მადონა გელაშვილი

სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

საინვესტიციო პოლიტიკა

გამომცემლობა „უნივერსალი"
თბილისი 2012

უაკ (UDC) 330.322.013+339.727.22/24
გ – 296

წინამდებარე ნაშრომში გაანალიზებულია საინვესტიციო პოლიტიკის აქტუალური საკითხები: საინვესტიციო აქტივობისა და ეკონომიკური წონასწორობის, ინვესტიციათა ეკონომიკურ ზრდაზე ზეგავლენის, ეფექტიანობის გაანგარიშების მეთოდური და მეთოდოლოგიური პრობლემები, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, მისი წყაროებისა და ინფრასტრუქტურის, საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და მართვის, საინვესტიციო რისკების განსაზღვრის საკითხები გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში.

წიგნი განკუთვნილია მკითხველთა ფართო წრისათვის, ამავდროულად ის ჯეროვან დახმარებას გაუწევს ყველა იმ პირს, რომელიც დაინტერესებულია საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ეფექტური საინვესტიციო პოლიტიკის განხორციელებისა და საინვესტიციო აქტივობის კვლევის საკითხებით.

რედაქტორი
ივ. ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი
მიხეილ ჩიკვილაძე

რეცენზენტები:
სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი ***ნინო ხარებავა***
სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი ***კობა ბასილაია***

© მ. გელაშვილი, 2012

გამომცემლობა „უნივერსალი", 2012
თბილისი, 0179, ი. ვეკუას ქუჩის №19, ☎: 2 22 36 09, 5(99) 17 22 30
E-mail: universal@internet.ge

ISBN 978-9941-17-715-6

სარჩევი

შესავალი 7

ნაწილი პირველი: რეალური ინვესტიციები

თავი I. საინვესტიციო აქტივობა, როგორც ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის წყარო 15
ინვესტიციები და საინვესტიციო აქტივობის ამაღლების მნიშვნელობა 15
ინვესტიციათა სტრუქტურა 21
ალტერნატიული ინვესტიციები 25
ვინ ღებულობს საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს? 27
ინვესტიციური ბაზარი: არსი, სტრუქტურა, სახეები 31
საინვესტიციო პოტენციალი 38
საინვესტიციო აქტივობა და მაკროეკონომიკური წონასწორობა 44

თავი II. საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების საფუძველი 60
საინვესტიციო კლიმატი – არსი, მნიშვნელობა და ფორმები 60
თავისუფალი ეკონომიკური ზონა, როგორც საინვესტიციო კლიმატის ფორმირების ერთ-ერთი ფაქტორი 64
საინვესტიციო კლიმატის რეგულირება და შეფასების ძირითადი ასპექტები 69
საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო რეგულირება 75

თავი III. ინვესტიციათა წყაროები და მათი ფორმირება 93
ინვესტიციათა ფორმირების შიდა წყაროები 93
უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და მათი მნიშვნელობა 96

თავი IV. უცხოური ინვესტიციები 102
უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებისათვის დამახასიათებელი გლობალური ტენდენციები 102

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების განვითარების სტრატეგიები 107
უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და ეკონომიკური ზრდა 116
საინვესტიციო აქტივობის ანალიზი საქართველოში 127

თავი V. ინვესტიციური პროექტი, როგორც ინვესტიციური გადაწყვეტილების რეალიზაციის ფორმა 151
ინვესტიციური პროექტი და მისი დანიშნულება 151
ინვესტიციური პროექტის შეფასების კომპლექსური სისტემა 161

თავი VI. საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის მეთოდური და მეთოდოლოგიური საკითხები 179
ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის თავისებურებანი საბაზრო ურთიერთობებზე გარდამავალ პერიოდში 179
ინვესტიციების შეფარდებითი და აბსოლუტური ეკონომიკური ეფექტიანობის გაანგარიშების მეთოდოლოგიური საკითხები 192
საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების პრინციპები, მეთოდები, მაჩვენებელთა სისტემა 202
საინვესტიციო გადაწყვეტილება, როგორც სოციალური მოვლენა 221

თავი VII. საინვესტიციო რისკები 233
საინვესტიციო რისკი: არსი, სახეები და მასზე მოქმედი ფაქტორები 233
საინვესტიცო პროექტის რისკების შეფასების მეთოდები 237
საინვესტიციო რისკების შემცირების ღონისძიებები 243

ნაწილი მეორე: პორტფელური ინვესტიციები
შესავალი 247

თავი VIII. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი 251
ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და ძირითადი ფუნქციები 251
ფასიანი ქაღალდების ბაზარი – ინვესტიციების მოზიდვის ალტერნატიული გზა 255
ფასიანი ქაღალდების ბაზარის სტრუქტურა 258
კაპიტალის ძირითადი მიმწოდებლები და მომხმარებლები ფასიანი ქაღლადების ბაზარზე 260
სახელმწიფოს როლი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებაში 266

თემა IX. ფასიანი ქაღალდები, როგორც ინვესტირების ობიექტი 271
ფასიანი ქაღალდები: არსი და კლასიფიკაცია 271
ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა 280
საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება (ჩამოყალიბება) 283

თემა X. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფორმაციის წყარო 285
ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის ელემენტები 285
საჯარო და ინსაიდერული ინფორმაცია 287
საკრედიტო რეიტინგები 289
საინფორმაციო სისტემები 291
საბირჟო ინდექსები და ფასიანი ქაღალდების კურსების საშუალო მაჩვენებლები 291
ყველაზე ცნობილი ინდექსები 292
საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებული ინდექსი 294
ემიტენტის შესახებ ინფორმაციის საჯაროობა 294
ინფორმაცია ანგარიშვალდებული საწარმოს მართველი ორგანოს წევრებზე და ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი რაოდენობით შემძენ პირებზე 297
ინფორმაცია მნიშვნელოვანი თარიღების შესახებ 298
რეკლამა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე 301
ინფორმაცია ინვესტორებისათვის 302
ინფორმაცია ეკონომიკასა და საერთო პოლიტიკური მოვლენების შესახებ 303

ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების კურსების შესