველ თანხას. პროცენტის ფარდობითი განაკვეთის ფორმირების მექანიზმი გრაფიკულად 8.17 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

წარმოდგენილი გრაფიკიდან ჩანს, რომ პროცენტის გაწონასწორული განაკვეთი მჭიდრო ფუნქციურ კავშირშია კაპიტალის მიწოდების მაჩვენებლებთან (დანაზოგებთან) და მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო მიზნებთან (ინვესტიციებზე არსებულ მოთხოვნებთან). ქვეყანაში კაპიტალის არასაკმარისად მიწოდების პირობებში, მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო ზრახვების მიმართ პროცენტის განაკვეთი მატულობს, რაც ასუსტებს საწარმოს საინვესტიციო აქტივობას. პირიქით, ბანკებისა და სხვა საფინანსო ინსტიტუტების მიერ შექმნილი ჭარბად მიწოდებული საკრედიტო საინვესტიციო რესურსები



ნახ. 8.16. პროცენტის განაკვეთისა და ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობას შორის დამოკიდებულების გრაფიკი



ნახ. 8.17. პროცენტის ფონასწორადი განაკვეთის ფორმირების მექანიზმის გრაფიკი



ნიველირდება პროცენტის განაკვეთის კლების ხარჯზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, სასესხო საინვესტიციო კაპიტალზე მოთხოვნის მატება აღიძვრება პროცენტის განაკვეთს, მიწოდებული კაპიტალის სიჭარბე კი, პირიქით, ამცირებს მას.

## საინვესტიციო პროცესი

ეს ტერმინი აღნიშნავს ახალი პროდუქტის შექმნას და ძველის გაუმჯობესებას, ახალი ტექნიკისა და ახალი საწარმოო პროცესების შექმნას. საწარმოს საინვესტიციო აქტივობის განმსაზღვრელი მაკროეკონომიკური ფაქტორების სისტემაში ტექნოლოგიური პროგრესი მეტად აქტიურ როლს ასრულებს.

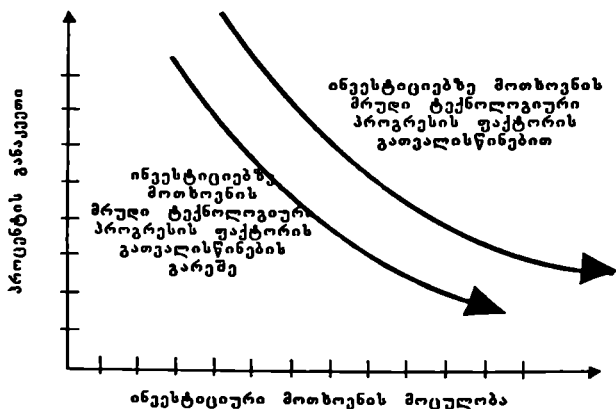
საწარმოს საინვესტიციო აქტივობაზე ტექნოლოგიური პროგრესის ზემოქმედების მექანიზმს განსაზღვრავს ინოვაციური პროექტების რეალიზაციის პროცესში წმინდა ინვესტიციური მოგების უფრო მაღალი დონე.

ეს მოვლენა საკმაოდ ღრმად გამოიკვლია ი. ფიშერმა და აჩვენა, რომ ნებისმიერი ინოვაციის შედეგია ინვესტიციური შემოსავლის ნორმისა და პროცენტის განაკვეთის გადიდება მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობის გაძლიერების პარალელურად. საინვესტიციო აქტივობის გაძლიერების პროცესი მანამ გაგრძელდება, ვიდრე ინვესტორები ზემოგებას მიიღებენ საინვესტიციო საქმიანობიდან და არ დადგება ე.წ. „ინვესტიციური გაჯერება“, რომელიც ფიშერმა აღნიშნა ტერმინით „ინოვაციების ზღვრული მწარმოებლურობა“.

საწარმოთა სამეურნეო საქმიანობის პრაქტიკაში ტექნოლოგიური პროგრესის შედეგების დანერგვა საშუალებას აძლევს მათ მაღალი ფასები დააწესონ ახალ პროდუქტიაზე, შეამცირონ მისი წარმოების ხვედრითი ხარჯები და გააფართოონ საწარმოო საქმიანობის მოცულობები, რაც განაპირობებს წმინდა მოგების დონის ზრდას სხვა თანაბარ პირობებში. თავის მხრივ, პროცენტის უცვლელი განაკვეთისას წმინდა ინვესტიციური მოგების დონის ზრდა შესაძლებელს ხდის ინვესტიებზე მოთხოვნის მრუდის არსებითად გადაადგილებას მარჯვნივ (მისი მოცულობის გაზრდას) (ნახ. 8.18).

ამ ფაქტორის გამოვლენის თავისებურებაა ის, რომ იგი იწვევს მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობის მატებას ეროვნული შემოსავლის მოცულობის ზრდისგან დამოუკიდებლად, ე.ი. იგი

ავტონომიურია ამ უკანასკნელის მიმართ. ეროვნული შემოსავლის მოცულობის შემცირების პირობებშიც კი ტექნოლოგიური პროგრესი ახდენს მეურნე სუბიექტების დამატებითი საინვესტიციო მოთხოვნის გენერირებას. ამასთან, რაც უფრო მაღალია ბაზარზე კონკურენციის დონე, მით უფრო ინტენსიურად ყალიბდება საინვესტიციო მოთხოვნა ამ ფაქტორის გავლენით.



ნახ. 8.18. ინვესტიციებზე მოთხოვნის ფორმირების გრაფიკი ფინანს ინვესტიციური ტექნოლოგიური პროგრესით გააუმჯობესებული მოთხოვნის დონის ზრდის შემთხვევების გათვალისწინებით

მაგრამ ყურადღება უნდა მივაქციოთ იმას, რომ ტექნოლოგიური პროგრესი როგორც საწარმოს საინვესტიციო აქტივობის გაძლიერების ფაქტორი, უპირატესად შემოიფარგლება ავტონომიური ინვესტიციებზე მოთხოვნის სფეროთი. იგი ამ სფეროში გვევლინება ყველაზე მნიშვნელოვან მაკრო-ეკონომიკურ ფაქტორად.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ „ავტონომიური ინვესტიციების“ ინტენსიფიცირებით ტექნოლოგიური პროგრესი ირიბად მოქმედებს ეროვნული შემოსავლის მატებასთან დაკავშირებული „წარმოებული ინვესტიციების“ მოცულობის გადიდებაზეც. ავტონომიური ინვესტიციების ნამატის ყოველი ერთეული ეკონომიკაში ბადებს მულტიპლიკაციურ-აქსელაციურ პროცესს, ე.ი. ახდენს ინვესტიციის დამატებითი შემოსავლების გენერირებას. ცალკეული მეურნე სუბიექტების

შემოსავლების (და, შესაბამისად, ეროვნული შემოსავლის) ზრდა, თავის მხრივ, აღიღებს „წარმოებული ინვესტიციების“ მოცულობას, რაც ააქტიურებს მომავალში ეროვნული შემოსავლის ფორმირებას. ასეთი ურთიერთკავშირის მექანიზმი, რომელსაც „კუმულაციურ საინვესტიციო პროცესს“ უწოდებენ, წარმოადგენს მეურნე სუბიექტების ინვესტიციების მთელი მოცულობის ზრდის ფაქტორს, რომლის პირველდაწყებითი იმპულსია ტექნოლოგიური პროგრესით განპირობებული „ავტონომიური ინვესტიციები“.

### ინფლაციის ტემპების

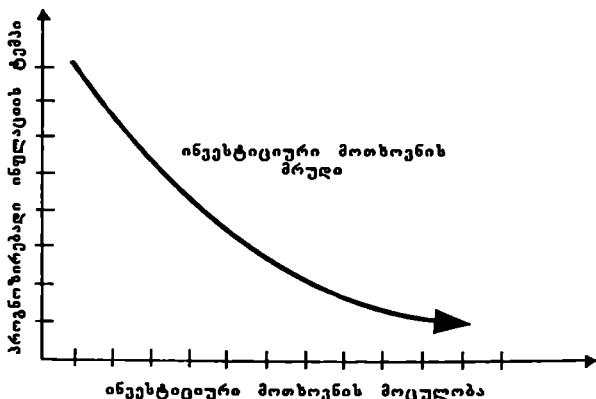
ეკონომიკაში მიმდინარე ინფლაციური პროცესები უარყოფითად მოქმედებენ მთლიანად ინვესტიციების მოცულობის დინამიკაზე, მათ შორის – ცალკეული მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობაზე. ამ უარყოფით გავლენას თავისი ასპექტები აქვს.

ინფლაციის ტემპების დაჩქარებასთან ერთად, უპირველეს ყოვლისა, სუსტდება „დაზოგვისკენ მიდრეკილება“, ე.ი. იკვეცება ინვესტიციების სარესურსო ბაზის ჩამოყალიბების პოტენციალი. ქვეყანაში ინფლაციის ტემპების მატების პირობებში გამოვლენილი „ინფლაციური მოლოდინები“, ჩვეულებრივ, ინტენსიურს ხდის მიღებული შემოსავლების მიმდინარე მოხმარებას. პირიქით, ფასების დონის მოსალოდნელი დაწვევა (დეფლაციური პროცესები) მიმდინარე მოხმარების შეკვეცისა და დაზოგვის გაფართოებისკენ უბიძგებენ შინამეურნეობებსა და საწარმოებს.

გარდა ამისა, ინფლაციის გაღრმავება სულ უფრო მეტად აუფასურებს მოსალოდნელი წმინდა ინვესტიციური მოგების ნომინალურ სიდიდეს, რაც, შესაბამისად, უარყოფითად აისახება საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის მოტივაციაზე (ეს ფაქტორი განსაკუთრებულ უარყოფით როლს თამაშობს გრძელვადიანი ინვესტიციების პროცესში).

ბოლოს, ინფლაციის ტემპების ზრდის პირობებში საგრძნობლად უფასურდება საწარმოს ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულება, რაც იწვევს მათში ინვესტირებული კაპიტალის დაკარგვას (ინფლაციის პირობებში, როგორც წესი, მათი ფასები ინფლაციის ტემპების პროპორციულად იზრდება).

ზემოთ ჩამოთვლილი მიზეზები განსაზღვრავენ ინფლაციის პირობებში ცალკეული მეურნე სუბიექტების ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობის შემცირებას (ნახ. 8.19).



ნახ. 8.19 მკურნალობის სუბიექტების ინვესტიციურ მოთხოვნის მორეგრესიის გრაფიკი ინფლაციის ტემპთან დაკავშირებით.

მოტანილი გრაფიკის გათვალისწინებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ინფლაციის ტემპების მატება ასუსტებს საწარმოების საინვესტიციო აქტივობას, მაშინ, როდესაც დეფლაციური პროცესები მის გაძლიერებას უწყობენ ხელს.

**ეკონომიკური დინამიკის ციკლურობა**

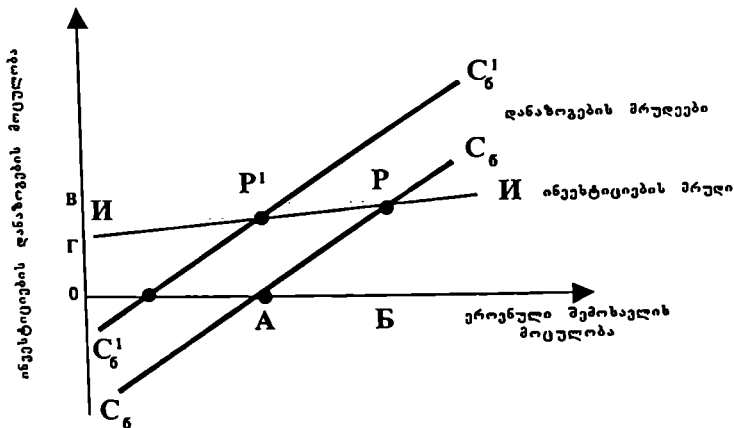
ეკონომიკური დინამიკის ციკლურობა. ეკონომიკურ ციკლებს ახასიათებს ქვეყანაში საქმიანი აქტივობის პერიოდული ზრდა და შემცირება. ეს აისახება პრაქტიკულად ყოველგვარი ეკოლოგიური საქმიანობის მოცულობებსა და შედეგებზე, მათ შორის – საინვესტიციო პროცესზე. ინვესტირება, რომელიც კვლავწარმოებითი პროცესების, დასაქმების ზრდის უზრუნველყოფის, ეროვნული შემოსავლის გადიდების, მოთხოვნის განვითარების და ა.შ. საფუძველია, – საერთო ეკონომიკური დინამიკის ციკლურობის პირობებში თვითონვე გადაიქცევა ციკლურ პროცესად, რომელიც მკვეთრად რეაგირებს ეკონომიკის ექსპანსიის ან შეკუმშვის პროცესებზე მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობის სათანადოდ შეცვლით.

უფრო მეტიც, ინვესტიციების დინამიკის მაჩვენებელი ეკონომიკური ციკლის ამა თუ იმ სტადიის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ინდიკატორია.

ეკონომიკური ზრდის პერიოდებში მატულობს ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობა და, შესაბამისად, მალღდება საწარმოს ინვესტიციურ აქტივობის დონე. ამასთან, ეკონომიკური ზრდის სტადიაზე ინვესტირების მოცულობის გაფართოებას მხარს უჭერს ფინანსურ ბაზარზე არსებული პროცენტის დაბალი განაკვეთი, რაც შემოსავლებისა და დანაზოგების აქტიურ ფორმირებას უწყობს ხელს. დანაზოგების ან დაგროვილი კაპიტალის მატებასთან ერთად ვლინდება საინვესტიციო პროცესში მისი გამოყენების ზღერული ეფექტურობის კლების ტენდენცია, რაც დაზოგვისკენ მიდრეკილებასაც ასუსტებს (დანაზოგების აბსოლუტური თანხის მატების მიუხედავად). ინვესტიციების თეორიაში ამ პროცესს „ვიქსელის ეფექტი“ უწოდებს და იგი ახასიათებს ეკონომიკის ზრდის პერიოდებში ინვესტიციების მოცულობის მატების გავლენას კაპიტალის (დანაზოგების) დაგროვების დამამუხრუჭებელ პროცენტის განაკვეთის დინამიკაზე.

ეკონომიკის დაქვეითების პერიოდებში დანაზოგების ზრდისკენ სწრაფვა გამოიწვევს ინვესტიციების შეზღუდვას და არა გაფართოებას. ეს იმიტომ, რომ შემოსავლების დონის დამწვევი დეპრესიის პირობებში დანაზოგების (კაპიტალის დაგროვების) მატება შეამცირებს მოხმარების მოცულობას. რადგან ამ პირობებში ინვესტიციები ვერ გაადიდებენ მოთხოვნას სამომხმარებლო დანიშნულების დამატებით წარმოებულ პროდუქტიაზე, ამიტომ ამ პირობებში დანაზოგების ზრდა ხელს შეუწყობს დეზინვესტიციური პროცესების ფორმირებას. ეკონომიკურ თეორიაში ამ მოვლენას ახასიათებენ „დამზოგველობის პარადოქსით“, რომელიც ასახავს დეპრესიის პერიოდში წმინდა კაპიტალწარმოქმნის შემცირების პროცესს დანაზოგების ზრდისას (ნახ. 8.20.).

როგორც მოტანილი გრაფიკიდან ჩანს, დეპრესიის პირობებში ეროვნული შემოსავლის მოცულობის შემცირების დროს დანაზოგების მატება  $C_1^1$  (ე.ი. დაზოგვის მრუდის გადანაცვლება ზემოთ) ინვესტირების მოცულობით დონესთან შედარებით გაცილებით დაბალ დონეზე აყალიბებს დანაზოგებისა და ინვესტიციების წონასწორობის  $P^1$  წერტილს („B“-ს ნაცვლად „I“ წერტილში). სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მეტის დაზოგვის მცდელობები დეპრესიის პირობებში



ნახ.8.20. დანახოების სიდიდის საშუალო სულადობრივ ფინანსურ შემოსავლის დონეზე დამოკიდებულების გრაფიკები

შემცირებს ინვესტიციების მოცულობას, რასაც მოჰყვება მთლიანად ქვეყანაში შემოსავლებისა და დანახოების მოცულობის შეკვეცა და მაშასადამე, საწარმოთა საინვესტიციო აქტივობის შესუსტებაც.

ციკლის საინვესტიციო თეორია, რომელსაც ეკონომიკური დინამიკის ციკლურობა განსაზღვრავს, ერთმანეთს უკავშირებს მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობასა და ინვესტიციური მულტიპლიკატორისა და აქსელერატორის მექანიზმის ინტეგრირებულ გამოვლინებას. ამ მექანიზმების მოქმედების შერწყმა იძლევა საქმიანი აქტივობის გაძლიერებისა და შესუსტების პროცესის ახსნას. ინვესტიციური მულტიპლიკატორისა და აქსელერატორის ურთიერთქმედების ზოგადი მოდელი შეგვიძლია წარმოვადგინოთ ჯ. ჰიქსის ცნობილი ფორმულით, რომელსაც შემდეგი სახე აქვს:

$$Y_n = (1 - S) \times Y_{n-1} + V(Y_{n-1} - Y_{n-2}) + I_n$$

სადაც  $Y_n$  - ეროვნული შემოსავლის თანხაა  $n$ -ურ პერიოდში;

$S$  - ეროვნულ შემოსავლებში დანახოების ხვედრითი წილი, რომელიც ათწილადითაა გამოხატული; შესაბამისად,  $(1 - S)$  ახასიათებს მოხმარებისკენ მიდრეკილებას;

V – აქსელერატორის კოეფიციენტი.

$IA_n$  – ავტონომიური ინვესტიციების თანხა  $n$ -ურ პერიოდში

~~საინვესტიციო პროექტების განხორციელების დროს~~

საწარმოს საინვესტიციო აქტივობის დონე განუყოფლად უკავშირდება მისი ინვესტიციური საქმიანობის ზემოთაღნიშნულ გარე ფაქტორს. საინვესტიციო საქონელზე (ინსტრუმენტებზე) არსებული მოთხოვნის მოცულობა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში ამ აქტიურობის უმნიშვნელოვანეს ინდიკატორად, ხოლო მათი მიწოდების მოცულობა კი – აქტიურობის რეალიზაციის უზრუნველყოფ ერთ-ერთ ძირითად პირობად გვევლინება.

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების იმ პარამეტრებს შორის, რომლებიც განმსაზღვრელ როლს თამაშობენ საწარმოთა საინვესტიციო გააქტიურებაში, პირველ რიგში უნდა გამოვყოთ მისი სეგმენტაციის დონე. აქ გულისხმობენ მისი სახეების მიზანმიმართულად დანაწილებას ცალკეულ სეგმენტებად, რომლებიც ერთმანეთისგან განსხვავდება მასზე მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის (ინსტრუმენტების) ხასიათით. რაც უფრო ღრმად ინვესტიციების იმ ბაზრის სეგმენტაცია, რომელზეც ესა თუ ის ინვესტორი საქმიანობს, მით უფრო მეტად დივერსიფიცირებული შეიძლება იყოს მისი ინვესტიციური მოთხოვნა, რომელსაც შესაბამისი მიწოდება უმაგრებს ზურგს. ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) შერჩევის ალტერნატიულობა საწარმოს საინვესტიციო აქტივობაზე პირდაპირი გავლენის ფაქტორია.

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების ის მნიშვნელოვანი პარამეტრი, რომელიც არსებითად მოქმედებს მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობაზე, არის ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე. ინვესტიციების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, რომელიც მისი მონაწილეების მომსახურე ნაირგვარი საწარმოებითა და დაწესებულებებითაა წარმოდგენილი, ხელს უწყობს ამ სუბიექტების მიერ განხორციელებული ოპერაციების ეფექტიანობის ამაღლებას. ინვესტიციების განხორციელების ეფექტიანობის ამაღლება, რომელსაც პირველ რიგში ინვესტიციური მოგების ნორმის ზრდა განსაზღვრავს, თავის მხრივ საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობის ზრდის

განმსაზღვრელი ფაქტორია. თანამედროვე ეტაპზე განსაკუთრებულად ფართოდ განვითარება ჭირდება ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების (პირველ რიგში – ფასიანი ქაღალდების) ბაზრის ინფრასტრუქტურას.

საწარმოების საინვესტიციო აქტივების უზრუნველყოფაში განსაკუთრებულ როლს თამაშობს ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების ისეთი პარამეტრები, როგორცაა მისი კონკურენტულობის დონე. ამას, პირველ რიგში, ის განსაზღვრავს, რომ საკმაოდ ობიექტურად მხოლოდ კონკურენტულ ბაზარზე ყალბდება წმინდა ინვესტიციური მოგების ნორმის მაჩვენებელი (მონოპოლიურ ბაზარზე იგი არსებითადაა დეფორმირებული მონოპოლიური ფასების ზეგავლენით). გარდა ამისა, კონკრეტული ბაზრის პირობებში მნიშვნელოვნად აქტიურდება საწარმოთა ავტონომიური ინვესტიციები, რომლებიც მათი საკონკურენტო ბრძოლის ერთ-ერთი ეფექტიანი ინსტრუმენტია. ბოლოს, სრული ძალით მხოლოდ კონკურენციის პირობებში მუშაობს საბაზრო თვითრეგულაციის მექანიზმი და შეუფერხებლად ხორციელდება ინვესტიციების ბაზრებსა და სხვა ბაზრებს შორის ურთიერთკავშირი, რომელიც ცალკეულ მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლებას უზრუნველყოფს.

სხვა ბაზრებთან ინვესტიციების ბაზრის ურთიერთკავშირის სისტემას ეკონომიკის საბაზრო თვითრეგულაციის პროცესში ახასიათებს ჰიქს-ჰანსენის ცნობილი მოდელი: „ინვესტიციები-დანაზოგები-ფულადი მასა – პროცენტის განაკვეთი“, რომელიც ინვესტიციების, საქონლისა და ფულის ბაზრების ურთიერთმოქმედების მექანიზმს განსაზღვრავს. ამ მოდელის ეკონომიკური არსი შემდეგშია: მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობის გაძლიერება აფართოებს საქონლისა და მომსახურების წარმოებას, რაც ზრდის ქვეყანაში მთლიანი შემოსავლის მოცულობას. ფულის მასის უცვლელი მოცულობის დროს ამ შემოსავლის ერთი ნაწილი ახდენს ფულზე (დანაზოგებზე) დამატებითი მოთხოვნების გენერირებას, რის გამოც პროცენტის განაკვეთი მატულობს. პროცენტის განაკვეთის აწევა შეამცირებს მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო გააქტიურებას (ინვესტიციური მოგების ნორმის დაწვეის გამო), რის შედეგადაც



შენელებას დაიწყებს ინვესტიციების, წარმოებისა და შემოსავლების მოცულობათა ზრდის ტემპები, ე.ი. ეკონომიკურ სისტემაში აღდგენას დაიწყებს წონასწორობა.

**საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების საინვესტიციო პოლიტიკის ძირითადი პრინციპები**

ეს ტერმინი გულისხმობს კონკრეტულ ქვეყანაში საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების იმ სამართლებრივი, ეკონომიკური, სოციალური, პოლიტიკური და სხვა პირობების ერთობლიობას, რომლებიც არსებითად მოქმედებენ ინვესტიციების შემოსავლიანობასა და რისკზე. საწარმოთა საინვესტიციო აქტივობის ამ უმნიშვნელოვანესი ფაქტორის სპეციფიკა ისაა, რომ საინვესტიციო გარემოს ძირითადი პარამეტრები სახელმწიფოს მიერ რეგულირდება სამართლებრივი და ეკონომიკური მექანიზმის მეშვეობით. (ნახ. 8.21.)

საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირება ავსებს მისი საბაზრო თვითრეგულაციის მექანიზმს, აძლიერებს ან ასუსტებს ცალკეული მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო აქტივების განმსაზღვრელ ცალკეული ფაქტორების გავლენას. გარდა ამისა, საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ცალკეული ფორმები ახდენენ ამ აქტიურობის ინიცირებას ავტონომიური ინვესტიციების სფეროში (ტექნოლოგიური პროგრესის მიუხედავად) და ინვესტიციური მულტიპლიკატორ-აქსელერატორის მექანიზმის მეშვეობით ეკონომიკაში აძლიერებენ კუმულაციურ ინვესტიციურ პროცესს, რითაც უზრუნველყოფენ საწარმოთა საინვესტიციო აქტივობის მომავალი ამაღლების ბაზას.

ზემოთ განვიხილეთ საინვესტიციო გარემოს მხოლოდ ის უმნიშვნელოვანესი გარეშე ფაქტორები, რომლებიც მაკროეკონომიკურ დონეზე ვლინდებიან და საწარმოს საინვესტიციო აქტივებზე ახდენენ გავლენას. აღნიშნული გავლენის ძირითადი მახასიათებლები დაჯგუფებულია №8.1. ცხრილში.

საწარმოთა საინვესტიციო აქტივების დონის განმსაზღვრელი მაკროეკონომიკური ფაქტორების მიმოხილვა არ შემოიფარგლება მხოლოდ მათი სახეების შესწავლით. მთელ რიგ ასეთ ფაქტორებს ჩვენ დამატებით განვიხილავთ შემდგომი კვლევის პროცესში.

1

იწესრიგების  
პერიოდული სწავლა  
და მონიტინგის  
განსჯილება

2

იწესრიგები  
საქმიანობის  
გეოგრაფიული  
კავშირება

3

იწესრიგები  
საქმიანობის  
სახელმწიფო  
კავშირება

12

იწესრიგები საქმიანობის  
სწავლაში სპეციალისტების  
შეზღუდვა და სახელმწიფო  
განმარტების განმარტება

4

იწესრიგები საქმიანობის  
სახელმწიფო  
საქმიანობაში უმარტება

11

უხეობა  
იწესრიგების  
განმარტების  
პერიოდული  
შეზღუდვა

სწავლა  
იწესრიგები  
საქმიანობის  
სახელმწიფო  
კავშირების  
შეზღუდვა

5

სახელმწიფო  
საქმიანობაში  
უმარტება

10

იწესრიგების  
საქმიანობაში  
დახევა და  
იწესრიგები შეზღუდვის  
შეზღუდვა

6

სახელმწიფო  
საქმიანობის  
პერიოდული  
იწესრიგების  
შეზღუდვის  
უმარტება და  
დახევის კავშირება

9

იწესრიგები  
პერიოდული  
საქმიანობის  
სახელმწიფო  
შეზღუდვის  
უმარტება

8

უხეობა  
საქმიანობის  
პერიოდული  
საქმიანობის  
კავშირება

7

იწესრიგების  
განმარტების  
პერიოდული  
უმარტება

ნახ. 8.21. სწავლა იწესრიგები შეზღუდვის პერიოდული შეზღუდვის

**საინვესტიციო აქტივობაზე მოქმედი გარეშე  
შაბლონები**

ამაღლებს საწარმოების ინვესტიციურ აქტივობას	ამცირებს საწარმოთა ინვესტიციურ აქტივობას
1. დაზოგვისადმი მიდრეკილების ზრდა	1. მოხმარების ზრდისადმი მიდრეკილება
2. ლიკვიდობის ნორმის დაწვევა	2. ლიკვიდობის ნორმის ზრდა
3. ფინანსურ ბაზარზე პროცენტის განაკვეთის შემცირება (დაწვევა)	3. ფინანსურ ბაზარზე პროცენტის განაკვეთის ზრდა
4. ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპების ინტენსიფიკაცია	4. ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპების შენელება
5. ინფლაციის ტემპების შემცირება, დეფლაციური პროცესი	5. ინფლაციის ტემპების ზრდა, ინფლაციური მოლოდინის გაძლიერება
6. ეკონომიკური დინამიკის ციკლურ პროცესში საქმიანი აქტივობის ზრდა	6. ეკონომიკური დინამიკის ციკლურ პროცესში საქმიანი აქტივობის შემცირება
7. ინვესტიციური ბაზრის სეგმენტაციის, კონკურენციის, ინფრასტრუქტურის განვითარების მაღალი დონე	7. ინვესტიციური ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარების და სეგმენტაციის დაბალი დონე
8. ხელსაყრელი ინვესტიციური გარემო	8. არახელსაყრელი ინვესტიციური გარემო

## პითხვები საშინაო დავალებისა და გამეორებისათვის

✓ ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციების არსისა და საზოგადოების პროცესში მათი როლის შესახებ რა თეორიები და მიმდინარეობები გახსოვთ.

✓ ვინ იყვნენ და რა პერიოდში მოღვაწეობდნენ მერკანტილისტური სკოლის წარმომადგენლები?

✓ რა იყო მერკანტილისტების მსოფლმხედველობის ძირითადი პრინციპები საინვესტიციო წყაროებითან დაკავშირებით?

✓ ვინ იყვნენ და რა პერიოდში მოღვაწეობდნენ ფიზიოკრატიული ეკონომიკური სკოლის წამომადგენლები?

✓ რაზე იყო ფიზიოკრატების კონცეფცია მიმართული, რას აღიარებდნენ ძირითად საინვესტიციო რესურსების წყაროდ?

✓ ვინ იყვნენ და რა პერიოდში მოღვაწეობდნენ კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიკის წარმომადგენლები?

✓ რითი ხასიათდება ინვესტიციების თეორიის კლასიკური პარადიგმა და განსაზღვრეთ კლასიკური პოლიტიკონომიის წარმომადგენლების მიერ ფორმულირებული ინვესტიციური მოდელის ძირითადი მახასიათებელი ნიშნები.

✓ რა იცით ინვესტიციების თეორიის მარქსისტული სკოლის შესახებ. დაასახელეთ ამ მიმართულების ძირითადი ლაიტმოტივი.

✓ რა მიგაჩნიათ მარქსისტული სკოლის პოზიტიურ წვლილად ინვესტიციების თეორიაში?

✓ თქვენ რა მიგაჩნიათ მარქსისტული ეკონომიკური ანალიზის მთელი პარადიგმის ნაკლოვანებად?

✓ ვინ იყვნენ და რა პერიოდში მოღვაწეობდნენ მარჟინალისტები?

✓ რა მიმართულება ჩამოაყალიბეს მარაჟინალისტებმა ინვესტიციური რესურსებისა და საინვესტიციო საქონლის შესახებ?

✓ ვინ იყო ნეოკლასიკური სკოლის მამამთავარი და მათი რა ძირითადი პოსტულატია ცნობილი დავროვებისა და ინვესტირების შესახებ?

✓ რა წვლილი შეიტანა დანაზოვისა და ინვესტიციის გამოთანაბრების ნეოკლასიკურ დოქტრინაში შევლმა ეკონომისტმა კ. ვიქსელმა?

✓ ვინ იყო ჯონათან კეინზი, რომელ პერიოდში მოღვაწეობდა და რითი შემორჩა ეკონომიკის ისტორიას?

✓ კეინზის აზრით, რა ფაქტორები იწვევენ ინვესტიციური აქტიურობის და ინვესტიციების მოცულობის შემცირებას?

✓ რა სახის ინვესტიციებს გამოყოფს კეინზი და რითი ხსნის იგი ამგვარ დაყოფას?

✓ რაში მდგომარეობს ჯ. კეინზის ინვესტიციების სფეროში ეფექტიანი მოთხოვნის თეორია?

✓ მოკლედ ახსენით ჯ. კეინზის კონცეფცია ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევის აუცილებლობის შესახებ ინვესტიციების წახალისების გზით.

✓ რა არის ჯ. კეინზის მიერ შემოღებული ინვესტიციების მულტიპლიკატორის მოდელი?

✓ ჩამოთვალეთ კეინზიანური თეორიის და ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მეთოდების ნეგატიური მხარეები.

✓ ჩამოაყალიბეთ მონეტარისტული თეორიის ძირითადი არსი.

✓ ვინ იყო მონეტარისტების ძირითადი იდეოლოგი?

✓ რას გვიჩვენებს კეინზიანური და მონეტარისტული კონცეფციების შედარებითი ანალიზი?

✓ თქვენი აზრით, საქართველოში ინვესტიციური პროცესების ანალიზისა და ინვესტიციური სფეროს გაუმჯობესების აუცილებელ ღონისძიებათა შემუშავების მიზნით, რომელი მიმართულება გამოდგება?

✓ დაასახელეთ ინვესტიციურ მოთხოვნაზე ზემოქმედების ექსპანსიონისტური ღონისძიებები.

✓ დაასახელეთ ინვესტიციურ მოთხოვნაზე ზემოქმედების რესტრუქციული ღონისძიებები.

✓ მოკლედ ჩამოაყალიბეთ ეკონომიკის სახელმწიფოებრივი რეგულირების კეინზიანური (სტრუქტურალიზმი) მოდელის არსი.

✓ მოკლედ ჩამოაყალიბეთ ეკონომიკის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ნეოკლასიკური (მონეტარიზმი) მოდელის არსი.

✓ ჩამოაყალიბეთ საინცესტიციო საქმიანობის მოტივაციის ჯგუფები.

✓ დაასახელეთ მოსალოდნელი შემოსავლების აღრიცხვის დისკონტირების მეთოდის დადებითი და უარყოფითი მხარეები.

✓ რაში მდგომარეობს დისკონტირების ოპერაციის ეკონომიკური არსი?

✓ მოკლედ გადმოეცით ინვესტიციების აქსელერაციის თეორიის არსი.

✓ ახსენით ამორტიზაციის როგორც ინვესტიციური აქტივობის რეგულირების მთავარი ინსტრუმენტის არსი.

✓ დაასაბუთეთ ამორტიზაციის როლი – როგორც ინვესტიციების დაფინანსების წყარო.

✓ რაში მდგომარეობს „დაჩქარებული ამორტიზაციის“ არსი?

✓ დაასაბუთეთ დანაზოგი, როგორც ინვესტიციური აქტივობის მნიშვნელოვანი ფაქტორი და როგორც ინვესტიციის წყარო.

✓ როგორ ხდება დანაზოგისა და ინვესტიციებისადმი მისწრაფების რეგულირება სასესხო პროცენტის ნორმით?

✓ დაასახელეთ ინვესტიციებისა და დანაზოგის დამოკიდებულების სამი შემთხვევა.

✓ რაში გამოიხატება დაგროვების – როგორც საზოგადოებრივი პროგრესის განმსაზღვრელი ფაქტორის როლი?

✓ რას ნიშნავს აფტალიონის „დაჩქარების პრინციპი“?

✓ მოკლედ გადმოეცით რაში მდგომარეობს კეინზის დასაქმების, ინვესტიციებისა და შემოსავლების მულტიპლიკატორი?

✓ ჩამოთვალეთ დაგროვების თეორიის განვითარების ძირითადი ეტაპები.

✓ რაში მდგომარეობს ე. ფელქსის „დაგროვების ოქროს წესი“?

## რეკომენდებული ლიტერატურა

გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ. ინვესტირების საფუძვლები. გადმოქართულებული და შვესებული ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., ფინანსები, 2001. გვ. 13-40.

გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ვ., ჩიქავა ლ., კოშკელაშვილი ა. ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ., ფირმა „სიახლე“. 2001.

ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი, ავტ. კოლ. ა.სილაგაძის ხელმძღვანელობით. თბ., „ინოვაცია“. 2005.

მარქსი კ. კაპიტალი. ტ. II, თბ., 1957. გვ.212.

სმითი ა. გამოკვლევა ხალხთა სიმდიდრის ბუნებისა და მიზეზების შესახებ. თბ., თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 1938. გვ.107.

ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე“. 2002.

ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი“, 2005.

Бабо А. Прибыль. Пер. с франц.-го. М.: „Универс“. 1993. გვ.94-96, 116.

Бернар Ив., Колли Ж. Толковый экономический словарь. Пер. с фран.-го. В 2-х томах. Т. I. М.: 1994. გვ.10.

Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. Ника-Центр. Эльга 2001. გვ. 43-96.

Богачев В.Н. Прибыль (о рыночной экономике и эффективности капитала). М.: „Финансы и статистика“, 1993. გვ.139-140.

Вульфел Чарлз дж. Энциклопедия банковского дела и финансов. М.: Корпорация федоров. 2001.

Губанов С.К. Тенденции расширения воспроизводства и умножения общественного богатства. Экономист, 1992. გვ.26-29.

Игонина Л. Инвестиции М.: Экономист. 2004. გვ. 381-387.

Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. М.: „Экономика“. 1993. გვ. 55, 228-300.

Кулман А. Экономические механизмы. Пер. с Франц.-го. М.: „Универс“, 1993. გვ.85.

Литвиненко Л.Т. Рынок государственных облигаций. М.: „Финстатинформ“. 1997. გვ.97-98.

**Никитин С.М., Глазова Е.С., Степанова М.П.** Налогообложение и экономическое развитие. Деньги и кредит. 1996. №3. 33. 60-61.

**Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д.** Экономика. Пер. с англ.-го. М.: „БИНОМ“. 1997. 33. 81.

**Соколинский З.** Теории накопления. М.: Мысль. 1973. 33.77.

**Фабоцци Ф.** Управление инвестициями. М.: Инфра. 2000. 33. 18-32.

**Финансово-кредитный энциклопедический словарь.** Под ред. А.Г.Грязновой. М.: Финансы и статистика. 2004.

**Фридман М.** Если бы деньги заговорили. М.: Дело, 2000. 33.7-51

**Хлынов В.** Общегосударственные рыночной экономики (опыт Японии). „Экономист“, 1994. №4, 33.90-94.

**Четыркин Е.М.** Финансовый анализ производственных инвестиций. М.: „Дело“, 1998. 33.181.

**Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.** Инвестиции. М.: Инфра. 2001, 33.16-80.

**Хайек Ф.** Прибыль, процент и инвестиции. М.: Прогресс. 1988. 33. 81-110.

**Bodi Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. gv.229-260.

**Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series, inc. New York. 1995.

**The Brooking Quarterly Econometric Model of United States.** Chicago. 1965, gv.16.

**Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance. 1964 Sept. gv.425-442.

**The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice.** Ed by D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc., 1993.

**Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec. gv.749-756.

**Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C.** Financial Management and Policy, Prentice-Hall. 1995.



## **მეხსრე თაჲი. იწვესტიფიის ბაზრის ბანეითარების ქირითადი მიმართულეები სჲქართველჲს ბარღამაჲლ ეკონომიკაში**

**ადნიშნული თაჲის შესწავლით თქვენ შეძლებთ:**

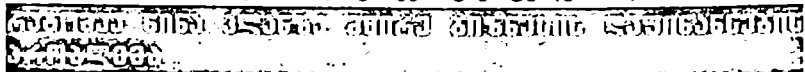
- განსაზღვროთ, რატომეა აუხილუბელი მხირა და სეშუალჲ ბიზნესის ბანეითარება ბანეითარებად ქვეყნებში;
- ბაანაელიწოთ რა დანსქენები შეიძლება ბაკეთდეს კვლევების შედეგად მხირა და სეშუალჲ ბიზნესის ბანეითარებისათვის;
- სწორად შეაფასოთ მხირა და სეშუალჲ ბიზნესის სანიწენსტიფიო მხარღაქარის კონსეფუიის შემუშაების აუხილუბლობა;
- შეაფასოთ სანალმენიწოების მხარღაქარის განსორსნი-ლების გზები ქერქო იწვესტიფიებისადმი;
- დანსაბუთოთ იწოვასიის და იწვესტიფიის ბაზრების ბანეითარების ურთიერთქავეშირი და ურთიერთბანანი-რობეგულობა;

**ჩამოაყალიბოთ იწოვასიური პროდუქციის თვისებები:**

**ბამოიკვლიოთ იწოვასიური ბაზრის ბანეითარების ნეგატიური დინამიკა სჲქართველოში და დანსაბუთოთ სანალმენიწოს იწოვასიური პოლიტიკის ბააქტიურების აუხილუბლობა.**

## 9.1. მხირა ღა საშუალო ბიზნესის ინვესტიციური მხარღა- ჭარის არსებული მღგომარეობა ღა მისი ბაუზღოზისების ღონისკიეზები

საქართველოში ღრმა ეკონომიკური კრიზისისა ღა ეკონომიკაში  
კაპიტაღდაბანღებებისათვის საჭირო რესურსების უკიღურესაღ  
შეზღუღუღობის პირობებში საინვესტიციო საქმიანობის მიმართუ-  
ღებათა შერჩევის პირორეტიტიღობა საგანგებო მნიშვნეღობას იღენს.  
ამ გარემოებათა გათვალისწინებით, ასეთი პირორიტიტიღების სისტიმაში  
მცირე ღა საშუალო ბიზნესის სფეროც უნღა შევიტიანოთ. ეს  
გამომღინარეობს არა კონიუნტიტურული, პოლიტიკური ან იღეო-  
ლოგიური მიზანღასახუღობიღან, არამეღ სოციალურ-ეკონომიკური  
პროცესების ობიექტიური მსვლეღობიღან, იტიღან, თუ როგორია ამ  
სფეროს აღგიღი ღა პერსპექტივები ქვეყნისათვის ატიტუალური  
ამოცანების გაღაჭრამი (კონკურენტიული გარემოს შექმნა, მო-  
სახლეობის ღასაქმების ღონისა ღა ეფექტიანობის ამალღება, ახალ  
ტიქნიკურ გაღაწყვეტათა ღამუშავება-გავრციეღება ღა ა.შ.).



ამასთან, ჯერჯერობით საფუძველს მოკლეღულია საუბარი იმაზე,  
რომ საქართველოში მცირე ღა საშუალო ბიზნესი რეალურაღ  
სარგებღობს რაიმე უპირატიობით საინვესტიციო რესურსების  
განაწიღებაში. ვითარება უფრო საპირისპიროა, არამეღ ეს სფერო  
გაღატანიღია მეორე პღანზე. დაფინანსება იყო ღა რჩება მცირე ღა  
საშუალო ბიზნესის ყვეღაზე მტიკივნეულ პრობღემაღ. მცირე  
საწარმოთა ხელმმღვანეღების სოციოლოგიური გამოკითხვის  
მონაცემებით, რესპონღენტების ნახვეარს ამ საწარმოთა ორგანიზების  
ღროს მოუხღა საკუთარი ღანაზოგებით შემოფარგლულიყო,  
მეოთხეღზე ცოტიათი მეტიღა შემღლო კრედიტის მიღება, ხოლო 2%-  
ზე ნაკლებღა – მეანაბრეთა სახსრების მოზიღეღა. საწყის სტიადიაზე  
მეწარმეები ყვეღაზე სერიოზულ პრობღემაღ ასახეღებენ ფინანსებსა  
ღა შენობებს, შემღეღ – მმართვეღობის აღგიღობრივ ორგანოებთან  
ურთიერთობას. ამავე ღროს, ინვესტირების პრობღეღა მირიოთაღ  
პრობღემაღ რჩება ფირმის საქმიანობის მთელ პერიოღში.

ღასავღეთის ქვეყნებში მოქმეღებენ მრავალრიცხოვანი კომერ-

ციული ბანკები, სადაზღვევო ინსტიტუციური სტრუქტურის რეგიონული კომერციული განყოფილებები, რეგიონული გარანტიების, საქველმოქმედო ფონდებისა და ასოციაციების უზარმაზარი რაოდენობა, რომლებიც პრაქტიკულად მრავალმხრივ უჭერენ მხარს მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარებას. საქართველოს ჯერჯერობით ამგვარი ინსტიტუტები არ გააჩნია, რაც ცხადია, არსებითად აშუხრუჭებს მათ განვითარებას, მით უფრო, რომ ისინი არც საგრძნობი სახელმწიფოს მატერიალურ-ფინანსური დახმარებით სარგებლობენ. ამიტომ სავსებით ბუნებრივია, რომ მცირე საწარმოთა ქსელის განვითარება ამჟამად ჯერ კიდევ ვერ ახდენს გადამწყვეტ გავლენას საქონლის ბაზრების ფორმირებაზე, ხოლო სამეწარმეო აქტიურობის მხარდაჭერას მცირე და საშუალო ბიზნესის სფეროში სათანადო პირობები არ გააჩნია. მატერიალური, ენერგეტიკული და ფინანსური რესურსებით ამ სფეროს საწარმოთა უზრუნველყოფის მდგომარეობა არ უმჯობესდება. საცალო ვაჭრობაში მცირე მეწარმეობის საქმიანი აქტიურობის შესასწავლად ჯერ კიდევ 1995 წელს ჩატარებული შერჩევითი გამოკვლევების შედეგების თანახმად, ნედლეულისა და მასალების მარაგები მცირე მეურნეობათა თითქმის 40%-ს შეუძციარდა. რესურსებით უზრუნველყოფისა და შეკვეთების არსებულ დონეს მეწარმეთა უმრავლესობა აფასებდა როგორც „ნორმალურზე ქვემოთ“ მყოფს, თუმცა, მსხვილი საწარმოებისაგან განსხვავებით. მცირე და საშუალო ბიზნესის სფეროში ეკონომიკური მდგომარეობის ერთგვარი სტაბილიზაციის ტენდენცია აღინიშნება.

მიუხედავად იმისა, რომ მცირე საწარმოთა კაპიტალური დაბანდებები საკმაოდ შთამბეჭდავ თანხას შეადგენს (ეკონომიკაში დაფინანსების ყველა წყაროს ხარჯზე განხორციელებული კაპიტალდაბანდებების 11%), ინვესტიციების მხრივ მრეწველობის მცირე საწარმოთა აქტიურობა მაინც უადრესად დაბალია. გამოკითხვამ აჩვენა, რომ რესპოდენტთა დაახლოებით 60% გამოყოფს დაბევრის მაღალ დონეს, 30% - ინფლაციის მაღალ ტემპებს, 30%-ზე მეტი - საერთო ეკონომიკურ და პოლიტიკურ არასტაბილურობას.<sup>1</sup>

მცირე საწარმოთა მესვეურები კრიტიკულად ახასიათებენ თავიანთი პროდუქციის კონკურენტუნარიანობას: ხელმძღვანელთა 50%-ზე მეტი

<sup>1</sup> ქოქიაური ლ. მცირე ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერას საკითხისათვის. „სოციალური ეკონომიკა“, 2001, № 4, გვ. 83.

მას საშუალოდ მიიჩნევენ შიდა ბაზრის მიმართ. პროდუქციის დაბალი კონკურენტუნარიანობა შესაბამისად აქვეითებს მასზე მოთხოვნას.

გამოკვლევულ მცირე საწარმოთა ხელმძღვანელები თავიანთი ინოვაციური საქმიანობის შემაფერხებელ ძირითად ფაქტორებად მიიჩნევენ საკუთარი სახსრების უკმარისობას (გამოკითხულთა დაახლოებით 75%), მაღალ საგადასახადო განაკვეთებს (60%-ზე მეტი), ინვესტიციებისა და დაკრედიტების მიუღებელ პირობებს (25%).

მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოთა დაფინანსების წყაროების ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ამ სფეროსთვის ყველაზე უფრო ხელმისაწვდომია განვითარების შიდა წყაროები. მათ საწარმოთა სამ მეოთხედზე მეტი იყენებს, მაშინ როდესაც გარე წყაროებიდან რაიმე რესურსის მოპოვებას მცირე ბიზნესის ოთხი სუბიექტიდან ერთი თუ ახერხებს.

გამოკითხვის მონაცემები გვიჩვენებს, რომ დაფინანსების წყაროებს შორის პირველ ადგილს იკავებს მცირე საწარმოთა საკუთარი წარმოებიდან მიღებული შემოსავლები. ამაზე მიუთითებს სამი მეწარმიდან ორი. მეორე ადგილს სხვა შიდა წყარო – მცირე საწარმოების დამფუძნებელთა პირადი სახსრები იკავებს (21,7%), მესამე ადგილზეა კერძო კრედიტი, რომელსაც ამ საწარმოთა 17,9% იყენებს; სხვა წყაროებს იყენებს მცირე საწარმოთა 10–15%. ამავე დროს, გამოკითხულ ხელმძღვანელთა 20%-ზე მეტს მიაჩნია, რომ მათ საწარმოებს საერთოდ არ გააჩნიათ განვითარების შესაძლებლობა.

მცირე და საშუალო ბიზნესის ინვესტირების ხასიათზე უფრო სრულ წარმოდგენას გვაძლევს მცირე საწარმოთა სახსრების დაბანდების მიმართულებების შესახებ ჩატარებული გამოკითხვის შედეგები. ამ მონაცემების თანახმად, ლიდერობენ ის საწარმოები, რომლებიც ინვესტიციებს მოწყობილობისა და ტრანსპორტის განვითარებაზე მიმართავენ (57,5%); მეორე ადგილზე ის საწარმოებია, რომელთა დაბანდებები საბრუნავი სახსრების შევსებას ხმარდება (44,3%). მრავალი საწარმო მნიშვნელოვან სახსრებს ახმარს შენობების რემონტსა და რეკლამას (დაახლოებით 38%), მცირე საწარმოთა დაახლოებით 20% რესურსებს თავიანთი პერსონალის სწავლებაზე ხარჯავს. მცირე საწარმოთა ჯგუფების მიხედვით მონაცემთა შედარება ადასტურებს იმ რიგ განსხვავებას, რომლებიც

საქმიანობის სფეროს სპეციფიკას უკავშირდება. მაგალითად, ვაჭრობის მცირე საწარმოები (76%) თავიანთ საბრუნავ საშუალებებს, როგორც წესი, ავსებენ, მაგრამ ჩამორჩებიან ადამიანისეულ კაპიტალში დაბანდლებით. მათი მხოლოდ 8% ყურადღებას აქცევს თანამშრომელთა სწავლებას, მაშინ როდესაც ყველა საწარმოსთვის შესაბამისი საშუალო მაჩვენებელი 20,8%-ია.<sup>1</sup>

## დასავლეთის ქვეყნების მართლმადიდებელი სასულიერო მღვდლები

მცირე საწარმოთა განვითარების ერთ-ერთი მთავარი პრობლემა მათი სუსტი ინვესტირება დაკრედიტებისას ამ დარგში არსებული მაღალი რისკების გამო. ის შემდეგი ფაქტორებითაა გამოწვეული: ჩვეულებრივ, მცირე საწარმოებს შესაძლებლობა არა აქვთ დამოუკიდებლად წარადგინონ ასპროცენტისანი გარანტია თავიანთ ვალდებულებებზე, არ არსებობს მათი საინვესტიციო საქმიანობის გარანტიების და დაზღვევის გამართული სისტემა; მცირე და საშუალო ბიზნესის საკადრო შემადგენლობას, ჩვეულებრივ, არ გააჩნია საკმარისი ეკონომიკური მომზადება და ამიტომ ზოგჯერ სუსტად დამუშავებულ საინვესტიციო პროექტებს წარმოადგენენ. რაც შეეხება ბიზნესის წარმართვისა და საინვესტიციო პროექტების მომზადების კონსალტინგურ მომსახურებას, იგი მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოთათვის, როგორც წესი, მეტისმეტად ძვირია.

მცირე საწარმოების ხელმძღვანელთა გამოკითხვის მონაცემებით, საკრედიტო რესურსების მოპოვების დროს ისინი გრძნობენ არა მარტო საკრედიტო-ფულადი პოლიტიკის ზოგად სიხისტეს, არამედ ბანკების დისკრიმინაციული პოლიტიკის გამოვლენასაც მცირე და საშუალო ბიზნესის მიმართ. კრედიტების აღების სირთულეებს შორის წამყვანია ფასისმიერი შეზღუდვები (მალიან მაღალი პროცენტი აღნიშნა მცირე საწარმოების ხელმძღვანელთა 47,6%-მა), შემდეგ მოდის არაფასისმიერ შეზღუდვათა კომპლექსი – არარეალური გირაო და გარანტიები (21,9%), დაკრედიტების ვადების შეზღუდულობა (14,3%), საინვესტიციო კრედიტების მიუწვდომლობა (10,5%), დაბოლოს, დისკრიმინაციული პირობების სუბიექტური შეფასება (17,1%).

1 ქოქიაური ლ. მცირე ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერის საკითხისათვის. „სოციალური ეკონომიკა“, 2001, № 4, გვ. 84.

კომერციული ბანკები დაინტერესებული არ არიან მცირე საწარმოთა დაკრედიტებით, მათი ინვესტიციების დაბალი დონის, გამართული ტექნოლოგიების არარსებობის გამო. თანაც, აუცილებელი ხდება დიდსა და საინვესტიციო პროექტების განხილვა, მათზე მუშაობა კი დიდ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული. ბანკებს არ სურთ გარისკონ, რადგანაც უკვე აქვთ დაკრედიტებული ფირმების გაუჩინარების, კრედიტების არდაბრუნების, გირაოს გადამალვის ნეგატიური გამოცდილება, მათ შორის, მცირე და საშუალო ბიზნესის სფეროში. ამიტომ დაზღვევის უზრუნველყოფისა და კონტროლის გაწევის შესაძლებლობის მიზნით, დასაკრედიტებლად ირჩევენ იმ ორგანიზაციების წრეს, რომლებსაც ანგარიშსწორების ანგარიში კრედიტორ ბანკში აქვთ. ბანკები გაურბიან ახლადშექმნილი ფირმების დაკრედიტებას, ამასთან, აუცილებლად ითხოვენ იმ მესამე მხარის გარანტირებულ საწინდარს (გირაოს), რომელსაც შეუძლია თავისი ქონებით თავდებად დაუდგეს მცირე საწარმოს. პროცენტის დონე ითვალისწინებს რისკის ზარისხს, რომელიც მცირე საწარმოსათვის საკმაოდ დიდია.

საქართველოში შექმნილი სიტუაციიდან გამომდინარე, ბანკებმა აუცილებლად უნდა განავითარონ მცირე და საშუალო ბიზნესისათვის გაწეული ფინანსური მომსახურება დასავლეთში არსებული შესაბამისად. უპირველეს ყოვლისა, ეს ეხება ნებისმიერი პროექტის დეტალურად დამუშავებასა და ექსპერტიზას დაკრედიტების თანხისგან დამოუკიდებლად და სესხების შეფასებაში ბანკების უნარის სრულყოფას. ისინი ამ შემთხვევაში საწარმოთა პოტენციური რესურსებისა და ბაზრების შესახებ ინფორმაციას უფრო უნდა ეყრდნობოდნენ, ვიდრე მათი ძირითადი კაპიტალის ღირებულებასა და საწინდრის ოდენობას.

უცხოეთში დიდ ყურადღებას იმსახურებს მცირე და საშუალო მეწარმეობის მხარდასაჭერად ჩამოყალიბებული და შესამჩნევად განვითარებული არასახელმწიფო სპეციფიკური სტრუქტურები. მნიშვნელოვანი როლის შესრულება შეუძლია მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სააგენტოს. მისი ძირითადი ამოცანაა მოსახლეობის სამეწარმეო აქტიურობის განვითარების ხელშეწყობა მცირე და საშუალო საწარმოებისათვის და დამწყებ მეწარმეთათვის საკონსულტაციო, საინფორმაციო და საექსპორტო მომსახურების

გაწევის გზით. საქმე ეხება კონსულტაციებს ეკონომიკური, საფინანსო და საგადასახადო პოლიტიკის საკითხებზე და ბუღალტრული აღრიცხვის წარმოებაზე, დახმარების გაწევას სადამფუძნებლო ღოკუმენტების შედგენაში, საწარმოების რეგისტრაციასა და მათი საქმიანობის ლიცენზირებაში; საქმიანი ჩვევების სწავლებას (სპეციფიკური პროგრამების საფუძველზე, რომლებიც სააგენტომ შეიმუშავა ბრიტანელი სპეციალისტების მონაწილეობით) საკუთარი საქმის წარმატებით განვითარებისათვის (იგულისხმება ბიზნეს-გეგმის შედგენა, მარკეტინგი, რეკლამა, სამეწარმეო პრაქტიკა და ა.შ.); საინფორმაციო საცნობარო ხასიათის ხელშეწყობას საგარეო-სავაჭრო ოპერაციებში, საბაჟო საკითხებში და ნორმატიულ-სამართლებრივი ხასიათის მქონე სხვა პრობლემებში.

სააგენტო გამუდმებით ცდილობს თავისი საქმიანობის სფეროს გაფართოებას. ბოლო დროს ეს ეხება, უპირველეს ყოვლისა, მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოთა საინვესტიციო აქტიურობის მხარდაჭერის საკითხებს. საამისოდ სააგენტოს სტრუქტურაში გამოყოფილია სპეციალური საინვესტიციო განყოფილება, რომელიც შემდეგ მიზნებს ისახავს: სწავლებისა და კონსულტაციების მომზადება და ჩატარება ბიზნეს-გეგმების შედგენის საკითხებზე, საინვესტიციო დაპროექტებისა და საფინანსო მენეჯმენტზე; საინვესტიციო პროექტების ექსპერტიზის დაბუშავება და ჩატარება; მათი დაფინანსების წყაროების ძიება. ეს განყოფილება მცირე მეწარმეობის მხარდამჭერი ფედერალური ფონდის ოფიციალური აგენტია კრედიტების გაცემისათვის სამეწარმეო პროექტების შერჩევის საკითხში. 1996-1997 წლებში, მცირე მეწარმეობის სახელმწიფო მხარდაჭერის ფედერალური პროგრამის ფარგლებში სააგენტოს მონაწილეობით დაბუშავედა „მცირე მეწარმეობის სფეროში საინვესტიციო პროექტების საკონკურსო შერჩევისა და ექსპერტიზის მეთოდოლოგია“.

### სააგენტოს ფუნქციები თავიდან მკაფიოდ იყო ორიენტირებული რეგიონებში მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარებაზე, ახლა კი მან მთელი მასშტაბით დაიწყო არაფორმალურ მეთოდურ-მაკოორდინირებელი ორგანიზაციული სტრუქტურის როლის შესრულება.

უცხოეთში მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის რეგიონული სააგენტოები საგანგებოდაა შექმნილი იმისთვის, რომ მოემსახურონ ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს მცირე და საშუალო მეწარმეობის ჩამოყალიბებაში და უზრუნველყონ მათი ეფექტიანად ფუნქციონირება. ასეთ მომსახურებათა ჩამონათვალს განსაზღვრავს სააგენტოების განვითარების მხარდაჭერის პრაქტიკულად ყველა სახეობა მარტოდენ საინფორმაციო მომსახურებით და სამართლებრივი კონსულტაციებიდან უშუალოდ ინვესტიციებში მონაწილეობამდე. სააგენტოები, როგორც წესი, თავიანთ ძირითად მიზნად არ ისახავენ მოგების მიღებას და ამიტომ მათი საკმაოდ მაღალი დონის მომსახურება, სხვა ორგანიზაციების მიერ გაწეულ მომსახურებასთან შედარებით, იაფია, ზოგიერთ შემთხვევაში კი იგი საერთოდ უფასოა, თუკი სააგენტოები ფუნქციონირებენ ყველა დონის ხელისუფლების და მმართველობის ორგანოებთან კონტაქტში და ამ ორგანოების დახმარებას ეყრდნობიან.

მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სააგენტოები სათავეში უდგანან რეგიონული სააგენტოების ერთიანი საინფორმაციო ქსელის შექმნას, რომლებშიც აქტიურად მონაწილეობენ თანამედროვე საინფორმაციო ტექნოლოგიების დარგში დიდი გამოცდილების მქონე ორგანიზაციები. ეს საქმიანობის მნიშვნელოვანი ეტაპია რეგიონული სააგენტოებისთვის. პრაქტიკამ აჩვენა, რომ გარკვეული ეტაპობრიობა ცალკეული რეგიონული სააგენტოებისა და მათი ქსელის ეფექტიანი ორგანიზაციული განვითარების მეტად არსებითი პირობაა. იგი გულისხმობს თანამშრომლობის თანდათანობით განვითარებას, ფინანსური მდგომარეობის სტაბილიზაციის, თანამედროვე ორგანიზაციული ტექნიკური საშუალებებით აღჭურვის და ა.შ. კვალობაზე. სააგენტოები მიზანმიმართულად აყალიბებენ გასაწევ მომსახურებათა პაკეტს, თანაც არა ჩამონათვალის უბრალოდ გაფართოების პრინციპით, არამედ იმ ვარიანტების შერჩევით, რომლებიც ყველაზე ხელსაყრელია სააგენტოებისათვის და აუცილებელია ამა თუ იმ კონკრეტულ რეგიონში.

მართლზომიერია მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სააგენტოების საქმიანობის პერსპექტივების შეფასება დავუკავშიროთ იმას, რომ მის მნიშვნელობას მუდმივად უსვამს ხაზს როგორც



ფედერალური მთავრობა, ისე რეგიონული ხელისუფლება. მოუხდავად ამისა, მცირე და საშუალო ბიზნესის რეალურად მხარდაჭერის არსებული მექანიზმი ჯერ კიდევ ვერ უპასუხებს ვერც ამჟამინდელ ობიექტურ მოთხოვნებს და მით უფრო ვერც იმ ამოცანებს, რომელთა გადაწყვეტა შესაძლებელია და უნდა გადაწყდეს კიდევ მისი საინვესტიციო აქტიურობის ამაღლებისათვის.

მცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერის პროგრამების რეალიზაციას ორმაგი დასაბუთება შეიძლება ჰქონდეს. ჯერ ერთი, მცირე მეწარმეობის განვითარების ხელშეწყობა სოციალური პრობლემების, უწინარეს ყოვლისა კი, დასაქმების პრობლემების გადაჭრის ეფექტიანი საშუალებაა. ამიტომ მცირე და საშუალო ბიზნესის ფინანსური მხარდაჭერის სოციალური მიმართულების კონცეფცია იქიდან გამომდის, რომ მცირე ბიზნესის სოციალურად სასარგებლო ფუნქციების განხორციელების ღონისძიებას სახელმწიფო და საზოგადოება უნდა ახდენდნენ. მეორე, მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარება დიდმნიშვნელოვანია სახალხო მემურნობრივი თვალსაზრისით.

## საინვესტიციო მხარდაჭერის განხორციელების საინფორმაციო უზრუნველყოფის განვითარება

ამჟამად საქართველოში გაჭიანურებული ეკონომიკური კრიზისის ფონზე იზრდება უმუშევრობა, რაც ერთ-ერთი მწვავე სოციალური პრობლემაა. მისი გადაჭრა მოითხოვს მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარების ფართომასშტაბურ და აქტიურ ღონისძიებებს. ამასთან, სახელმწიფო და ადგილობრივი ბიუჯეტების დაძაბულობა და უცხოური ინვესტიციების სიმწირე არ იძლევა ამგვარ ღონისძიებათა გატარების საშუალებას. ცხადია, შექმნილი მდგომარეობიდან გამოსავალი, უპირველეს ყოვლისა, უნდა ვეძიოთ მცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერის კონცეფციის დამუშავებაში, რომელშიც შეიძლება გამოვყოთ საინვესტიციო საქმიანობის სრულყოფის რამდენიმე ძირითადი მიმართულება:

1. მცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერის მექანიზმის სამეცნიერო-ანალიტიკური და საინფორმაციო უზრუნველყოფის განვითარება. აქ მთავარი მიზანია დაფინანსების პრიორიტეტების სისტემის დამუშავება მცირე

მეწარმეობისთვის განვითარების ძირითადი მიმართულებების მიხედვით და მათი რეალიზაციის ღონისძიებათა დასაბუთება ყველა ღონის ინტერესების ასახვის მიზნით. სახელმწიფო ორგანოების პრეროგატივაა სტრატეგიული კვლევების ორგანიზება და დაფინანსება, განვითარების კონცეფციების ფორმირება და (ცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო მხარდაჭერის სისტემის სუბიექტების ურთიერთმოქმედების მექანიზმების შემუშავება. ამასთან დაკავშირებით აღასანიშნავია შემდეგი:

პირველი, მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოთა საინვესტიციო მხარდაჭერის მექანიზმი უნდა ეფუძნებოდეს სახელმწიფო სტრუქტურულ და სამრეწველო პოლიტიკას, კერძო ინვესტიციების დაფინანსების ან სტიმულირების ძირითად მიმართულებათა განსაზღვრას დარგების, ქვედარგებისა და წარმოებების ჭრილში ე.წ. წერტილოვანი პრიორიტეტების განსაზღვრას;

მეორე, აღნიშნული მექანიზმის ფორმირებისათვის მეცნიერულად დასაბუთებული მიდგომის უზრუნველყოფა უნდა ასახავდეს ეკონომიკური განვითარებისა და ინვესტიციური პროცესების რეალურ თავისებურებებს ამა თუ იმ რეგიონში;

მესამე, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოთა ინვესტიციური პროექტების მარკეტინგულ კვლევასა და საინფორმაციო უზრუნველყოფის გაუმჯობესებას.

2. მიზნობრივი მიმართულების გაძლიერება და საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების პროცესის სიმძიმის ცენტრის გადატანა რეგიონულ დონეზე. აუცილებელია ამ საწარმოების ინვესტიციური მხარდაჭერის რეგიონული პოლიტიკის აგება რეგიონის ეკონომიკის იმ თვისებრივი მარკეტინგების გათვალისწინებით, რომლებიც აყალიბებენ მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარებისა და მხარდაჭერის თავისებურებებს. ამ დროს გასათვალისწინებელია სამრეწველო წარმოების განვითარების დონე, რესურსული ბაზა, სამომხმარებლო ბაზრის გაჯერება, მოსახლეობის დასაქმებისა და სოციალური დაცვის რეგიონული პრობლემები. მხოლოდ ყველა ამ ფაქტორის კომპლექსურად გათვალისწინება მოგვცემს იმ ღონისძიებების განხორციელების შესაძლებლობას, რომლებიც უზრუნველყოფს ეკონომიკის განვითარების სტიმულირებას, უპირველეს ყოვლისა, ადგილობრივ შესაძლებლობათა ხარჯზე.

მიზანშეწონილია სახელმწიფომ ხელი შეუწყოს სპეციალური რეგიონული ბანკებისა და ინოვაციათა რეგიონული სტრუქტურების დაფუძნებას, რომლებიც მცირე და საშუალო ბიზნისის ინტერესებს დაიცავენ.

3. მცირე და საშუალო ბიზნისის დაფინანსებისა და მხარდაჭერის პერსპექტიული ფორმების განვითარება. ამ სფეროში საინვესტიციო პროცესის მიზნობრივი მიმართულებების გასაძლიერებლად და მისი ეფექტიანობის ასამაღლებლად ადგილობრივმა ორგანოებმა ორიენტაცია თავიდანვე უნდა აიღონ მცირე და საშუალო ბიზნისის საინვესტიციო ინფრასტრუქტურის შექმნის მთავარ (პრიორიტეტულ) მიმართულებებზე. ამასთან, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს შემდეგ მომენტებს:

პირველი, დაკრედიტების სისტემის განვითარება იმ მიზნით, რომ გადიდდეს ფინანსური მხარდაჭერის მიძღვრება რაოდენობა და გაიზარდოს მცირე საწარმოთათვის კომერციული კრედიტების გამოყოფა; ეს გულისხმობს იმ საფინანსო ინსტიტუტების ქსელის გაფართოებას, რომლებიც მცირე და საშუალო ბიზნისის დაკრედიტებას ანხორციელებენ შეღავათიანი პირობებით (საპროცენტო განაკვეთის დაწევა, დაკრედიტების ვადის გახანგრძლივება, უფასო კონსულტაციები და ა.შ.);

მეორე, მცირე და საშუალო საწარმოებზე გაცემული საინვესტიციო კრედიტების გარანტიების მექანიზმის განვითარება, მათ შორის, სახელმწიფო გარანტიების პრაქტიკის ფართოდ დანერგვა. ამ სფეროში საინვესტიციო საქმიანობის მხარდაჭერისათვის საგარანტიო რეზერვის გამოყენების მნიშვნელოვან მიმართულებად შეიძლება იქცეს საპროცენტო განაკვეთების ნაწილის კომპენსირება კომერციული ბანკების კრედიტებზე, განსაკუთრებით პროექტის რეალიზაციის საწყის ეტაპზე, როდესაც ჯერ კიდევ დაწყებული არაა სახსრების დაბრუნება;

მესამე, ლიზინგის როგორც მცირე საწარმოთა ინვესტირების პერსპექტიული ფორმის განვითარება. განვითარებულ ქვეყნებში ლიზინგზე მოდის პირდაპირი ინვესტიციების წლიური მოცულობის 25-30%, ჩვენში კი იგი ჯერ კიდევ არ არის ფართოდ გავრცელებული. მიმოქცევის სფეროდან ეკონომიკის რეალურ სექტორში ფინანსური ოპერაციების სიმძიმის ცენტრის გადატანისთვის აუცილებელია

ლიზინგის განვითარებაში საიმედო კომერციული ბანკებისა და სადაზღვეო კომპანიების მონაწილეობის აქტიურად სტიმულირება. ის ფული, რომლის ჩადებასაც ისინი პირდაპირ მრეწველობაში ვერ რისკავენ. ლიზინგური კომპანიების გავლით უნდა მოხედეს წარმოებაში;

მეოთხე, მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოო და ტექნოლოგიური მომსახურების სისტემის შექმნა ზოგიერთ რეგიონში საწარმოების საწარმოო-ტექნოლოგიური მხარდაჭერის კუთხით;

მეხუთე, მცირე და საშუალო ბიზნესის კოოპერაციის თანამედროვე ფორმების განვითარება. მაგალითად, მცირე მეწარმეობაში ფრანჩაიზინგის განვითარება ხელს შეუწყობს მრავალი მნიშვნელოვანი ეკონომიკური და სოციალური პრობლემის მოგვარებას. აქ, უპირველეს ყოვლისა, იგულისხმება ახალი სამუშაო ადგილების შექმნა და ბიზნესში იმ პირთა ფართოდ ჩაბმა, რომლებიც ამას ვერ ბედავენ დამოუკიდებლად, მხარდაჭერისა და სათანადო ცოდნის მიღების გარეშე. თანამედროვე პირობებში ფრანჩაიზინგის განვითარებას ხელს უშლის რიგი გარემოებებისა: სპეციალური ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის და ჯეროვანი საინფორმაციო უზრუნველყოფის უქონლობა, მეწარმეთა არასაკმარისად გაცნობიერებულობა ბიზნესის წარმართვის ამგვარი ხერხის თავისებურებებსა და შესაძლებლობებში, მის განხორციელებისთვის საჭირო ცოდნის არქონა; სათანადო საკონსულტაციო სტრუქტურების არარსებობა და ა.შ.

მცირე და საშუალო ბიზნესის კოოპერაციის თანამედროვე ფორმების განვითარებაში განსაკუთრებული როლი ენიჭება საფინანსო – სამრეწველო ჯგუფებს. როგორც განვითარებული ქვეყნების პრაქტიკა გვიჩვენებს, ასეთი ჯგუფები ზრდიან ეკონომიკის მდგრადობას და იძლევიან ინვესტიციების პრობლემის გადაჭრის ფართო შესაძლებლობას. ეს განსაკუთრებით იმ რეგიონებისთვისაა მნიშვნელოვანი, სადაც ჭარბადაა ინვესტიციატევალი დარგები (სათბობ-ენერგეტიკული კომპლექსი, მეტალურგია, ქიმიურ-საბუნებო კომპლექსი და სხვ.) და კონვერსიონული წარმოებები. საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები შეიძლება გახდეს სახელმწიფო სელექციური სტრუქტურული პოლიტიკის რეალიზაციის მნიშვნელოვანი

საშუალება, რადგან ამ მსხვილი ინტეგრირებული სტრუქტურების მეშვეობით ადვილია სამრეწველო სექტორში რაციონალური მანევრირების განხორციელება, მათ შორის, პრიორიტეტული ღარგებისა და წარმოებების განსაზღვრა და მხარდაჭერა;

მეექვსე, აუცილებელია ვენჩურული დაფინანსების სქემების ამოქმედება და მცირე და საშუალო ბიზნესის სფეროში ინვესტიციების დაზღვევის სისტემის განვითარება. აღნიშნული სქემების რეალიზაციის დროს მკვეთრად მატულობს ასეთ საწარმოებში სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოთა უფექტიანობა. ინოვაციური კომპანიები უმრავლეს ქვეყნებში ფუნქციონირებენ სახელმწიფოს უშუალო მხარდაჭერით. მცირე ბიზნესის განვითარება სოციალურად პრიორიტეტული ამოცანების რიცხვს განეკუთვნება და მისი ინვესტიციური მხარდაჭერისათვის აუცილებელია საქართველოში შეიქმნას და განვითარდეს სპეციალური ორგანიზაციები: სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ხელშეწყობი ფონდები, ტექნოლოგიების ინკუბატორები და ა.შ. ამჟამად ზორციელდება მცირე და საშუალო ბიზნესის ვენჩურული დაფინანსების რიგი პროგრამები საზღვარგარეთული საფინანსო ინსტიტუტების (ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი, აშშ-ის საერთაშორისო განვითარების სააგენტო, გფრ-ის განვითარების დაკრედიტების სამმართველო და ა.შ.) მხრიდან. მცირე ბიზნესის ვენჩურული დაფინანსების რეალიზაციაში მათი გამოცდილება შესაძლოა საინტერესო გამოდგეს ბანკებისა და სხვა საფინანსო ინსტიტუტებისათვის.

დღეს ყველაზე რთულად დგას დაზღვევის პრობლემები. დასავლეთში დაზღვევას აღიქვამენ როგორც რისკის გადანაწილების გარდაუვალ მექანიზმს. მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოებში მისი მომატებული ღონე განსაკუთრებულ მოთხოვნებს უყენებს სადაზღვევო კომპანიების მუშაობას. იქნებ, აუცილებელი იყოს ამ სისტემების გარკვეული მხარდაჭერა ცენტრალური და რეგიონული ორგანოების მხრიდან (მაგალითად, მცირე საწარმოთა დაზღვევაზე დასპეციალებული სადაზღვევო კომპანიებისათვის შეღავათების შემოღება ან მათი ზარალის კომპენსაცია). პერსპექტივაში საფინანსო-საკრედიტო სისტემა უნდა

შევისოს საინვესტიციო კრედიტების გაცემასთან დაკავშირებული რისკების დაზღვევის სპეციალიზებული ქსელით.

4. მცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო ინფრასტრუქტურის შექმნა. ამ თვალსაზრისით საკრედიტო-საფინანსო სისტემის სპეციალიზაცია ორი მიმართულებით შეიძლება განხორციელდეს: ა) საინვესტიციო ოპერაციებზე დასპეციალებული საფინანსო ორგანიზაციების ჩამოყალიბების გზით; ბ) მცირე ბიზნესთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე ორიენტირების გზით. სამწუხაროდ, მორიგი „საფინანსო პირამიდების“ შიშით მოსახლეობა ამჟამად უნდობლად უყურებს იმ სპეციალიზებული საინვესტიციო ბანკებისა და საპაიო საინვესტიციო ფონდების შექმნას, რომლებიც კერძო ინვესტორთა სახსრებს უყრიან თავს მცირე საწარმოებში და მცირე და საშუალო ბიზნესის ინფრასტრუქტურის ობიექტებში. ამიტომ ნდობის განმტკიცებისა და გარანტიების გაცემისათვის აუცილებელია სპეციალიზებული საინვესტიციო ფირმების შექმნა იმ სახელმწიფო, საზოგადოებრივი და კომერციული ორგანიზაციების ეგიდით, რომლებსაც უკვე აქვთ მუშაობის წარმატებით წარმართვის გამოცდილება მცირე მეწარმეობის სფეროში და ავტორიტეტით სარგებლობენ ამ დარგში.

5. მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სააგენტოების როლის ამაღლება ამ სფეროს საკრედიტო-საფინანსო და საინვესტიციო მექანიზმების განვითარებაში. რეგიონებში მოქმედ ამ სააგენტოებს თავიანთი სტატუსის გამო რიგი თავისებურებები აქვთ, რაც საკმაოდ მომგებიან მდგომარეობას უქმნის მათ შესაბამისი მომსახურების გაწევისას. რეგიონული სააგენტოების მომსახურება გამოირჩევა ხარისხით, მათი კონსულტაციები და მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სხვა ფორმები მთლიანობაში მაღალკვალიფიციურია, რეკომენდაციები კი სასარგებლო და პრაქტიკულად შესასრულებელი. რეგიონული სააგენტოები თავიდანვე ჩართულია მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის სახელმწიფო, რეგიონულ და ადგილობრივ სისტემებში, რაც არც თუ უმნიშვნელოა მათი საინვესტიციო და სხვა ფუნქციების წარმატებით რეალიზაციისათვის. რეგიონული სააგენტოების მუშაკები თავისუფლად უნდა ახერხებდნენ ორიენტირებას საინვესტიციო-საფინანსო, ფულად-საკრედიტო

და საფონდო ბაზრების სათანადო სეგმენტებზე.

მცირე მეწარმეობის ფინანსური მხარდაჭერის რეგიონული პოლიტიკის შედეგიანობის შეფასება, აგრეთვე მისი დროულად და კონსტრუქციულად კორექტირება შეუძლებელია ამ სფეროს სისტემური მონიტორინგის მოწყობის გარეშე. საწარმოების სპეციალური და რეგულარული კვლევების დროს რეგიონულ სააგენტოებს შეუძლიათ შეაფასონ მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის პროგრამების რეალიზაციის შედეგები. მონაწილეობა მიიღონ მცირე მეწარმეობის ფინანსური მხარდაჭერის რეგიონული პოლიტიკის ფორმირებასა და განხორციელებაში და ითამაშონ შუამავლისა და რიგი ისეთი ფუნქციების შემსრულებლის როლი, რომლებსაც აქამდე არ აქცევდა ჯეროვან ყურადღებას მცირე და საშუალო ბიზნესის რეგიონული ინფრასტრუქტურის არც ერთი რგოლი. ყოველივე ამით მათ ძალუბთ ხელი შეუწყონ ამ სფეროს საინვესტიციო აქტიურობის ზრდას.

### **ინვესტიციების განხორციელების ხელშეწყობის სააგენტოების განვითარება**

განსაკუთრებულ ყურადღებას იმსახურებს რეგიონული სააგენტოების როლი ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის განვითარებაში. მცირე და საშუალო ბიზნესის ინვესტირების ამ პროგრესული ფორმების განვითარებაში სააგენტოების მონაწილეობის ფორმები სრულიად სხვადასხვაგვარი შეიძლება იყოს. ესაა ცენტრალური ორგანოებთან ერთობლივად გატარებული ღონისძიებები ნორმატიული აქტების მისაღებად, მეთოდური მასალების შესამუშავებლად, საგადასახადო შეღავათებზე წინადადებების ჩამოსაყალიბებად, მონაცემთა სპეციალიზებული ბანკების შესაქმნელად და ა.შ., პარალელური მოქმედებები რეგიონულ დონეზე, რომლებიც ცენტრალური ხელისუფლების ღონისძიებებს ავსებენ (მაგალითად, ადგილობრივი გადასახადების გადახდაზე შეღავათების შემოღების შესახებ წინადადებათა დამუშავების ინიციატივით), აგრეთვე, ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის განვითარებისათვის გადადგმული დამოუკიდებელი ნაბიჯები. ამგვარ ნაბიჯებად შეიძლება მივიჩნიოთ: ა) კონტაქტის დამყარება იმ ფირმებთან, რომლებიც ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის

პოტენციური ორგანიზატორებია, ტიპური დოკუმენტების (კონტრაქტების მეთოდის, კონტროლის პროცედურების და ა.შ.) ერთობლივად შემუშავებისა და შესაბამისი პრაქტიკული მუშაობის აწყობის მიზნით; ბ) იურიდიული, კონსალტინგური და საინფორმაციო დახმარების (პარტნიორების ძებნისა და შერჩევის, მხარეთა კონსულტირების, სწავლებასა და კონტროლში ხელშეწყობის და ა.შ.) ორგანიზება; გ) საერთაშორისო თანამშრომლობის ორგანიზება (ლიზინგის გამცემთა და ფრანჩაიზერების ძიება საზღვარგარეთ, დახმარება ბაზრის ანალიზში, პოტენციური კლიენტების შერჩევა, ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის საზღვარგარეთული სისტემის ადაპტირება ადგილობრივი პირობებთან, იმ ტექნიკური საკითხების მოგვარებაში დახმარება, რომლებიც პარტნიორების ერთმანეთისგან შორს ყოფნას უკავშირდება, საკორესპონდენტო მომსახურება და ა.შ.). ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის პროპაგანდის ღონისძიებათა ორგანიზება (კონფერენციები, სემინარები, სიმპოზიუმები, კურსები, პრესითა და ტელევიზიით გამოსვლები და ა.შ.); დ) ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის განვითარების ასოციაციების რეგიონული განყოფილებების, აგრეთვე, მათი მხარდამჭერი ცენტრების შექმნაში მონაწილეობა; ე) იმ სპეციალიზირებული შუამავალი ფირმების შექმნაში მონაწილეობა, რომლებიც პარტნიორების შერჩევას ეწევიან ან ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის დახმარებისა და განვითარების სხვა საკითხებზე მუშაობენ კომერციულ საფუძველზე; ვ) ორგანიზაციული დახმარება ლიზინგისა და ფრანჩაიზინგის სისტემის მონაწილეებისათვის შენობებისა და ნაგებობების გადასაცემად შეღავათიანი პირობებით.

რეგიონულ სააგენტოებს მნიშვნელოვანი როლის შესრულება შეუძლიათ ინოვაციურ ფირმებს შორის კავშირების გაბმაში, აუცილებელი ინფორმაციით მათ უზრუნველყოფაში. მათ ძალუძთ ასეთ საწარმოთა საქმიანობის საინვესტიციო ხელშეწყობა. სააგენტოების მხრიდან ინოვაციური სფეროს მცირე საწარმოთა მხარდაჭერის ძირითად მიმართულებებს შეიძლება მივანიჭოთ: ა) ინოვაციური მცირე საწარმოების მონაცემთა ბაზის გაუმჯობესება, მონაცემთა ისეთი ბაზის ფორმირების ხელშეწყობა, სადაც მოცემულია ინფორმაცია მეცნიერების სათანადო დარგებში პუბლიკაციების



შესახებ, ცნობები გარკვეული ტიპის ტექნოლოგიების დანერგვის შესახებ, მეცნიერებისა და ტექნიკის შესაბამის მიმართულებათა განვითარების პერსპექტივების შესახებ; ბ) დახმარების გაწევა საინვესტიციო პროექტების მომზადებაში, შემოთავაზებული სამეცნიერო-ტექნიკური პროექტების პერსპექტიულობის შეფასებაში, ახალი ტექნიკის შექმნასა და დანერგვაში, ამასთან დაკავშირებული რისკების განსაზღვრაში; გ) ინოვაციური მცირე საწარმოების უზრუნველყოფა კონსალტინგური, სწავლების ხასიათის მქონე და სხვა მომსახურებით, ინტელექტუალური საკუთრების დაცვით; ე) დახმარების გაწევა პარტნიორების პოვნაში და იმ მცირე საწარმოთა შორის კავშირების გაბმვაში, რომლებიც მოძიებულ სფეროებში საქმიანობენ.

უცხოეთში მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარების ტენდენციების შესწავლა საშუალებას გვაძლევს გამოვიტანოთ ის დასკვნა, რომ ეკონომიკის ეს სფერო ფართო შესაძლებლობებს უქმნის ეფექტიან ინვესტირებას. ოღონდ აუცილებელია გამოვავლინოთ და ენერგიულად შევასხათ ხორცი ამ შესაძლებლობათა გამოყენების ყველაზე ეფექტიან გზებს. ამასთან დაკავშირებით განსაკუთრებით საჭიროა იმის აღნიშვნა, რომ უფრო მოქნილი უნდა გახდეს სახელმწიფო პოლიტიკა ინვესტირების საკუთარი ფინანსური წყაროების ფორმირების საკითხებში, რომლებიც ამჟამად ყველაზე მნიშვნელოვანია მცირე საწარმოებისათვის. ამ საწარმოებს მნიშვნელოვანი თავისუფლება უნდა მივანიჭოთ ამორტიზაციის ნორმების დადგენისას, რომლებიც ინვესტირების შიდა ფინანსური წყაროების სტრუქტურას განსაზღვრავენ (ინვესტირების შიდა წყაროების გამოყენების საქმეში სახელმწიფოს საკანონმდებლო ხელშეწყობის გარდა აქ აუცილებელია მცირე ბიზნესის მხარდამჭერი ორგანოების ეფექტიანი საკონსულტაციო დახმარებაც). სახელმწიფოს მხრიდან აქტიური მხარდაჭერაა საჭირო მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოების მიერ ინვესტირების საგარეო ფინანსური წყაროების მოზიდვაშიც. მცირე ბიზნესის ისეთი ნიშნები, როგორცაა მოქნილობა და მობილურობა, იმას ნიშნავს, რომ მცირე საწარმოებს საჭიროების შემთხვევაში უნდა ჰქონდეთ თავიანთი ფინანსური რესურსების სწრაფად გადიდების შესაძლებლობა. ამის გაკეთება პრაქტიკულად მხოლოდ ნასესხები სახსრების ხარჯზე შესაძლებელი. ეს კარნახობს

სახელმწიფოს მხრიდან ორგანიზაციულად დახმარებას ასეთი სახსრების მიღებაში, მცირე საწარმოებზე გაცემული კომერციული სესხების გარანტირებასა და სხვა მხარდამჭერი ღონისძიებების განხორციელებას. ბუნებრივია, ამ მხარდამჭერის გაფართოებას თან უნდა ახლდეს სახელმწიფო კონტროლის გაძლიერება საინვესტიციო წყაროების გამოყენებასა და მთლიანად მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარებაზე.

## 9.2. ინვესტიციური საქმიანობის დაფინანსების ახალი ტენდენციები და კერძო საინვესტიციო დაფინანსება

საქართველოს რეალურ სექტორში განხორციელებული კერძო ინვესტიციები, მათ შორის, უცხოური ინვესტიციები, ჯერ კიდევ, შეზღუდული და ლოკალურია და არ შეესაბამება ეკონომიკის მოთხოვნებსა და შესაძლებლობებს. ეს პრობლემა ბოლო დროს განსაკუთრებითი სიმწვავეით გამოირჩევა, რადგან კერძო სამეურნეო სტრუქტურები, მცირე გამოწვევის გარდა, სახსრებს არ აბანდებენ რეალურ სექტორში, არ ახმარენ მათ ძირითადი კაპიტალის განახლებას, წარმოების რეკონსტრუქციასა და განვითარებას. მიზეზი მრავალია და ისინი კარგადაა ცნობილი. ესაა როგორც ობიექტური, ისე სუბიექტური მიზეზები. შეგვიძლია მხოლოდ იმას გავუსვათ ზაზი, რომ საინვესტიციო კრიზისის მიზეზების დაძლევა სახელმწიფოს აქტიური მონაწილეობის გარეშე ძნელი იქნება.

~~საინვესტიციო დაფინანსების პრობლემების დასაგეგმვად~~

კერძო ინვესტიციებზე სახელმწიფო არაპირდაპირი გზებით ზემოქმედებს. მათ რიცხვს მიეკუთვნება: საბიუჯეტო-საგადასახადო, საკრედიტო, ფასწარმომქმნელი და საამორტიზაციო პოლიტიკა, მიწითა და ბუნებრივი რესურსებით სარგებლობის წესები და პირობები, სახელმწიფო ნორმებისა და სტანდარტების დაცვის კონტროლი, ანტიმონოპოლიური პოლიტიკა, ობიექტების პრივატიზაცია და ნაციონალიზაცია, საინვესტიციო პროექტების ექსპერტიზის მეთოდური უზრუნველყოფა და ორგანიზაცია და ა.შ. აქედან დაწვრილებით შეეჩერდებით შედარებით მთავარზე.

კერძო ინვესტიციების აქტიურობაზე დიდ გავლენას ახდენს

სახელმწიფო საგადასახადო პოლიტიკა. საერთოდ, საბაზრო ეკონომიკის ნებისმიერი ქვეყანა ფართოდ იყენებს საგადასახადო პოლიტიკას, როგორც ბაზრის ნეგატიურ მოვლენებზე ზემოქმედების განსაზღვრულ რეგულატორს.

გადასახადის განაკვეთის ზრდა ყოველთვის არ იწვევს შემოსავლების გადიდებას. მისი სიდიდე ისე უნდა შეირჩეს, რომ არ შემცირდეს დასაბეგრი ბაზის მოცულობა, გადასახადის გადამხდელებს არ გაუჩნდეთ გადასახადის დამალვის ინტერესი.

აღნიშნული მდგომარეობა, უპირველეს ყოვლისა, გამოიწვია მეწარმეთა არათანაბარუფლებიანობამ, კონტრაბანდის მოზღვაებამ, არასწორმა საგადასახადო პოლიტიკამ.

საქართველოში საინვესტიციო კრიზისის შედეგებმა სწრაფად იჩინა თავი. ეკონომიკის მრავალ სექტორში. ისინი, უპირველეს ყოვლისა, გამოვლინდა დასაქმების დონის შემცირებასა და რეალურ სექტორში სამუშაო ადგილების შეკვეცაში. ამიტომ უმოკლეს ვადაში უნდა გამოიძებნოს კერძო საინვესტიციო დაფინანსების განხორციელებისადმი ახალი, შესაძლოა, საზღვარგარეთ არსებული გამოცდილებისგან არსებითად განსხვავებული და საქართველოს ინტერესების გამომხატველი მიდგომა. აქ კი საჭიროა სახელმწიფოს არა იმდენად ფინანსური, რამდენადაც ორგანიზაციული აქტიურობა. ამოცანა მარტივი არაა, მაგრამ მისი გადაჭრა სავსებით შესაძლებელია. ამ მიზნით სახელმწიფომ უნდა შექმნას ის სპეციალური ეკონომიკური მექანიზმები, პირობები და ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა მეშვეობითაც სამეურნეო სუბიექტები და მოსახლეობა მოახდენენ საკუთარი ინტერესების რეალიზებას და გადაწყვეტენ ეკონომიკის წინაშე მდგარ ამოცანებს.

სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტების შემოღების პრაქტიკა საკმაოდ მრავალფეროვანია. აშშ-ში ასეთი ინსტრუმენტი შეგვიძლია ნაკლებად უზრუნველყოფილი ოჯახებიდან გამოსული ბავშვებს სასკოლო განათლების მხარდასაჭერად, სხვა ქვეყნებში სოციალური დაცვისა და სადაზღვეო მედიცინის გასავითარებლად.

საქართველოში საინვესტიციო კრიზისიდან გამოსვლასა და ეკონომიკის განვითარების უზრუნველყოფის მიზნით საინვესტიციო დაფინანსების გზაზე არსებული პრობლემების

დასაძლევად, შესაძლებელია სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტების შექმნა, რისთვისაც საჭიროა რამდენიმე ამოცანის გადაწყვეტა:

1. აუცილებელია მეურნე სუბიექტებისთვის განისაზღვროს სახსრების ის საკუთარი, მყარი, უნივერსალური და ხელმისაწვდომი წყაროები, რომელთა საფუძველზეც კერძო ინვესტირება შესაძლებელი (ქვემოთ განვიხილავთ იმ ზოგიერთ წყაროს, რომელთაგანაც უფრო მეტადაა შესაძლებელი საინვესტიციო დაფინანსება);

2. წყაროების საფუძველზე უნდა გამოიძებნოს ის სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა მეშვეობითაც გადაიჭრება მიზნობრივი ამოცანა – კერძო საინვესტიციო დაფინანსება. ამკარაა, რომ ამგვარი ინსტრუმენტების შექმნის როლი უნდა იკისროს სახელმწიფომ. სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტები იმავდროულად უნდა იქცეს ფინანსური ბაზრის განუყოფელ ნაწილად და თავისი ადგილი დაიმკვიდროს ამ ბაზარზე, როგორც ახალმა საინვესტიციო სეგმენტმა;

3. აუცილებელია კერძო ინვესტიციური კაპიტალის მეორეული ბაზრის შექმნა. განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს მის დაცვას შესაძლო რყევებისა და სახსრების გაღინებისაგან ფინანსური სპეკულაციების უფრო შემოსავლიან სფეროებში. ამასთან დაკავშირებით უნდა შეიქმნას ინვესტიციური კაპიტალის მიმოქცევის თავისებური კონტური ფორმირების სტადიიდან ინვესტირებამდე და ახალ საწარმოო კაპიტალად გარდაქმნამდე. ამასთან, აუცილებელია ფინანსური ბაზრის სხვა სექტორებთან ოპტიმალური ურთიერთკავშირის პოვნა;

4. საჭიროა გამოიძებნოს იმ მიზნობრივი ამოცანის გადაწყვეტისადმი სისტემური მიდგომა, რომელიც მოიცავს არა მარტო რეალურ სექტორში ინვესტიციებისთვის აუცილებელი ფინანსური რესურსების გამოძებნას, არამედ საინვესტიციო პროცესის მარეგულირებელი თანამედროვე სამართლებრივი ბაზის შექმნასაც;

5. უნდა განისაზღვროს კერძო ინვესტიციის ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულირების მეთოდები. ამ სამუშაოს ორგანიზაციული პირობა შეიძლება გახდეს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ისეთი სპეციალური ცენტრალიზებული სახელმწიფო საამორტიზაციო ფონდის შექმნა, რომელსაც (როგორც მაკრორდინებულ ორგანოს) დაევალება ძირითადი კაპიტალის განვითარებასა

და განახლებაზე ინვესტირებული ფინანსური რესურსების ფორმირებისა და მიზნობრივად გამოყენების ორგანიზება.

სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტების შემოღების აუცილებლობა ნაკარნახევია მაკროეკონომიკური ცვლილებების საჭიროებით, რომელთა მიღწევა სწორედ ეკონომიკური მეთოდებით უნდა მოხდეს. როდესაც ამ დასახული მიზნის მიღწევის გზაზე ძველად გადასალახავი მრავალი წინააღმდეგობაა აღმართული, მაშინ მათი დაძლევისთვის მრავალწლიანი სტრუქტურული ცვლილებების თანმიმდევრულად განხორციელება და ყველა უარყოფითი ფაქტორის თანდათანობით განეიტრალებაა საჭირო. ტრადიციული მეთოდებით ასეთი ამოცანის გადაწყვეტა შედეგს არ იძლევა. კერძო საინვესტიციო დაფინანსების განვითარებას წინ ელობება საკუთრების კონვერსიის გაჭიანურება, ქვეყნის ფინანსური სისტემის უკიდურესად მერყევი მდგომარეობა და სხვა ნეგატიური პირობები.

## **მიიჩნევა თუ არა საქართველოს დაფინანსების პრობლემის სახსრები?**

განვიხილოთ კერძო საინვესტიციო დაფინანსების პრობლემის გადაჭრის ზოგიერთი შესაძლო გზა. რომელი წყაროებიდან ვიშოვოთ სახსრები? გავაშუქოთ რამდენიმე წყარო.

ყველაზე რეალური წყარო შეიძლება იყოს პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგების ნაწილი (1,5-2%-ის ოდენობით). სახსრები ამორტიზაციის მიზნით აკუმულირდება სახელდებულ ანგარიშზე ფინანსთა სამინისტროს ცენტრალიზებულ საამორტიზაციო ფონდში (ან შეიძლება შეიქმნას დამოუკიდებელი სახელმწიფოებრივი ორგანო – სახელმწიფო საამორტიზაციო ფონდი). საამორტიზაციო ფონდში გადასახადების გადამხდელია ყველა ის იურიდიული პირი და საწარმო (გარდა საფინანსო ინსტიტუტებისა), რომლებიც ქვეყნის ტერიტორიაზე ახდენენ საქმიანობას, უცხოური საწარმოების ჩათვლით. ამასთან, უნდა გავითვალისწინოთ, რომ საწარმოები უკიდურესად არაერთგვაროვანია არა მარტო საქმიანობის მასშტაბების მიხედვით, არამედ მათ წინაშე მდგარი ამოცანების მიხედვითაც. ესაა, ერთი მხრივ, მწარმოებელი საწარმოები, რეალური სექტორი, მეორე მხრივ კი საშუამავლო სფეროში მომუშავე საწარმოები, რომელთათვისაც აუცილებელი არაა საამორტიზაციო

ფონდში სახსრების გადარიცხვა.

ცენტრალიზებულ სახელმწიფო საამორტიზაციო ფონდში ინვესტიციების დაფინანსებისთვის ჩარიცხული სახსრები სახელმწიფოს კონტროლის ქვეშ იმყოფება და ისინი გათავისუფლებული უნდა იყოს დაბეგურისგან. ამასთან, საამორტიზაციო ფონდის სახსრები გამოყენებული უნდა იყოს მკაცრად მიზნობრივი დანიშნულებით და არ გადავიდეს ფინანსური ბაზრის სხვა, უფრო მომგებიან სექტორებში. ამ მიზნით აუცილებელია საამორტიზაციო ფონდის სახსრების გამოყოფა მიმოქცევის გარკვეულ კონტურში, რომელიც შეზღუდავს კაპიტალების გადადინებას საქმიანობის სხვა სფეროებში – ფინანსურ სექტორში, საკრედიტო, სავაჭრო და ა. შ საქმიანობაში. მაგრამ ძალიან ბევრ საწარმოს არ სურს თავისი საამორტიზაციო დაგროვების გადაქცევა ინვესტიციებად. თითოეულმა მეურნე სუბიექტმა საკუთარი ინტერესების რეალიზება რომ მოახდინოს, ამისათვის აუცილებელია საამორტიზაციო დაგროვების მეორეული ბაზარი. ამ ბაზარზე, ერთი მხრივ, გამოდიან ცენტრალიზებულ საამორტიზაციო ფონდში თავიანთი საამორტიზაციო გადარიცხვების გამყიდველები (მფლობელები), მეორე მხრივ კი, მყიდველები – რეალური ინვესტორები, რომლებსაც იაფი სახსრები ესაჭიროებათ ახალი საწარმოო ფონდების ღირებულების გადასახდელად.

ასეა, რომ საამორტიზაციო დაგროვებათა მეორეული ბაზარი დისკონტური იქნება. საამორტიზაციო ფონდში „შეზღუდილი“ სახსრების გათავისუფლება დღეს უფრო ნაკლებად შემოსავლიან საინვესტიციო სფეროში მათი დაბანდების ვალდებულებისაგან გარკვეულ ზარკებს მოითხოვს. მეორეულ ბაზარზე შეიძლება ჩამოყალიბდეს საკმაოდ რთული თანაფარდობა საინვესტიციო საფინანსო რესურსებზე გამოვლენილ მოთხოვნასა და მათ მიწოდებას შორის. ამაზე ერთდროულად რამდენიმე ფაქტორი ახდენს გავლენას. ინვესტიციის ბაზარი საქმიანობას წარმართავს პრინციპით: რაც უფრო რთული და გაურკვეველია საინვესტიციო გარემო, მით უფრო იაფია ინვესტიციები. მაგრამ ასეთი ბაზარი უკვე პირველ ეტაპზე მისცემს რეალურ ინვესტორებს მოგების მიღების შესაძლებლობას, როდესაც ისინი საამორტიზაციო ფონდის რესურსებს მათ ფულად ნომინალზე უფრო იაფად შეიძენენ. საამორტიზაციო ფონდში სახსრების მფლობელებისთვის ხელსაყრელი არაა მათი გაყიდვა

გარკვეული ძიხნის გარეშე. ინვესტიციური კაპიტალის ბაზარი ძალიან სწრაფად გვირვინებს, თუ „ვინ რას წარმოადგენს“, როგორია საკუთრების მულობრებისა და განმკარგავების დამოკიდებულება მათ ხელში არსებულ საკუთრებისადმი.

ქვეყანაში საინვესტიციო პროცესის მართვა საკმაოდ რთული და შრომატევადი საქმეა. ჩვენი აზრით, ფინანსთა სამინისტრო მის მართვას შეძლებს საინვესტიციო ბანკების ქსელის მეშვეობით.

ამჟამად საქართველოში ადგილობრივი პროდუქციის შრავალი სასაქონლო ჯგუფი „შევიწროებულია“ იმპორტული საქონლით, არა მხოლოდ დაბალი სამომხმარებლო თვისებების გამო, არამედ სხვა მიზეზებითაც. ცნობისთვის, თუ სხვა ქვეყნებში პროდუქციის იმპორტი გადააჭარბებს შიდა წარმოების ან მოხმარების 20%-ს, მაშინვე აყენებენ ეროვნული ეკონომიკის წინაშე არსებული საშიშროების საკითხს.<sup>1</sup>

### **რეზერვები საქონლის იმპორტზე და ინვესტიციების**

ამიტომ სამომხმარებლო საქონლის იმპორტზე ბაჟის გადიდებით შეგვეძლო გამოგვეძებნა რესურსები საინვესტიციო დაფინანსებისთვის. საამისოდ აუცილებელი პოტენციალი აქ ნამდვილად არსებობს:

საბითუმო და საცალო ვაჭრობაში არსებული მაღალი ფასნამატი, რომელსაც იმპორტული საქონლის გამყიდველები ადგენენ;

იმპორტული საქონლის მაღალი კონკურენტუნარიანობა ანალოგიურ საქონელთან შედარებით და მათ ფასებში არსებული მცირე განსხვავება საცალო ვაჭრობაში;

- მოგების მაღალი ნორმა სავაჭრო და საიმპორტო ოპერაციების დაკრედიტების დროს.

ბაჟის მომატებული ნაწილი იმპორტიორის სახელობით ანგარიშზე უნდა იყრიდეს თავს და პრეფერენციების სახით უბრუნდებოდეს მას. პრეფერენცია ის შელავათია, რომელსაც იმპორტიორებს აძლევენ მათ მიერ მთავრობის გარკვეული პირობების შესრულების დროს. ამგვარი პირობები შესაძლოა იყოს ქვეყნის წარმოებაში განხორციელებული ინვესტიციები, სამომხმარებლო საქონლის გამოშვება „ადგილზე“, არსებული საწარმოების

Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений. Пер. с англ.-го, М., «ИНФРА», 1996. გვ. 231.

რეკონსტრუქცია, მოწყობილობის განახლება და ა.შ. სახსრების წყარო ამ შემთხვევაში შეიძლება იყოს ბაჟის რეზერვირებული და პრეფერენციების სახით დაბრუნებული ნაწილი.

ცხადია, ყველა იმპორტიორს, მათ შორის. მსხვილ იმპორტიორებსაც არ უნდათ თავიანთ ქვეყანაში მოაწიონ წარმოება, თუნდაც მათ დაკავებული ჰქონდეთ სამომხმარებლო ბაზრის გარკვეული ნაწილი და აყალიბებდნენ მოთხოვნას. ზოგიერთ იმპორტიორს მყარი კავშირები აქვს წამყვან საზღვარგარეთულ ფირმებთან, რომლებიც პირველი კლასის სამომხმარებლო საქონლის მწარმოებლები არიან და მათი დისტრიბუტორია ადგილობრივ ბაზარზე.

იმპორტიორთა უმრავლესობისთვის ხელსაყრელი არ არის სახსრების რეზერვირება სპეციალურ ანგარიშებზე. ისინი შეეცდებიან ამ სახსრების გადაცვლას საბრუნავ საშუალებებზე. ამიტომ აუცილებელია რეზერვში ჩარიცხული სახსრების მეორეული ბაზარი. პარალელურად გამოჩნდებიან ისეთებიც, ვინც რეალურად არიან მზად სახსრები დააბანდონ სამომხმარებლო საქონლის წარმოებაში, შეიძინონ და განახლონ მოწყობილობა. მათთვის აუცილებლადაა საჭირო შეღავათიანი პირობებით კაპიტალის ინვესტირების შესაძლებლობა.

ასეა, რომ პრეფერენციების მეორეული ბაზარი დისკონტური იქნება. ამ ვალდებულებათა გაყიდვა მხოლოდ მათ ნომინალზე უფრო იაფად შეიძლება. გაყიდვის კურსი ასახავს ეკონომიკაში არსებულ მდგომარეობას, მაგრამ ნებისმიერ შემთხვევაში იგი ხელსაყრელია იმ ინვესტორებისთვის, რომლებიც მზად არიან რეალურ სექტორში დააბანდონ ფინანსური სახსრები. ეს თავისებური გამანაწილებელი მექანიზმია, რომელიც თანამედროვე პირობების ადეკვატურია.

ეს წყარო საშუალებას მოგვცემს საინვესტიციო დაფინანსების მიზნით მოვიზიდოთ სამომხმარებლო საქონლის იმპორტიორებისგან ამოღებული ბაჟის 50%.

საინვესტიციო სახსრების მოზიდვისა და საინვესტიციო რესურსების ფორმირებისადმი ამგვარი მიდგომები შეგვიძლია საკმაოდ „რბილ“ მიდგომებად განვიხილოთ. ისინი არ გამოიწვევენ სტრუქტურულ ძვრებსა და ფასების არსებითად აწევას სამომხმარებლო ბაზარზე, მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების შეცვლას.



ინვესტირების ასეთ გზებს საინვესტიციო პროცესის ორგანიზება და “პროვოცირება” მართო არ შეუძლია. ეს მიდგომა მნიშვნელოვანწილად უპასუხებს ჩვენს სამეწარმეო მენტალიტეტს, იძლევა წარმოებაში ინვესტიციების განხორციელების შესახებ დადებითი საზოგადოებრივი აზრის ჩამოყალიბების შესაძლებლობას. ეს გზები „იაფია” სახელმწიფოსთვის, რადგანაც ფინანსურ რესურსებს არ მოითხოვს მისგან და მნიშვნელოვან საბიუჯეტო სახსრებს ათავისუფლებს სხვა მიზნებისათვის.

აქაც ოპტიმალური პარამეტრების პოვნაა საჭირო: ზედა და ქვედა, რომელთა ფარგლებშიც შესაძლებელი და მიზანშეწონილია თანხების გადარიცხვა საწარმოების ძირითადი კაპიტალის განვითარებისა და განახლებისთვის – ქვედა ზღვარი, როდესაც ანარიცხები ნაკლებად ეფექტიანია მათი უმნიშვნელო რაოდენობის გამო და ზედა ზღვარი, როცა არსებითად მცირდება დაბეგვრის ბაზა.

### **დასადასტურებელი სტრატეგიის მიზნების შესახებ**

აღნიშნული წინადადებები პრინციპში არ ეწინააღმდეგება სახელმწიფოს საგადასახადო პოლიტიკას. სახელმწიფოს კონტროლის ქვეშ არსებული საინვესტიციო რესურსების დაბეგვრისაგან განთავისუფლებით ვამცირებთ იმ მეურნე სუბიექტების დაბეგვრის ბაზას, რომლებიც ინვესტირებად გვევლინებიან და, შესაბამისად, ვაფართოებთ დაბეგვრის ბაზას მათთვის, ვინც უარს ამბობენ ინვესტირებაზე.

ქვეყანაში არსებული საგადასახადო სისტემა ხელს უნდა უწყობდეს სახსრების დაზოგვასა და ინვესტირებას. საგადასახადო პოლიტიკის დასახვეწად მნიშვნელოვანია ისეთი სისტემების გამოყენება, როგორიცაა: საგადასახადო შელაეათებისა და ფართო საგადასახადო ბაზისა და დაბალი განაკვეთების სისტემები.

საქართველოს საგადასახადო პოლიტიკა მიმართული უნდა იყოს ფართო საგადასახადო ბაზისა და დაბალი განაკვეთების მქონე სისტემის ჩამოყალიბებისაკენ. ეს ქვეყანას საშუალებას მისცემს გააუქმოს კონტროლი საკუთარი და უცხოური ინვესტიციების განაწილებაზე და დაიცვას თავისი საგადასახადო ბაზა.

ძრავალი ქვეყანა საგადასახადო შელაეათებს იყენებს ზოგიერთი ისეთი სახის ინვესტირებისათვის, რაც ეფექტიანია კაპიტალის ღირებულების შესამცირებლად, მაგრამ, საბოლოო ანგარიშით, ეს

საგადასახადო ბაზის შემცირებას იწვევს. საგადასახადო შეღავათების ფართოდ გამოყენება ხელს უშლის საგადასახადო სისტემის ძირითად ფუნქციას ანუ საბიუჯეტო შემოსავლების აკუმულირებას და გადასახადების აღმინისტრირებას.

საქართველოში საგადასახადო შეღავათებმა გამოიწვია ფინანსური რესურსების განაწილების ეფექტიანობის შემცირება და აუცილებელი გახდა გადასახადების გადიდება დაკარგული თანხის კომპენსირების მიზნით. დამძიმებულმა საგადასახადო ტვირთმა გამოიწვია საგადასახადო სისტემის შესუსტება და საგადასახადო მექანიზმის მოუქნელობა.

ინვესტიციების სტიმულირებისათვის აუცილებელია, ერთი მხრივ, გადასახადების საერთო დონის შემცირება და, მეორე მხრივ, მოსახლეობის მიერ გადახდილი გადასახადების ბიუჯეტის შემოსავლების მთავარ წყაროდ გამოყენება. მსოფლიო გამოცდილება მოწმობს, რომ ეკონომიკის განვითარებისათვის შედარებით ოპტიმალურია გადასახადის ისეთი სიდიდე, რომელიც მთლიანობაში არ აჭარბებს 32-34%-ს (ბევრ ქვეყანაში ეს მაჩვენებელი ნაკლებია, ხოლო საქართველოში 60%-ის ფარგლებშია). ცნობილი „ლაფერის მრუდი“ გვიჩვენებს, რომ საგადასახადო განაკვეთის მხოლოდ განსაზღვრულ სიდიდემდე გაზრდა იწვევს საგადასახადო შემოსულობათა გადიდებას, შემდეგ კი ისინი კლებულობს დასაბეგრი ობიექტების შემცირების გამო.

ნორმალური განაკვეთების და ფართო საგადასახადო ბაზის ძლიერი საგადასახადო სისტემა შეიძლება შეიქმნეს მხოლოდ მინიმალური და სამართლიანი შეღავათების გამოყენებით.

ამრიგად, ისეთი ქვეყნისათვის, როგორც საქართველოა, უმჯობესია ფართო საგადასახადო ბაზისა და დაბალი განაკვეთების მქონე სისტემის ჩამოყალიბება.

## **დასკვნები და რეკომენდაციები**

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ლ. იოჰანსენი აგებდა მოხმარებისა და დაგროვების ისეთ მოდელს, რომელიც ამტკიცებდა, რომ საგადასახადო პოლიტიკას შეუძლია არსებითი ზემოქმედება მოახდინოს დაგროვებისა და მოხმარების თანაფარდობაზე ეროვნულ შემოსავალში და, შესაბამისად, გააძლიეროს ან შეასუსტოს საინვესტიციო საქმიანობა. სახელმწიფოს საგადასახადო პოლიტიკა

კერძო ინვესტიციების არაპირდაპირი რეგულირებისა და სტიმულირების უპირველესი ფუნქციაა. სწორედ იგი განსაზღვრავს წარმოების საშუალებათა გაფართოებული კვლავწარმოების შესაძლებლობებს საწარმოების საკუთარი წყაროების ხარჯზე. ეს კი თვითდაფინანსების საშუალებაა.

„ერთობლივი თვითდაფინანსების“ ცნება გულისხმობს წმინდა თვითდაფინანსებას და საამორტიზაციო ანარიცხებს.

წმინდა თვითდაფინანსება არის საწარმოს მოგების ნაწილი, რომელიც განავითარებს მატერიალურ-ტექნიკურ ბაზას (საქართველოში მოგების ეს ნაწილი „დაგროვების ფონდის“ სახელწოდებითაა ცნობილი). მოუხდავად იმისა, რომ მოგება თვითდაფინანსების წყაროა, იგი ფორმადი ასრულებს ორ მთავარ ფუნქციას: მოსალოდნელი მოგება საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების საფუძველია და მიღებული მოგება კი - საწარმოს საქმიანობის წარმატების საფუძველი.<sup>1</sup> მოგების ეს ორივე ფორმა მჭიდროდ უკავშირდება ერთმანეთს და ინვესტიციების ეფექტიანობის მაჩვენებელია.

როგორც აღვნიშნეთ, მოსახლეობის დანაზოგის დადებითი დინამიკა ქვეყნის ეკონომიკური სტაბილიზაციის დაწყების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორია. მეტიც, ბანკებში დეპოზიტების ზრდა ხელისუფლებისადმი ნდობის ფაქტორზე მიუთითებს. არსებული მონაცემები საქართველოში ამ მხრივ საიმედო სურათს არ იძლევა. იმ დროს, როცა მოსახლეობის დანაზოგის ნომინალური ზრდა დსთ-ის სივრცის ქვეყნებში თითქმის ყველგან დადებითია, საქართველოში იმავე პერიოდში შეინიშნებოდა ვადიანი დეპოზიტების მინიმალური ოდენობა, ხოლო გრძელვადიანი დეპოზიტები კვლავ იშვიათია.

### 9.3. ინვესტიციისა და ინოვაციის ბაზრების ურთიერთობის განვითარება

ეკონომიკის რეალურ სექტორში მეცნიერებისა და ტექნიკის მიღწევების გამოყენების აუცილებელი პირობაა მეურნე სუბიექტების ინოვაციური საქმიანობა. იგი ხელს უწყობს ეკონომიკის კონვერსიასა და მეცნიერებატექვადი წარმოების დაჩქარებულ განვითარებას, რაც საქართველოში ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლის ერთ-ერთი

1 Бабо А. Прибыль. Пер. с Франц.-го. М., «Универс», 1993. гл. 83.

უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი უნდა გახდეს.

ინოვაციური სფეროს ფუნქციონირება ეყრდნობა ინტელექტუალურ საკუთრებასა და ინოვაციური საქმიანობის პროდუქტზე არსებულ საკუთრებას. ეს სფერო მოიცავს იმ სამეცნიერო-კვლევით, მარკეტინგულ და სამწარმოო ობიექტებს, რომელთა საქმიანობის მიზანია ინოვაციებზე არსებული მოთხოვნის დაკმაყოფილება. ამ სფეროს განვითარება უზრუნველყოფს ახალი ტექნოლოგიის დანერგვისა და პროდუქციის წარმოებაში ათვისების დროის შემცირებას, ავანსირებული კაპიტალის სწრაფ კვლავწარმოებასა და ა.შ. ამიტომაცაა, რომ განვითარებულ ქვეყნებში დიდ ყურადღებას უთმობენ ინოვაციური საწარმოების მხარდაჭერას.

## **მიმდინარე ინოვაციური მართობის მხარდაჭერის ახალი ფორმები**

დასავლეთში არსებობს მცირე ინოვაციური საწარმოების მხარდაჭერის შემდეგი ფორმები:

- პირადაპირ დაფინანსება (სუბსიდიები, სესხები), რომლის წილი ახალი პროდუქციისა და ტექნოლოგიების შექმნაზე ხარჯების 50% - ს აღწევს (აშშ, საფრანგეთი და ა.შ.);
- სესხების მიცემა პროცენტის გადახდის გარეშე (შვედეთი და ა.შ.);
- დოტაციები (პრაქტიკულად ყველა განვითარებული ქვეყანა);
- ინოვაციური ფონდების შექმნა შესაძლო რისკის გათვალისწინებით (დიდი ბრიტანეთი, საფრანგეთი, გერმანია, შვედეთი, ნიდერლანდი და ა.შ.);
- სახელმწიფო ბაჟის შემცირება კერძო ფირმებისათვის (აშშ, გერმანია, ავსტრია და ა.შ.);

- ინდივიდუალურ გამოგონებელთა განაცხადებებზე საქმის უფასოდ წარმოება, საპატენტო რწმუნებულთა უფასოდ მომსახურება, საბაჟო გადასახადისგან მათი გათავისუფლება (გერმანია, ნიდერლანდი და ა.შ.).

ინოვაციური პროდუქციის რეალიზება ინოვაციის ბაზარზე ხდება. ინოვაციის ბაზარი იმ ორგანიზაციულ-ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობაა, რომლებიც ინოვაციური საქმიანობის შედეგების გაცვლის პროცესში წარმოიშობა. ეს შეიძლება იყოს იმ კონტრაქტულ სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავებათა ბაზარი, რომელიც დაინტერესებული სუბიექტების შეკვეთით სრულდება, აგრეთვე, ლიცენზიის ბაზარი, სადაც ინტელექტუალური პროდუქციის გამო-

ყენების უფლებასა და აპრობირებულ ტექნოლოგიებს ყიდნან.

## **ინოვაციის ბაზრის განვითარება**

ინოვაციის ბაზრის ეკონომიკური არსი (სპეციფიკა) ასეთია:

- ინვესტიციის ბაზარზე ხორციელდება ინოვაციური პროდუქციის კომერციული გაცვლა, რომელიც ეკონომიკურ ურთიერთობათა განვითარების კვალბაზე ორგანულად უკავშირდება შრომის საზოგადოებრივი დანაწილების გაღრმავებას, სპეციალიზაციასა და კოოპირებას სამეცნიერო-ტექნოლოგიური და ინოვაციური საქმიანობის სფეროებში;

- გაცვლის სფეროში ინოვაციური პროდუქცია საქონლის ყველა ნიშან-თვისებას ავლენს, მათი კომერციული გაცვლა კი გაროებათა დადების გზით ხორციელდება.

ინოვაციური პროდუქციით ვაჭრობის სფეროში ჩამოყალიბებულია და მოქმედებს საბაზრო მექანიზმი, რომლის ძირითადი ელემენტებია მოთხოვნა, მიწოდება და ფასები. ისევე, როგორც ტრადიციული საქონლის ეროვნულ ბაზრებს, ინოვაციური პროდუქციის ეროვნულ ბაზრებზეც აქვს რაოდენობრივი მახასიათებლები, დარგობრივი და გეოგრაფიული სტრუქტურა, რეკლამის საკუთარი ფორმები, ფასების გაანგარიშების თავისი მეთოდიკა და სამართლებრივი ნორმები. ინოვაციური პროდუქციის გაცვლაზე დადებული გარიგებები შესაძლოა ითვალისწინებდეს სხვა კომერციული გარიგებების სამართლებრივი პირობების გამოყენებას (მაგალითად, ყიდვა-გაყიდვის, მომსახურების გაწევის, კაპიტალის ინვესტირების, სესხების მატების, ამხანაგობის შექმნის და ა.შ.). განვითარებული ქვეყნების ეროვნული ბაზრების საფუძველზე ყალიბდება ინოვაციის მსოფლიო ბაზარი.

ინოვაციების ეროვნულ ბაზარზე პერმანენტულ გავლენას ახდენს კონიუნქტურული ფაქტორები. ზოგად ფაქტორებს ეკუთვნის ციკლური რყევები. სპეციფიკური კონიუნქტურაწარმომქმნელი ფაქტორებია სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის მდგომარეობა, აგრეთვე ბაზარზე ინოვაციური საქმიანობის კონკრეტული ობიექტების რეალიზაციის სავაჭრო პირობები.

ინოვაციური პროდუქციის ობიექტების მუდმივად ცვალებადი ფასებისა და საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით ბაზარი ობიექტურ ინფორმაციას იძლევა შექმნილი ეკონომიკური ვითარების შესახებ, რომელიც ასახავს თანაფარდობას მოთხოვნას, მიწოდებასა და ფასებს

შორის. ბაზარი ავლენს როგორც სამეცნიერო-ტექნიკური, ისე ინოვაციური პროდუქციის წარმოების ხარჯებს, რაც საშუალებას იძლევა განისაზღვროს მათი საბაზრო ღირებულება. სწორედ მის საფუძველზე ყალიბდება ფასები. ინოვაციური პროდუქციის ფასის ფორმირების სირთულე იმას უკავშირდება, რომ მისი ობიექტები არა მარტო მატერიალური, არამედ ისეთი იდეალური სუბსტანციებიცაა, რომლებიც სრულ მატერიალურ ხორცშესხმას ვერ პოულობენ. ამავე დროს, ინოვაციური ობიექტების თავისებურება ისაა, რომ მათ, როგორც წესი, თითო-თითოდ ქმნიან. ეს საშუალებას არ გვაძლევს სამუშაო დროით გავზომოთ ინოვაციური საქმიანობის კონკრეტულ სუბიექტთა შრომის დანახარჯები, რადგანაც მათ მიერ შექმნილი უნიკალური სახმარი ღირებულება არ მეორდება სხვა სუბიექტების საზოგადოებრივ შრომაში. გაცვლის სფეროში შრომის შეფასება ფაქტობრივი ინდივიდუალური დროის მიხედვით ეწინააღმდეგება საქონლის ღირებულების თვით გაგებას და არ ითვალისწინებს ინოვაციური პროდუქციის სახმარი ღირებულების თავისებურებებს. ამ პროდუქციის ფასეულობას განსაზღვრავს არა მის შექმნაზე დახარჯული საზოგადოებრივი დრო, არამედ მისი კომერციული მნიშვნელობა და მისი გამოყენებით მიღებული მოგების სიდიდე.

### **ინოვაციური პროდუქცია სახლითა და ინდივიდუალობით გამოირჩევა,**

რის გამოც მასზე შეუძლებელია მტკიცე ფასების დაწესება და ამ ფასების მიხმა დანახარჯების სიდიდეზე. ამიტომ ინვესტიციური პროდუქციის საბაზრო ფასი ძირითადად ყალიბდება მყიდველისთვის მისაღები (ზედა საზღვარი) და მისი მფლობელისათვის მისაღები (ქვედა საზღვარი) ფასებით.

ინოვაციური პროდუქციის მფლობელისათვის ფასი შედგება მატერიალური დანახარჯებისგან და მუშაკთა შრომის ანაზღაურებაზე გაწეული დანახარჯებისგან, აგრეთვე ჩვეულებრივი მოგებისგან, მყიდველისათვის კი ფასი ყალიბდება მისი გამოყენების მთელი პერიოდის მანძილზე მიღებულ შემოსავალსა და ამ პროდუქტის გამოყენებასთან დაკავშირებულ დანახარჯებს შორის სხვაობით. ანგარიშგასაწევია ის ფაქტი, რომ ინოვაციურ პროდუქციას შესაძლოა დიდი ეკონომიკური ეფექტი მოჰყვეს მის შექმნაზე გაწეული შედარებით ნაკლები

დანახარჯების პირობებში და, პირიქით. ამდენად, დანახარჯებსა და შედეგებს შორის კავშირი ინოვაციურ პროცესებში გაცილებით სუსტია, ვიდრე მატერიალურ-ნივთობრივ წარმოების სფეროში. ამ ფაქტის გათვალისწინებით, უფრო გამართლებულია ინოვაციურ სფეროში იმ ძიდგომის გამოყენება, რომელიც ზღვრული სარგებლიანობის თეორიამა მიღებული და რომლის თანახმადაც ობიექტის ფასეულობა მისი სარგებლიანობიდან გამოზდინარობს.

ინოვაციური პროდუქციის ობიექტის ფასეულობას მომხმარებელი მისი სარგებლიანობისა და ფასის თანაფარდობით განსაზღვრავს:

$$B = \frac{NP}{P} - N_1, \quad (9.1)$$

სადაც  $P$  და  $P_1$  ძველი და ახალი პროდუქციის ფასებია;  
 $N$  და  $N_1$  - ძველი და ახალი პროდუქციის სარგებლიანობა;  
 $B$  - ახალი პროდუქციის ფასეულობა მომხმარებლისთვის.

ინოვაციური პროდუქციის ფასეულობა მწარმოებლისთვის დამოკიდებულია იმ დამატებით მოგებაზე, რომელსაც იგი ღებულობს. საბოლოოდ, ინოვაციური პროდუქციის ფასეულობას მომხმარებლისთვისაც ის დამატებითი მოგება განსაზღვრავს, რომლის მინიმალური ოდენობა კაპიტალის გამოყენების ფასზეა დამოკიდებული. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, დამატებითი მოგების სიდიდე მჭიდ უნდა იყოს დეპოზიტით მიღებულ პროცენტებზე, თუკი ინოვაციური პროდუქციის შექმნისთვის მომხმარებელი საკუთარ სახსრებს იყენებს, მაკრამ უნდა აღემატებოდეს კრედიტებზე გასაცემ პროცენტებს, თუ ნა.ესებუ სახსრებს იღწკას. ამგვარად, ინოვაციურ სიახლეთა გამოყენებას უნდა მოჰქონდეს მაქსიმალური ერთობლივი მოგება. ე.ი. მიღებული დამატებითი მოგება უნდა ჭარბობდეს იმ კაპიტალის გამოყენების საშუალოდარეობრივ ეფექტიანობას, რომელიც საბაზრო ეკონომიკაში ყველა დარგში ერთნაირა და იმ პროცენტის ტოლია, რომლითაც დეპოზიტებს იზაღაჯენ ბანკებმა.

სწორედ ესაა იმის მიზეზი, რომ ინოვაციურ სფეროში მძმარაჯენ სახელშეკრულებო ფასებს მყიდველსა და გამყიდველს შორის შეთანხმების შესაბამისად. ბუნებრივია, რომ ინოვაციური პროდუქციას ცალკეული ობიექტების მიმართ ფასწარმოქმნის დიფერენციალულ მეთოდებს იყენებენ. ამასთან, მათ ფასებს საბაზრო კონკურენციას კანონები არეგულირებს.

მათი კონკურენტუნარიანობა. წარმატება დიდად არის დამოკიდებული ინოვაციის ბაზარზე ჩამოყალიბებულ კონიუნქტურაზე, რაც ასახავს დროის მოცემულ მონაკვეთში ბაზარზე არსებულ ვითარებას. მისი ანალიზისა და პროგნოზირებისას ერთი-ორი წლით იფარგლებიან. კონიუნქტურული კვლევები მოიცავს იმის დადგენას, თუ როგორია იმ პროდუქციის ბაზრის ტევადობა, მოთხოვნა, გასაღების პერსპექტივები და „სასიცოცხლო ციკლი“, რომლის წარმოებაშიც ინოვაციურ პროდუქციას იყენებენ. ის ფირმები, რომლებიც ღრმად არ იკვლევენ კონიუნქტურას, კარგავენ ბაზარზე მოპოვებულ პოზიციებს და, პირიქით.

სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის პირობებში ფირმების სპეციალიზებული სამსახურები სისტემატურად აკვირდებიან მსოფლიოში შექმნილ სიახლეებსა და სამეცნიერო-ტექნოლოგიური გამოყენების პერსპექტივებს. ამავე საქიანობას ეწევა სპეციალიზებული ფირმები და ორგანიზაციები – საინჟინრო-საკონსულტაციო კომპანიები, სამეცნიერო-კვლევითი ცენტრები და ა.შ. მაგალითად, აშშ-ის ფირმების 90%-ზე მეტი ახორციელებს ტექნოლოგიურ პროგნოზირებას და ამ მიზნით ხარჯავს მეცნიერებისთვის გამოყოფილი მთელი თანხების 1%-ზე მეტს. ასეთი საქმიანობის აქტუალობა განსაკუთრებით მატულობს ე.წ. სამეცნიერო-ტექნიკური ნახტომების პერიოდებში, როდესაც მკვეთრად იცვლება ტრადიციული საქონლის წარმოების ხარჯების დინამიკა. ასეთი ნახტომები უფრო ინტენსიურს ხდის ახალი საქონლის დამზადებისა და ტექნოლოგიების შემუშავების პროცესს, ამასთან, წარმოშობს საწარმოო სიმძლავრეების რეკონსტრუქციისა და გაფართოების მოთხოვნილებას.

განვითარებული ქვეყნების უმსხვილესი ფირმები ხშირად იყენებენ სხვა ფირმებში შექმნილ სიახლეებს, რითაც მულტივად ინარჩუნებენ თავიანთი საქონლის კონკურენტუნარიანობას მსოფლიო ბაზარზე. ამავე დროს, იაპონიის კომპანიები ფართოდ ახორციელებენ ლიცენზიით შექმნილი სამეცნიერო-ტექნოლოგიური სიახლეების კიდევ უფრო გაუმჯობესებასა და განვითარებას, რითაც აღწევენ უფრო სრულყოფილი პროდუქციის წარმოებას. ამას ისინი სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოებისთვის განკუთვნილი საკუთარი სახსრების დაახლოებით



ერთ მესამედს ახმარენ.

სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის დაჩქარებას და ბაზარზე კონკურენციის გამწვავებას თან სდევს, ერთი მხრივ, წარმოებული და, მეორე მხრივ, წარმოებაში გამოყენებული სიახლეების რაოდენობებს შორის განსხვავების მატება. ინოვაციური პროდუქციის გაყიდვის შესახებ წინადადებები სხვადასხვა წყაროებიდან შეიძლება მოდიოდეს. ესენია მრავალრიცხოვანი წვრილი ფირმები და ცალკეული გამოგონებლები, რომლებსაც მატერიალური და ფინანსური შესაძლებლობები არ ჰყოფნით გამოგონებათა საბოლოოდ დამუშავებისა და გამოყენებისათვის. ინოვაციის ბაზარზე პროდუქციის გამოტანა მსხვილ კომპანიებსაც შეუძლიათ, თუკი ეს პროდუქცია მათი სწარმოო საქმიანობის პროფილს არ შეესაბამება და თანამდევი ხასიათისაა. ბაზარზე ყველაზე მეტ ადგილს იკავებს თანამედროვე სამეცნიერო-კვლევით მიღწევების საფუძველზე შექმნილი პროდუქციის ჯგუფი, რომელიც მოიცავს ასალ კონსტრუქციებს, ტექნოლოგიურ პროცესებს და ნიმუშებს. ისინი პატენტებითაა ხოლმე დაცული. მათი ერთი ნაწილი ის ინოვაციური პროდუქციაა, რომლებიც კომპანიებს საკუთარ წარმოებაში აქვთ შექმნილი, მაგრამ კონიუნქტურის ცვლილება სიახლეთა მონოპოლიურად გამოყენებაზე უარის თქმასა და ბაზარზე მათ გამოტანას აიძულებს ამ კომპანიებს.

სიახლეთა გაყიდვა მიზანშეწონილი ხდება იმ საქონლის ბაზრის კონიუნქტურის გაუარესებისას, რომელსაც ინოვაციების გამოყენებით ამზადებენ. შეიძლება ითქვას, რომ საქონლის ბაზარზე რეალიზაციის პრობლემების გამწვავება ინოვაციის ბაზარზე იწვევს მიწოდებისა და ოპერაციების ზრდას. თუმცა, ინოვაციური საქმიანობის ცალკეულ ობიექტებზე მაღალი მოთხოვნა შესაძლოა საქონლისა და ინოვაციის ბაზრებზე არსებული არახელსაყრელი კონიუნქტურის დროსაც გამოვლინდეს.

ინოვაციური საქმიანობა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ეკონომიკის მიზანშეწონილობასა და მომგებიანობაზეა ორიენტირებული. სიახლის ეკონომიკურად შეფასების მთავარი კრიტერიუმია ეკონომიკური ეფექტიანობა. იგი ინოვაციების გამოყენების შედეგად მისაღები პოტენციური შედეგია.

ახალი ნაკეთობის წარმოებიდან მისაღებ ეკონომიკურ ეფექტიანობას ( $F_{E1}$ ) ანგარიშობენ შემდეგი ფორმულით:

$$F_{E} = (P_p - C_{\pi}) \times V, \quad (9.2)$$

სადაც  $P_p$  ახალი ნაკეთობის საპროექტო ფასია;

$C_{\pi}$  - ახალი ნაკეთობის საპროექტო თვითღირებულება;

$V$  - ახალი ნაკეთობის წარმოების (გამოშვების) სავარაუდო მოცულობა.

ახალი ნაკეთობის წარმოების მოცულობა მის შემკვეთთან დადებულ ხელშეკრულებაზე ან მისი მიწოდებისა და მოთხოვნის მდგომარეობაზე დამოკიდებული.

ეროვნული წარმოების პროდუქტის კონკურენტუნარიანობის პრობლემა ვერ გადაწყდება ინოვაციის ბაზრის ჩამოყალიბებლად. ამ ბაზრის თავისებურებებზე დამოკიდებული სახელმწიფო ინოვაციური პოლიტიკის შემუშავება. მაკროინოვაციურ (საერთო) ღონისძიებებს ეკუთვნის სახელმწიფოს მონაწილეობა ინოვაციებზე მოთხოვნის ფორმირებაში. ამის ნიმუშია სილიკონის ველი, რომელიც აშშ-ის თავდაცვის სამინისტროს შეკვეთის შედეგად გაჩნდა. თავდაპირველად საქმე ეხებოდა ნახევარგამტარებზე მუშაობას. შემდეგ კი - ნახევარგამტარების მრეწველობის პროდუქციის გამოშვებას. მოგვიანებით თავდაცვისთვის განკუთვნილი ტექნოლოგიები სამოქალაქო სფეროში გამოიყენეს.<sup>1</sup>

ბაზრის მიერ ინოვაციური პროდუქტის აღიარების შემთხვევაში სახელმწიფო უნდა ცდილობდეს კონკურენტული გარემოს შექმნას, სტიმულს აძლევდეს დამატებითი ინოვაციების შექმნას. ეფექტიანობის შემცირების ან პროდუქტის მოძველების დროს სახელმწიფომ მისი წარმოება ქვეყნის ფარგლებს გარეთ უნდა „განდევნოს“ და ახალი პროდუქტის წარმოებისთვის გამოათავისუფლოს რესურსები.

ინოვაციური პროდუქციის შექმნის საწყის სტადიაზე სახელმწიფო ახდენს არსებული მაღალი დანახარჯების კომპენსაციას. გარდა ამის, ინოვაციის ბაზარზე მისი მოქმედების სტრატეგია, ინოვაციების ეფექტიანობიდან გამომდინარე, შემდეგი მოთხოვნების განხორციელებასაც გულისხმობს:

<sup>1</sup> Инновационные процессы в странах развитого капитала. Под ред. Рудаковой И.Е. М., «Мысль», 1991, გვ. 81.

- ბაზარზე გასასვლელად ხელსაყრელი პირობების შექმნა;  
კონკურენტული პირობებისა და საექსპორტო ორიენტაციის ფორმირება ინოვაციების მასობრივად გავრცელებას პერიოდში;

- მოძველებული პროდუქციისა და ტექნოლოგიების „გაძვეება“ შიდა ბაზრიდან და რესურსების გადანაწილება.

ინოვაციის ბაზრის განვითარებას მჭიდროდ უკავშირდება ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის დონეს. კონკურენტუნარიანობის ამ თუ იმ ეტაპისათვის იმანენტურია საექსპორტო-საიმპორტო ოპერაციების განსხვავებული ხვედრითი წილები პროდუქციისა და ტექნოლოგიების ნაკადების სფეროში. წარმოების საწყის სტადიას ახასიათებს ტექნოლოგიების იმპორტი. ამ სტადიაზე მთავარი ამოცანაა პროდუქციის ექსპლუატაციის პროცესების ათვისება. მომდევნო ეტაპზე იმპორტული ტექნოლოგიების საფუძველზე, საქონლის იმპორტთან ერთად, ზორციელებდა პროდუქციის დამოუკიდებლად წარმოება. საწარმოო გამოცდილების შექმნისა და ნაკეთობათა ხარისხის ამაღლების კვალობაზე ზორციელებდა მისი ექსპორტი. ინვესტირების სტადია უკავშირდება იმ ტექნოლოგიების დამოუკიდებლად დამუშავების უნარს, რომელიც შიდა გამოყენებისთვისაა განკუთვნილი. ახალშემონალებთა სტადიაში ქვეყანა მაშინ შედის, როცა იგი იწყებს ტექნოლოგიების ექსპორტს და საქონლის გატანას სხვა ქვეყნებში. ამის მიზანია შიდა რესურსების გადანაწილება უფრო მაღალი ტექნოლოგიების მქონე საქონლის დასამზადებლად.

აღსანიშნავია, რომ „შვიდეულის“ ქვეყნებზე მოდის მთელი მეცნიერებატევადი პროდუქციის წარმოების 80 – 90% და პრაქტიკულად მთელი მისი ექსპორტი. ამ ქვეყნების ლიდერობის უმნიშვნელოვანესი პირობა ის არის, რომ 50 მაკროტექნოლოგიიდან 46-ს ისინი ფლობენ, მაშინ, როდესაც დანარჩენი მსოფლიოს ხელში მხოლოდ 3 – 4 ასეთი ტექნოლოგიაა.<sup>1</sup>

მაკროტექნოლოგია მოიცავს მოცემული პარამეტრების მქონე პროდუქციის შექმნისთვის საჭირო ყველა ტექნოლოგიურ პროცესს (სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავება, წარმოების მომზადება, წარმოება, გასაღება და პროექტის სერვისული მხარდაჭერა). სინგაპურში და ტაივანში აღმავალი ეკონომიკურა

<sup>1</sup> Иновационные процессы в странах развитого капитала. Под ред. Рудаковой Н.Е. М., «Мысль», 1991, гл. 204.

განვითარება იმის შედეგია, რომ დანერგეს 1 – 2 მაკროტექნოლოგია. მართო ერთი მათგანის – მიკროელექტრონიკის დანერგვა სინგაპურს ყოველწლიურად დაახლოებით 7 მლრდ დოლარს აძლევს.<sup>1</sup>

„შვიდეულის“ 46 მაკროტექნოლოგიიდან აშშ-ის წილად მოდის 22, რომელთა მიხედვითაც იგი ლიდერობას ინარჩუნებს, გფრ-ის წილად 10, იაპონიის – 7, დიდი ბრიტანეთისა და საფრანგეთის – 5-მდე, იტალიისა და კანადის – 1 - 2.<sup>2</sup>

კონკურენტუნარიანი მაკროტექნოლოგიების ათვისებისა და ზრდის მექანიზმი მოითხოვს ქვეყანაში კრიტიკული ტექნოლოგიების ფორმირებას.

მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში გავრცელებულია ორი მიდგომა კრიტიკული ტექნოლოგიების ფორმირების მიმართ. თუ ქვეყანას უკვე დაკავებული აქვს მეცნიერებატევადი პროდუქციის ბაზრის მყარი სეგმენტი, მაშინ სახელმწიფო საწარმოებს ეხმარება ამ ნიშის შენარჩუნებაში.

სამეცნიერო ფირმებისა და ორგანიზაციების გამოკითხვით განსაზღვრავენ იმ პრიორიტეტებს, რომლებშიც სახელმწიფო მხარს უჭერს საწარმოებს. თავის მხრივ, საწარმოებში მიუთითებენ იმას, თუ რომელი ტექნოლოგიები შეასრულებენ გადამწყვეტ როლს მრეწველობაში მომდევნო 5 – 10 წლის მანძილზე.

ამის საპირისპირო მიდგომას იყენებენ იაპონიაში. აქ თავდაპირველად ახდენენ იმ ახალი ტექნოლოგიების პროგნოზირებას, რომელიც უზრუნველყოფს ახალი პროდუქციის გატანას შიდა და საგარეო ბაზრებზე.

### ინოვაციური პროცესების განვითარება

საქართველოს ეკონომიკაში ამჟამად მეტად თავისებური ვითარებაა შექმნილი. ინოვაციის ბაზარი ჯერ კიდევ არ არის ჩამოყალიბებული, თანაც მომხმარებელი ინფორმირებული არაა კომერციალიზაციისთვის არსებული სიახლეების შესახებ და მზად არ არის მოთხოვნის ჩამოსაყალიბებლად. ამიტომ სასწრაფოდ არის საჭირო სახელმწიფო ინოვაციური პოლიტიკის მიღება და განხორციელება, რომელიც გამოიწვევს ინფრასტრუქტურულ ცვლილებებს და დააჩქარებს ბაზარზე ინოვაციების კომერციალიზაციის პროცესს.

1 Инновационные процессы в странах развитого капитала. Под ред. Рудаковой И. Е. М., «Мысль», 1991, гв. 204.

თავისებურია დაგროვების სფეროში შექმნილი სიტუაცია. კერძოდ, ეკონომიკის სავაჭრო, საბანკო და სადაზღვევო სექტორში აკუმულირებულ კაპიტალს არ აბანდებენ საწარმოო და ინოვაციურ სფეროებში. აუცილებელია ყველა საფუძველი მოვუმზადოთ იმას, რომ უმოკლეს ხანში კაპიტალი ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსების სერიოზულ წყაროდ იქცეს.

საქართველოს გადასვლა საბაზრო ეკონომიკაზე მოითხოვს კონკურენციული გარემოს შექმნასა და მის განვითარებას, რაც ეფექტიანი ინოვაციური და ინვესტიციური საქმიანობის საფუძველია. დღეს ქვეყნის ეკონომიკის მატერიალურ-ტექნიკური ბაზა კარდინალურ გარდაქმნას საჭიროებს, მაგრამ მხოლოდ საბაზრო პრინციპებზე დაყრდნობით, სახელმწიფოს ჩაურევლად შეუძლებელია სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ამოცანების გადაჭრა. როგორც განვითარებული ქვეყნების გამოცდილებიდან ჩანს, ინოვაციური და საინვესტიციო პოლიტიკა სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის მნიშვნელოვანი ნაწილია და საქართველოშიც შეუძლებელია მის გარეშე მაკროეკონომიკური რეგულირების განხორციელება.

**სახელმწიფოს ინოვაციური პოლიტიკის ერთ-ერთი პერსპექტიული მიმართულებაა ფუნდამენტური კვლევების მხარდაჭერა და განვითარება.**

ეკონომიკის კომერციულ სექტორს არ აინტერესებს მათი დაფინანსება შედეგების გაურკვევლობისა და რისკის მაღალი დონის გამო. გარდა ამისა, ფუნდამენტური კვლევები ხანგრძლივად გრძელდება, უზარმაზარ დანახარჯებსა და ძიების რთულ ორგანიზაციას მოითხოვს. ამიტომ, როგორც განვითარებული ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს, გამოყენებითი, ექსპერიმენტული და დანერგვითი დამუშავების დიდი ნაწილის ჩატარება როგორც სხვადასხვა კოლექტივის ძალისხმევით კოოპერაციულ საწყისებზე გაერთიანების გზითაა შესაძლებელი, ისე სახელმწიფოს აქტიური ფინანსური მხარდაჭერით ხორციელდება.

მეცნიერებაზე გაღებული ხარჯების არსებითი ნაწილს განვითარებულ ქვეყნებში სახელმწიფო ბიუჯეტიდან ფარავენ. მაგალითად, აშშ-ში მარტო ფუნდამენტურ მეცნიერებაზე წელიწადში საშუალოდ 9 მლრდ დოლარს ხარჯავენ, რაც მასზე გაწეული

მთელი ხარჯების 80 %-ს შეადგენს.<sup>1</sup>

განვითარებული ქვეყნების მშპ-ში სახელმწიფო ბიუჯეტიდან მეცნიერებაზე გაწეული ხარჯების წილი საშუალოდ 5-6%-ია და ზრდის ტენდენციით ხასიათდება, მაშინ როდესაც საქართველოში ეს მაჩვენებელი, მრავალჯერ სექვესტრირებული ბიუჯეტის პირობებში, მწირი, ძალზე მიზერული თანხაა და იგი 0,2%-ს შეადგენს.

განვითარებულ ქვეყნებში სახელმწიფო ახდენს ინოვაციური პოლიტიკის ყველაზე პრიორიტეტული პროგრამების შემუშავებას. იგი ქმნის ხელსაყრელ ინოვაციურ გარემოს სამეცნიერო-კვლევითი საქმიანობის სფეროში, რისთვისაც არა ერთი და ორი არაპირდაპირი ბერკეტი გამოიყენება. მათ შორისაა მრავალფეროვანი შედეგათები და სანქციები, წარმატებული ფირმებისათვის ფუნდამენტური კვლევის შედეგების უსასყიდლოდ გადაცემა და ა.შ. ამის ნიმუშად შეგვიძლია დავასახელოთ აშშ-ში ჯერ კიდევ 1981 წელს მიღებული კანონი „ეკონომიკური გაჯანსაღების შესახებ“. იგი ითვალისწინებს საგანგებო წესებსა და შედეგათებს, რომლებიც კომპანიებს უბიძგებს სამეცნიერო კვლევებზე დანახარჯების გადიდებაში, სტიმულს აძლევს წვრილი ფირმების მიერ ინოვაციური პროცესების სარისკო (ვენჩურული) დაფინანსების ფონდების ფორმირებას, სამეცნიერო-კვლევითი პარტნიორობის ჩამოყალიბებას.

საბაზრო მექანიზმის მდგრადობას უზრუნველყოფს სახელმწიფოს განმსაზღვრელი როლი გრძელვადიანი ინვესტიციების რეგულირებაში. განვითარებულ ქვეყნებში კარგა ხანია გაცნობიერებული აქვთ საინვესტიციო პროცესების სახელმწიფოებრივი რეგულირებისა და გრძელვადიანი პროგრამების მიღების აუცილებლობა. კერძოდ, იაპონიაში სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის საერთო სტრატეგიას ოთხი უწყება აყალიბებს, რომელთა შორის მთავარია ორი – მეცნიერებისა და ტექნიკის საბჭო და სააგენტო. ასეთივე ცენტრალიზებული ორგანოებია საფრანგეთსა და გერმანიაში. განვითარებულ ქვეყნებში შემუშავებული აქვთ გეგმები, რომლებშიც ღირეპტიული მაჩვენებლებია მოცემული. მაგალითად, საფრანგეთის

---

1 Новицкий Н. Ориентиры инвестиционной деятельности. «Экономист», 1999, № 3, გვ. 29.

2 საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტის მასალები.

ოთხწლიან ინდიკატურ გეგმაში საკალდებულოა ბიუჯეტიდან დასაფინანსებელი ღონისძიებების შესრულების მონაცემების ჩართვა. იაპონიის სახელმწიფო ორგანოების რეკომენდაციები, მართალია, ღირექტიული არაა. მაგრამ ფირმები მათ განუხრელად ასრულებენ, რის სტიმულსაც დაწესებული შეღავათები იძლევა.

## ინვესტიციების განვითარების მართვა

ამჟამად საქართველოს რეალურ სექტორში არსებული ინვესტიციები არ შეესაბამება ეკონომიკის განვითარების მოთხოვნებს. ინოვაციური და საინვესტიციო აქტიურობის ნეგატიურმა დინამიკამ გამოიწვია წარმოებრივი აპარატის მნიშვნელოვანი ფიზიკური და მორალური ცვეთა. ამიტომ აუცილებელია მეცნიერულად დასაბუთებული საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება, რომლის შედეგი უნდა იყოს ინვესტიციების როგორც მოცულობის გადიდება, ისე ეფექტიანობის ამაღლება. ამისათვის აუცილებელია ამაღლდეს სახელმწიფოს როლი ინოვაციური და საინვესტიციო პოლიტიკის რეგულირებაში. სამაშულო წარმოების განახლება და განვითარება შეუძლებელია ინოვაციური და ინვესტიციური აქტიურობის სტიმულირების გარეშე. „ამჟამად საქართველოს ეკონომიკური პოლიტიკიდან, შეიძლება ითქვას, ამოვარდნილია სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროცესების მართვა. ინოვაციურმა პროცესებმა უნდა განსაზღვროს ქვეყნის მომავალი. არსებული ვითარება კი ვერ უძლებს ვერავითარ კრიტიკას“.

საინვესტიციო პოლიტიკა უნდა ითვალისწინებდეს საწარმოო აპარატის მიმდინარე მდგომარეობას და ეკონომიკის პერსპექტიული პრობლემების გადაჭრაში არსებულ პრიორიტეტებს. კლავწარმოების ახალ პირობებთან ადაპტირების მექანიზმი აუცილებელია ეყრდნობოდეს საინვესტიციო პოტენციალს და მსოფლიო მოთხოვნებთან მის შესაბამისობას.

ბოლო წლებში საქართველოში კიდევ უფრო შენედა საწარმოო აპარატის განახლების ისედაც დაბალი ტემპები. მოძველებული მოწყობილობის შეცვლის კოეფიციენტი 4-ჯერ უფრო დაბალია, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებში. ამის შედეგად მატულობს ძირითადი საწარმოო კაპიტალის ცვეთა. განსაკუთრებით აღსანიშნავია მათი სწრაფად მოძველება იმ დარგებში, რომლებიც ეკონომიკაში სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპებს განსაზღვრავენ. პერსპექტივაში ეს, რა თქმა უნდა, გამოიწვევს ეკონომიკის

დნარჩენი დარგების ტექნიკური აღჭურვილობის დაჩქარებულ მოძველებას. ამასთან, გასათვალისწინებელია ჩვენი ტექნოლოგიების მნიშვნელოვანი თვისებრივი ჩამორჩენა მსოფლიო ანალოგებისაგან.

აგრარული სექტორის დარგების მდგომარეობისა და განვითარების ტენდენციების ანალიზი იმას მოწმობს, რომ წარმოების ტექნიკური დონე ვერ აკმაყოფილებს თანამედროვე მოთხოვნებს. საერთაშორისო სტანდარტებს არ შეესაბამება აქ გამოყენებული მანქანებისა და მექანიზმების უმნიშვნელოვანესი ჯგუფების თითქმის 85%. იმ მოძველებული ტექნიკის ხვედრითი წონა, რომელიც გადაუდებელ შეცვლას საჭიროებს, 27%-ს აჭარბებს. კვებისა და გადამამუშავებელ მრეწველობაში უმნიშვნელოვანესი სახეობების მოწყობილობაზე არსებული მოთხოვნა 55%-ითაა დაკმაყოფილებილი. ინოვაციური პროცესების წარმართვას აქ არსებითად აფერხებს ძირითადი საწარმოო კაპიტალის ხანდაზმულობა. აგრარული სექტორის თითქმის ყველა დარგში მანქანა-მოწყობილობების ერთ მესამედზე მეტს ორი და მეტი საამორტიზაციო ვადა აქვს ნამუშევარი.

ზემოთ აღნიშნულ პრობლემების გადაჭრაზე დამოკიდებული ქვეყნის ეკონომიკური განვითარება. ამიტომ აუცილებელია მნიშვნელოვნად დაჩქარდეს წარმოების განახლების ტემპები პერსპექტიული ტექნოლოგიების, ტექნიკისა და ინოვაციების დანერგვის ხარჯზე.

## **ინვესტიციური და მნიშვნელოვანი გზავნილები**

საბაზრო ურთიერთობების განვითარების პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ ინოვაციები საზოგადოებრივი წარმოების განვითარების მთავარი მამოძრავებელი ძალაა და მჭიდროდ ურთიერთქმედებს საინვესტიციო საქმიანობასთან. აღსანიშნავია, რომ წარმოების განახლების ამოცანებს ხშირად წყვეტენ მოქმედი საწარმოების რეკონსტრუქციისა და ტექნიკური გადაიარაღების ყოველმხრივი სტიმულირების გზით. მაგრამ ეს კურსი ყოველთვის არ იძლევა მოსალოდნელ შედეგებს. ამას პირველ რიგში განაპირობებს რეკონსტრუქციისა და ტექნიკური გადაიარაღების თვით ბუნება. ეს ღონისძიებები მხოლოდ გარკვეულ საშუალო დონემდე იძლევა მოქმედი საწარმოების ტექნიკური დონის ამაღლების შესაძლებლობას.

თანამედროვე პირობებში სახელმწიფოს შეზღუდული აქვს იმის შესაძლებლობები, რომ ახალი საწარმოების მშენებლობის გზით წარმოების განახლებაზე პირდაპირ მოახდინოს გავლენა. მთლიან კაპიტალურ



დაბანდებებში ცენტრალიზებული დაბანდებების ხვედრითი წონა უახლოეს ხანში 15%-ზე მეტი ვერ იქნება. მაგრამ სწორი მანევრებისას ამ რესურსებსაც შეუძლიაა გარკვეული ეფექტის მოტანა. მათ შეუძლიათ წახალისონ საინვესტიციო აქტიურობა საკმაოდ მაღალი ტექნიკურ-ტექნოლოგიური დონისა და კოოპერაციის მაღალი ხარისხის მქონე წარმოების შექმნა-განვითარებაზე ბიუჯეტის სახსრების თავმოყრის გზით. ეს ხელს შეუწყობს იმას, რომ გაიზრდება ბაზრის მოთხოვნა გარკვეული სახეობის მაღალხარისხოვან ნედლეულზე, პროდუქციაზე, მომსახურებაზე, მაკომპლექტებელ ნაკეთობებზე, ხელსაწყოებსა და მოწყობილობაზე.

პერსპექტივაში საინვესტიციო პოლიტიკას საფუძვლად დაედება ორგანიზაციულ-ეკონომიკური და ფინანსური ინსტრუმენტები. ამას ადასტურებს განვითარებული ქვეყნების გამოცდილება, სადაც სახელმწიფო ხელსაყრელ პირობებს ქმნის ეკონომიკის რეალური სექტორის ობიექტების ინოვაციური და საინვესტიციო აქტიურობის ამაღლებისთვის, მცირე ბიზნესის და პრიორიტეტული დარგების მხარდაჭერისთვის.

საბაზრო ურთიერთობების დამკვიდრების კვალდაკვალ სულ უფრო მეტ როლს შეასრულებს ფინანსური რესურსების მობილიზების არასაბიუჯეტო მეთოდები. მსოფლიო პრაქტიკაში არსებობს ამ პროცესის ორი ძირითადი მიმართულება – ამერიკული და იაპონური. ამერიკელი მენეჯერების შრომის შეფასება მიღებული დივიდენდის ოდენობაზე დამოკიდებული და ამიტომ ისინი იბუღებული არიან უზრუნველყონ მაქსიმალური მოგება.<sup>1</sup> ამერიკელები ამით განსხვავდებიან მრავალი იაპონელი მმართველისაგან, რომლებიც წარმოებას ავითარებენ, უპირველეს ყოვლისა, სტრატეგიული მიმართულებების მიხედვით და ძირითადად გრძელვადიანი კრედიტების ხარჯზე.

## საინვესტიციო პროცესში პირდაპირ ჩარევის გარდა მსოფლიო პერსპექტივამ გამოიძემა საინვესტიციო აქტიურობაზე არაპირდაპირი გზით ზემოქმედების მრავალი მეთოდი. სამართლებრივი, ეკონომიკური

საინვესტიციო პროცესში პირდაპირ ჩარევის გარდა მსოფლიო პერსპექტივამ გამოიძემა საინვესტიციო აქტიურობაზე არაპირდაპირი გზით ზემოქმედების მრავალი მეთოდი. სამართლებრივი, ეკონომიკური

<sup>1</sup> ამერიკელი გზით წაიღიან რუსეთშიც. ფინანსური რესურსების მობილიზების ძირითად მეთოდად აქ აქციონირება იქცა, თანაც იგი მრავალი სარევეზით ხორციელდება. უკვე შექმნილია ბირჟებისა და აქციონერთა საზოგადოებების რეკორდული რაოდენობა, რომელთა მიჯვარი მიზანია მოგების მაქსიმალურად სწრაფად მიღება, რასაც მოსდევს პერსპექტიული განვითარების ამოცანების სრული უგულვებლყოფა. აქციონირება ხშირად მიღის სპეკულაციური გზით და საყოველთაო დეფიციტით, აგრეთვე მოხმარებისა და გასაღების საიმედო არხების უქონლობით (სამეურნეო კავშირების მოშლის გზით).

და ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის მეშვეობით სახელმწიფო არეგულირებს გადასახადებს, კრედიტებს, საბაჟო ტარიფებს, სამორტიზაციო პოლიტიკას.

გრძელვადიანი საინვესტიციო საქმიანობის სტიმულირების საკრედიტო მეთოდებს ხშირად არ იყენებენ. ეს მნიშვნელოვანწილად უკავშირდება ადრინდელი საკრედიტო სისტემისთვის დამახასიათებელ უარყოფით მომენტებს. მაგრამ ეს იმას არ ნიშნავს, რომ უარი ვთქვათ ეკონომიკაზე ზემოქმედების ისეთ მძლავრ საშუალებაზე. როგორც კრედიტია. საკრედიტო ბერკეტები საშუალებას მოგვცემს არა მარტო შევუხამოთ ინოვაციური და ინვესტიციური განვითარება სახელმწიფოს ინტერესებს, არამედ სახსრების დაბრუნებადობა გამოვიყენოთ როგორც წარმოების ეფექტიანობის ამაღლებისა და პროდუქციის ხარისხის გაუმჯობესების სტიმული. ტექნიკის ახალი ნიმუშების და პროგრესული ტექნოლოგიების შექმნის პრობლემების გადასაჭრელად გამოყოფილი შეღავათიანი კრედიტი აღძრავს სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების შესრულებისა და წარმოებაში მათი შედეგების ათვისების ინტერესს. გარდა ამისა, შეღავათები შეგვიძლია გამოვიყენოთ პროდუქციის (სამუშაოს, მომსახურების) ხარისხის გაუმჯობესების ინსტრუმენტად, მაგალითად, პროდუქციის გარკვეული სამომხმარებლო თვისებების მისაღწევად, თვისებრივად ახალი ტექნოლოგიების და ტექნიკის მისაღებად და ა.შ.

საფინანსო-საკრედიტო სფეროს გარდაქმნის, კარგად მოქმედი ორიარუსიანი საბანკო სისტემის შექმნისა და კომერციული ბანკების სრულფასოვანი ქსელის განვითარების კვალობაზე შესაძლებელი გახდება როგორც საკრედიტო საქმიანობის ეფექტიანი სახელმწიფოებრივი რეგულირება (კრედიტზე საპროცენტო განაკვეთის ფორმირებაზე ცენტრალიზებულად ზემოქმედების გზით), ისე დემონოპოლიზაცია და კონკურენცია სახსრების გაცემის სფეროში. მატერიალურ-ტექნიკური ბაზის სრულყოფისთვის დანიშნული გრძელვადიანი კრედიტების ზვედრითი წონა ამჟამად საკმაოდ მცირეა მათ მთლიან მოცულობაში. მათზე დაწესებული პროცენტი იზრდება, რომელსაც დადებითი შედეგებიც მოაქვს და უარყოფითიც – ეს პროცესი დადებითია ფულის მიმოქცევის სტაბილურობის

თვალსაზრისით, მაგრამ ეკონომიკაში კლებულობს საინვესტიციო აქტიურობის გაძლიერების შესაძლებლობები.

## **ეკონომიკის სახელმწიფოებრივი რეგულირებისა და წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების მძლავრი ბერკეტია მოქნილი საგადასახადო სისტემა, რომელიც სისტემურ მიდგომას ითვალისწინებს საქმიანობის სხვადასხვა სფეროების, მაგალითად, საინვესტიციო და ინოვაციური სფეროების ურთიერთქმედებისა და განვითარების მიმართ. მაგალითად, თუ ფირმა ახორციელებს ეფექტიან ტექნიკურ-ტექნოლოგიურ და ორგანიზაციულ-ეკონომიკურ ღონისძიებებს (საწარმოო ბაზის განახლება ახალი ტექნიკის საფუძველზე, მეცნიერებატევადი საწარმოო ტექნოლოგიების დანერგვა, კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოშვების გაფართოება, საექსპორტო მიწოდების გაძლიერება და სხვ.), მაშინ საგადასახადო განაკვეთი უნდა მცირდებოდეს საკანონმდებლო აქტებში გათვალისწინებული სკალის შესაბამისად და, პირიქით.**

ცნობილია, რომ ინოვაციური პროცესები გაზრდილ დანახარჯებს მოითხოვს, განსაკუთრებით წარმოების მომზადებისა და ათვისების ეტაპზე. ამიტომ მას თან ახლავს, ერთი მხრივ, ნაკეთობათა დაძუძუებასა და ათვისებაში სახსრების დაბანდების რისკი, მეორე მხრივ კი – დამატებითი ხარჯები. ეს გასაგებს ხდის ახალი ტექნიკის შექმნაში მონაწილე კოლექტივების სწრაფვას საგადასახადო ტვირთის შემცირებისკენ.

საზღვარგარეთული გამოცდილების გამოყენებით შევლეთის მრეწველობის სამინისტრომ შეიმუშავა მოდელი, რომელიც მოგვის დაბეგვრის ზომის ოპტიმიზების შესაძლებლობას იძლევა. განგარიშებიდან ჩანს, რომ 25-50%-იანი განაკვეთით დაბეგვრის დროს მკვეთრად მცირდება საქონელმწარმოებლების მიდრეკილება ინოვაციებისკენ, ხოლო 50%-ის შემდეგ ისინი საერთოდ არ მონაწილეობენ ინოვაციურ პროცესში. ამ მოდელის მეშვეობით მიღებული მონაცემების ფარდობითი ხასიათის მიუხედავად (კვლევარმოების პირობების გათვალისწინებით) მაინც გვაქვს იმის ფიქრის საფუძველი, რომ დაბეგვრის სისტემაში ჩვენი საწარმოების სამეწარმეო ინოვაცია ნულს უახლოვდება, საექსპორტო საქმიანობა კი წამგებიანია.

მრეწველობის განვითარება პროტექციონისტული ღონისძიებების სრულყოფას საჭიროებს. ეს საკითხი იმდენად სერიოზულია, რომ მის

გადაჭრაზე ცალკეული დარგების მომავალია დამოკიდებული. ვგულისხმობთ არა მარტო სამეცნიერო და საწარმოო პოტენციალის დაკარგვას, არამედ ქვეყნის ეკონომიკური დამოუკიდებლობის დაკარგვასაც. საკმარისად არაა განვითარებული საგადასახადო სისტემა იმპორტულ ტექნიკაზე.

მსოფლიოში არსებობს ბაზარზე იმპორტული პროდუქციის მიწოდების მართვის პრაქტიკით შემოწმებული მეთოდები. მათგან ყველაზე უფრო მისაღებია ყველა შემოტანილი საქონლის დაბეგვრა. ამგვარი მიდგომის მიზანია ადგილობრივი წარმოებისა და ტექნიკის დარგში საზღვარგარეთ მიღწეული წარმატებების გამოყენების ოპტიმიზაცია. თანამედროვე დასავლურ ეკონომიკაში ყველა კორპორაცია პრინციპში ერთნაირად იბეგრება, მაგრამ საქმიანობის ამა თუ იმ სახეობის სტიმულირების აუცილებლობის გათვალისწინებით მრავალრიცხოვან შეღავათებს იყენებენ.

საგადასახადო სისტემა განვითარებულ ქვეყნებში ათეული წლების განმავლობაში მუშავდებოდა. მთავარი ყურადღება ეთმობოდა გადახდის წესებისა და საპროცენტო განაკვეთების ფორმირებას. მაგალითად, აშშ-ის საგადასახადო კოდექსი ათასზე მეტ გვერდს მოიცავს, მასში შესულია ასამდე ისეთი საგადასახადო შეღავათი, რომელიც ასე თუ ისე მოქმედებს სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპზე. საგადასახადო მექანიზმის ეფექტიანად ფუნქციონირებას ხელს უწყობს მოქილი, რეგულარულად განახლებადი და ამავე დროს მკაფიოდ ფორმულირებული წესების ნაკრები. ამგვარად, საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში უზარმაზარ მნიშვნელობას ანიჭებენ საგადასახადო სისტემის სრულყოფას. იქ მოქმედებს ისეთი ეკონომიკური მექანიზმი, რომელსაც ყველა საწარმო ერთიანი მოგების ნორმისკენ მიჰყავს, ფუნქციონირებს ფასიანი ქალაქების ისეთი ბაზარი, რომელიც კაპიტალის მოზიდვას უზრუნველყოფს, ხოლო ფასები უშუალოდ უკავშირდება წარმოების რენტაბელობას.

## **თავისებრი მნიშვნელობის მისაღებად**

საქართველოსთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს საგადასახადო შეღავათების დაკავშირებას სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის დანიქარებასთან. გადასახადი საგრძნობლად უნდა მცირდებოდეს ისეთი მაღალეფექტიანი პროდუქციის დაბეგვებასა და ათვისებაზე გაწეული დანასარჯების მოცულობაზე დამოკიდებულებით, რომელიც თავისი ტექნიკურ-ეკონომიკური მაჩვენებლებით საუკეთესო მსოფლიო ნიმუშებს შეესაბამება. მოქმედ საგადასახადო კანონმდებლობაში არსებობს ისეთი

შეღავათები, რომლებიც უკავშირდება მეცნიერული კვლევის ჩატარებას, ახალი, პროგრესული ტექნოლოგიების და პროდუქციის დამუშავებასა და ათვისებას. მაგრამ უკეთესი იქნებოდა დასაბეგრი თანხის გაანგარიშების დროს საერთოდ გამოგვერიცხა სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე გამოყოფილი ასიგნებანი. იგივე ეხება უმაღლესი სასწავლებლისთვის კვლევითი მიზნებით გადაცემულ მოწყობილობას. მიზანშეწონილია უფრო აქტიურად შემოვიღოთ საგადასახადო კრედიტი, რომლის გამოყენების დროსაც საერთო დასაბეგრი ბაზა იცვლება სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე გაწეული ხარჯების წლიურ მატებაზე დამოკიდებულებით.

წარმოების განახლების სტიმულირებისთვის მიზანშეწონილია გამოვიყენოთ ის მეთოდი, რომელიც შევღებოთა მიღებული. აქ აქციაონერთა საზოგადოებები და ორგანიზაციულ-ეკონომიკური სტრუქტურები ვალდებული არიან სახელმწიფო ბანკში უპროცენტო ანგარიშზე შეიტანონ სახსრები: მოგების ანგარიშზე – დაწესებული წლიური ფონდის 25%, კაპიტალურ დაბანდებათა საგანგებო ანგარიშზე – 20% და განახლების ანგარიშზე – 10%<sup>1</sup> თუ ისინი ამ სახსრებს დანიშნულებისამებრ არ დახარჯავენ, მაშინ მათ სახელმწიფო გამოიყენებს სახელმწიფო ბიუჯეტის მეშვეობით. გარდა ამისა, გამოგონებაზე არსებობს 50%-მდე დაქვეითვა, რომელიც კაპიტალურ დაბანდებათა საერთო რეზერვში გადაირიცხება.<sup>1</sup>

აღსანიშნავია ისიც, რომ თანამედროვე პირობებში იზრდება პირველადი საწარმოო რგოლების მნიშვნელობა საინვესტიციო საქმიანობაში. ადრე არსებობდა ისეთი ბერკეტები, რომლებიც სუსტად, მაგრამ მაინც ზღუდავდა საწარმოთა სახსრების გადანაწილებას მოხმარებაზე საწარმოო აპარატის განახლების საზიანოდ. მათ შორის იყო საგადასახადო ბერკეტებიც. ახლა უკვე მოხსნილია შეზღუდვები ხელფასზე და იმ სახსრების მატებაზე, რომლებიც მოხმარებაზე იხარჯება, რამაც არსებითად შეასუსტა ამ პროცესის გზაზე არსებული წინაღობები.

ჩვენში არსებული საგადასახადო პოლიტიკა ცალკეული პოზიციების მიხედვით განსხვავდება მსოფლიო პრაქტიკისგან საინვესტიციო და ინოვაციური საქმიანობის სტიმულირების ნაწილში. მაგალითად, ნათელი არ არის, თუ რის ხარჯზე გაფართოვდება დასაბეგრი ბაზა. თუკი ეს

<sup>1</sup> Чайковская Н. В. Дисциплина инновационного рынка: формирование и эффективность. М., «Луч», 1995, гл. 41.

დაბეგერის პროგრესულობის გაძლიერების გზით მოხდება, მაშინ საზღვარგარეთის ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს მის უარყოფით გავლენას ეკონომიკის განვითარებაზე. დასავლეთში საგადასახადო სისტემების ლიბერალიზაციამ გამოიწვია საშემოსავლო დაბეგერის სკალების პროგრესულობის კლება და კორპორაციის გადასახადის შემცირება განაკვეთების რაოდენობის შეკვეცისა და მათი დიფერენციაციის ხარისხის დაცემის გამო. იმატა უძრავი ქონების გადასახადისა და არაპირდაპირი გადასახადების მნიშვნელობამ, რომლებიც საფრანგეთში, მაგალითად, მთელ საგადასახადო შემოსულობათა დაახლოებით 50%-ს შეადგენს.<sup>1</sup>

**საინვესტიციო და ინოვაციური აქტიურობის მნიშვნელოვანი რეგულატორია საამორტიზაციო სისტემა.**

ნებისმიერი დანიშნულების ტექნიკური აღჭურვილობის მომსახურების ოპტიმალურ ვადებზე გავლენას ახდენს ისეთი ფაქტორები, როგორცაა: დამზადების ხარისხი, ტექნიკური მომსახურების დონე, ექსპლუატაციის ხარისხი, გამოყენების დონე და ა.შ. მათი ერთობლივად ზემოქმედების გათვალისწინება, თანაც ამორტიზაციის ნორმების მოქმედების მთელ პერიოდში, შეუძლებელია. ამიტომ ამორტიზაციის პერიოდი არ გამოდგება მოწყობილობის შეცვლის დროის განსაზღვრის კრიტერიუმად. 1975 წელს დადგენილი ექსპლოატაციის ნორმალური ვადებით სარგებლობა ხშირად იწვევდა ტრაქტორების, კომბაინებისა და სხვა ტექნიკის ნაადრევდ ჩამოწრას და ხელს უწყობდა აგროსამრეწველო კომპლექსის გადამამუშავებელ მრეწველობაში გამოყენებული მანქანებისა და მოწყობილობების მომსახურების პერიოდის მეტისმეტად გაჭიმვას.

მოქმედი საამორტიზაციო სისტემა არსებითად სრულყოფას საჭიროებს. ამორტიზაციის ნორმების ამაღლება და ანარიცხების თანხების გადიდება აფართოებს საწარმოთა ფინანსურ შესაძლებლობებს და ამაღლებს მათ საინვესტიციო აქტიურობას. ამჟამად საამორტიზაციო სისტემის სადრიცხო ფუნქცია აჭარბებს მის მასტიმულირებელ როლს. ეს ვითარება დიდად არ შეუცვლია ამორტიზაციის ნორმების გადასინჯვას. თუმცა შესაძლებელი გახდა სახსრების გადარიცხვა მხოლოდ მომსახურების ნორმატიული ვადის განმავლობაში და საწარმოებს მიეცათ დაჩქარებული ამორტიზაციის მეთოდის გამოყენების ნება.

<sup>1</sup> Чайковская Н. В. Дисциплина инновационного рынка: формирование и эффективность. М., «Луч», 1995. გვ. 96.

ძირითადი კაპიტალის აღდგენისათვის ანარიცხების ნორმები უზნიშვნელოდ გაიზარდა (ექსპერტთა გაანგარიშებით საშუალოდ 18%-ით). თუ გავითვალისწინებთ საინვესტიციო სფეროში არსებულ ინფლაციის ტემპებს, მაშინ საამორტიზაციო ანარიცხების გადიდებას არ შეუძლია ფასების ზრდის ელიმინირება. ამორტიზაციის ნორმების გადიდების შემდეგ ისინი კვლავ იმაზე 1,5-ჯერ ნაკლები დარჩა, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებშია. ამორტიზაციის დაბალი ნორმები, განსაკუთრებით კი – გადამმუშავებელი მრეწველობის დარგებში, აგრძელებენ წარმოების განახლების ციკლს, პრაქტიკულად არ ითვალისწინებენ მორალურად ცვეთას. დასლული არაა ამორტიზაციის ნორმების დიფერენციაციის მაღალი ხარისხი.

### **მასტიმულირებელი ფუნქციის გაძლიერება დააჩქარებს ტექნოლოგიურ სიახლეთა დანერგვას.**

საჭიროა საამორტიზაციო პოლიტიკის ლიბერალიზება, მოწყობილობის სახეობათა მეტისეტად დეტალიზებაზე უარის თქმა ანარიცხების გაანგარიშების დროს. საამისოდ უნდა გადავიდეთ მსხვილ საკლასიფიკაციო ჯგუფებზე, რომლებისთვისაც დაწესდება ძირითადი საწარმოო კაპიტალის მომსახურების ერთიანი არადარგობრივი ნორმატიული ვადები. პირველ ნაბიჯად შეიძლება გამოდგეს ამორტიზაციის ნორმების რაოდენობის შემცირება. შემდეგ მთლიანად ან ნაწილობრივ უარი უნდა ეთქვას მათ დარგობრივ დიფერენცირებაზე.

მორალურად და ფიზიკურად მოძველებული საწარმოო აპარატის განახლება რომ დაჩქარდეს, აუცილებლად უნდა ამაღლდეს საამორტიზაციო სისტემის მოქნილობა და გაუმჯობესდეს მისი ნორმატიული ბაზა, კერძოდ კი იმ დარგებისთვის, რომლებიც სამეცნიერო-ტექნოლოგიურ პროგრესს განსაზღვრავენ. ამის შემდეგ მაღალეფექტიანი ნაკეთობების გამოშვებ საწარმოებში უნდა გამოვიყენოთ დაჩქარებული ამორტიზაციის მეთოდები. ისინი უპირველეს ყოვლისა ისეთ დარგებშია მიზანშეწონილი, სადაც პროდუქციის, ტექნიკისა და წარმოების ტექნოლოგიის განახლების მაღალი ტემპებია. ამასთან, ფინანსური მდგომარეობიდან გამომდინარე, საწარმოებს უნდა შეეთავაზოთ არჩევანი – ან დაჩქარებული ამორტიზაცია, ან მისი სწორხაზოვნად და თანაბრად დარიცხვა.

დაჩქარებული ამორტიზაციის გამოყენებასთან დაკავშირებული

უპირატესობები შეიძლება უპროცენტო სესხების უპირატესობებს შევადაროთ. პრაქტიკაში ორ ძირითად ხერხს იყენებენ – ამორტიზაციის პერიოდების ხანგრძლივობის ხელოვნურად შემცირებას და პირველ წლებში სახსრების დარიცხვას გაზრდილი ოდენობით (თანაბარ მეთოდთან შედარებით), მაგრამ მომდევნო წლებში მათი შემცირებით. მოწყობილობის ექსპლუატაციის საწყის პერიოდში საგადასახადო შეღავათების უზრუნველყოფის გარდა დაჩქარებული ამორტიზაცია იძლევა მომსახურების მეორე ნახევარში სარემონტო მომსახურების ხარჯების ზრდის კომპენსირების შესაძლებლობას რენოვაციაზე შესრულებული შეღავათით დაბალი ანარიცხების ხარჯზე.

### **საინვესტიციო აქტიურობა და დამოკიდებული საზღვარგარეთული კაპიტალის მოზიდვაზე დიდი ხნის განმავლობაში ჩვენში გაბატონებული იყო საზღვარგარეთ მიღწეული წარმატებების „იმიტაციური“ გადმოღება, უმთავრესად – კრედიტის საფუძველზე განხორციელებული ტექნიკის იმპორტის ხარჯზე. ასეთმა მიდგომამ დაგვანახა თავისი უპერსპექტივობა. თუმცა, სხვა ქვეყნებში (იაპონია, საშრეთ კორეა და სხვ.) მან დადებითი როლი ითამაშა სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის განვითარების საწყის ეტაპზე. ჩვენს ქვეყანაში უარყოფითი შედეგების ძირითადი მიზეზი იყო საინვესტიციო ციკლის დიდი ხანგრძლივობა, რამაც გარკვეულწილად სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის სტაგნაციაც კი განაპირობა.**

უცხოური კაპიტალის ფართოდ გამოყენების დროს აუცილებელია ერთობლივი საწარმოების (როგორც საინვესტიციო პროცესის განხორციელების საწყისი სტადიის) შექმნისა და ფუნქციონირების გამოცდილების გათვალისწინება.

საქართველოში სულ უფრო მეტად პოპულარული ხდება თავისუფალი ეკონომიკური ზონების შექმნის იდეა მათი საქმიანობის საზღვარგარეთული გამოცდილების საგულდაგულოდ შესწავლის საფუძველზე.<sup>1</sup> ერთობლივი საწარმოებისა და თავისუფალი ეკონომიკური ზონების ფუნქციონირების მთავარი მიზანი ჩვენი მხრიდან არის ახალი ტექნოლოგიებისა და მმართველობითი გამოცდილების მიღება. დასავლელი პარტნიორებისთვის ისინი იმითაა საინტერესო, რომ ეს ბაზრის მოპოვებას,

<sup>1</sup>ქოქიაური ლ., უბირია //საქართველოს ეკონომიკა, 2008, №5.



იაფი სამუშაო ძალისა და ნედლეულის გამოყენებას უწყობს ხელს. ხშირად ჩვენს პარტნიორებს სურთ „სიცოცხლე გაუხანგრძლივონ“ იმ საქონელსა და ტექნოლოგიებს, რომლებიც უკვე რამდენადმე მოქცეულა დასავლეთის ბაზრებისათვის და საქმარისად მომგებიანი არ არიან, თუმცა საქონლის კონკურენტუნარიანობას აღწევნ ნაკლები წარმოების დანახარჯებით. სამამულო ეკონომიკაში უცხოური კაპიტალის დაბანდების უპირატესობებია, აგრეთვე, ტვეადი ბაზარი და კარგად განვითარებული სამეცნიერო პოტენციალი.

დასავლეთის ფირმებს საქართველოში იზიდავს იმ საქონლის გასაღების შესაძლებლობა, რომელიც უკვე ჭარბადაა მსოფლიო ბაზარზე ერთობლივი საწარმო, როგორც წესი, ეყრდნობა დასავლურ ტექნოლოგიას. იგი იყენებს ადგილობრივ ნედლეულს, უპირატესად დასავლეთის მოწყობილობას და მაკომპლექტებელ ნაკეთობებს. არც თუ საუკეთესო იმპორტშემცველი ტექნიკის საფუძველზე ერთობლივი საწარმოები იმაზე უფრო სწრაფად აესებენ შიდა ბაზარს, ვიდრე მანქანებისა და მოწყობილობის პირდაპირი იმპორტით. ასეთ საწარმოებს ჯერჯერობით მცირე წვლილი შეაქვთ საზღვარგარეთ შემუშავებული მოწინავე ტექნოლოგიების გადმოტანასა და ათვისებაში, ტექნოლოგიური და მეცნიერებატვეადი დარგების განვითარებაში.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, აუცილებელია სახელმწიფო სტრატეგიის შემუშავება უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და გამოყენების სფეროში. მის შემადგენელ ელემენტად შეიძლება იქცეს ექსპორტზე ორიენტირებული წარმოებების განვითარების ეროვნული პროგრამები, სადაც შედის უკვე დამუშავებული სამამულო ტექნოლოგიების, ტექნიკის, პროდუქციისა და მასალების დაყვანა მსოფლიო ბაზრის მოთხოვნამდე. მოწინავე ტექნოლოგიების დარგში შექმნილ ზოგიერთ პროექტს დიდი მნიშვნელობა აქვს არა მარტო ჩვენი ქვეყნის, არამედ საზღვარგარეთის მრავალი ქვეყნისთვისაც. მათი სწრაფად ათვისება და შესაბამისი ნოუ-ჰაუს გაყიდვა უპასუხებს არა მარტო ჩვენი ქვეყნის, არამედ საზღვარგარეთელი ინვესტორების ინტერესებსაც. ასეთი პროექტების სარეალიზაციოდ უნდა შეიქმნას ერთობლივი საწარმოებისა და ტრანსნაციონალური კომპანიების განმტობებული ქსელი.

გარდა ამისა, საჭიროა ერთობლივი საწარმოების საქმიანობისა და კაპიტალის დაბანდების ფორმების ორიენტაციის გადატანა

მაღალტექნოლოგიური მზა საექსპორტო პროდუქციის გამოშვებაზე უნიკალური სამამულო სამეცნიერო დამუშავებების გამოყენებით. ამისათვის საჭირო გახდება საგადასახადო შეკავათებისა და, შესაძლოა, სანქციების მიღებაც.

ბუნებრივია, უცხოელ ინვესტორებს აინტერესებთ ჩვენს ეკონომიკაში კაპიტალის დაბანდების სამართლებრივი და ეკონომიკური პირობები. ბოლო წლებში გამოყენებული იყო უცხოელი ინვესტორების სახსრების ფექტიანად დაბანდების ფართო შესაძლებლობები, მათ შორის, შეჩერებული ან დაკონსერვებული დაუმთავრებელი მშენებლობის ობიექტების შექენა; წარმოების მოდერნიზაცია; არსებული ტექნოლოგიების, ტექნიკისა და მასალების დამუშავება საერთაშორისო სტანდარტების გათვალისწინებით. დადგენილია, რომ ის უცხოელი მოქალაქეები, რომლებიც ჩვენთან ამა თუ იმ ობიექტს იძენენ, საკუთრებაში მიწის იმ ნაკვეთსაც იღებენ, რომელზეც ეს ნაგებობა დგას.

ცხადია, არამომგებიანი წარმოება კაპიტალის დაბანდების საიმედო ობიექტი არ არის. ამასთან დიდი მნიშვნელობა აქვს ამ დაბანდებისთვის პრიორიტეტული მიმართულებების განსაზღვრას. აქ ორიენტირად უნდა იყოს აღებული არა მარტო ქვეყნის ეკონომიკის სტაბილიზაცია, არამედ იმ გზების პონაც, რომლებიც შედარებით შემჭიდრობულ ვადებში შესაძლებელს გახდის კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოშვებას. ამის მიღწევა, თავის მხრივ, შესაძლებელია მხოლოდ მეცნიერებატევეადი წარმოების განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა ყოველმხრივი მხარდაჭერის ხარჯზე.

ინოვაციური და საინვესტიციო საქმიანობის სტიმულირების შიდა შესაძლებლობების გამოყენებით აუცილებელია უცხოური კაპიტალის ფართოდ მოზიდვა. უცხოური ინვესტიციები ხელს შეუწყობს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას და ეროვნული ეკონომიკის ჩართვას მსოფლიო მეურნეობაში.

ამრიგად, საქართველოში ეკონომიკური პოლიტიკის პარადიგმების შეცვლა საშუალებას მოგვცემს გადავიდეთ ეკონომიკური ზრდის ინოვაციურ ტიპზე. განვითარებულ ქვეყნებში ამ ტიპზე გადასვლა დაიწყო 70-იანი წლების შუა ხანებში, ხოლო ახალინდუსტრიულ ქვეყნებში – 80-იან წლების ბოლოსა და 90-იანი წლების დასაწყისში.

კითხვები საშინაო დავალებისა და  
ზამეორებისათვის

✓ რითი დაასაბუთებთ მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარების აუცილებლობას საქართველოში?

✓ რა უშლის ხელს მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარებას საქართველოში ყველაზე მეტად?

✓ რა ძირითად დებულებებს ითვალისწინებს მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარების კონცეფცია?

✓ რას გულისხმობს მცირე და საშუალო ბიზნესის დაფინანსებისა და მხარდაჭერის პერსპექტიული ფორმების განვითარება?

✓ რატომაა აუცილებელი ვენჩერული დაფინანსების სქემების ამოქმედება ამ სფეროში?

✓ რა იგულისხმება მცირე და საშუალო ბიზნესის საინვესტიციო ინფრასტრუქტურაში?

✓ რითი დაასაბუთებთ სახელმწიფოს მხარდაჭერის აუცილებლობას კერძო ინვესტიციების განვითარებაში?

✓ რა დამატებითი რესურსები შეიძლება მოიძებნოს საინვესტიციო დაფინანსებაში?

✓ მცირე ინოვაციური საწარმოების სახელმწიფო მხარდაჭერის როგორი ფორმები არსებობს საზღვარგარეთ?

✓ რაში მდგომარეობს ინოვაციური ბაზრის არსი?

✓ დაახასიათეთ ინოვაციური პროდუქციის თვისებები.

✓ დაახასიათეთ ინოვაციური ბაზარი საქართველოში.

✓ როგორ გესმით საკრედიტო პოლიტიკის ზემოქმედების განხორციელება ინოვაციებზე

✓ რა კავშირია ინოვაციებსა და სავადასახადო პოლიტიკას შორის?

✓ როგორ გესმით ინოვაციებისა და საამორტიზაციო სისტემის კავშირი?

## რეკომენდებული ლიტერატურა

- ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიანლე“, 2002. გვ. 72-96.
- ქოქიაური ლ. საბირჟო და ინვესტიციური ბაზრების განვითარების პერსპექტივები საქართველოში. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2001. გვ. 7-24.
- ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი თბ.: სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2007, გვ. 540-550.
- ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა. თბ.: სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2008.
- ქოქიაური ლ., უბირია //საქართველოს ეკონომიკა, 2008, №5.
- Бабо А. Прибыль. Пер. с Франц.-го. М., «Универс», 1993, гв. 83.
- Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. т.1. К.: Эльга-Н, Ника-Центр. 2008. гв. 258-270.
- Вуьфел Чарлз дж.Энциклопедия банковского дела и финансов. М.:Корпорация федоров. 2001.
- Губанов С.К. Тенденции расширения воспроизводства и умножения общественного богатства. Экономист, 1992. гв..26-29.
- Ван Хорн Д., Вахович Д. Основы финансового менеджмента. Пер. с. англ. М.: Изд.дом. “Вильямс”, 2001.
- Игонина Л. Инвестиции М.: Экономистъ. 2004.
- Иновационные процессы в странах развитого капитала. Под ред. Рудаковой И.Е. М., «Мысль», 1991, гв. 81, 204.
- Новицкий Н. Ориентиры инвестиционной деятельности. «Экономист», 1999, № 3, гв. 29.
- Тумусов Ф.С. Инвестиционный рынок: методология, проблемы, механизмы становления и регулирования. М.: Финансы и статистика, 1994. гв.. 21-54.

**Чайковская Н. В.** Дисциплина инновационного рынка: формирование и эффективность. М., «Луч», 1995, 33, 41, 96.

**Чапек В.Н.** Рынок инвестиций. Ростов н/д: Феникс, 2005. с. 215-223; 246-265.

**Bodli Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Education Company. 2000. gv.229-260.

**Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Educational Series, inc. New York. 1995.

**Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.

**Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963. gv.238.  
The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965, gv.16.

**Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.

**Rosenberg Jerry M.** Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.

**Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance. 1964 Sept. gv.425-442.

The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc.**, 1993.

**Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec. gv.749-756.

**Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambridge. Mass.: Harvard Univ. Press. 1938.

**Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.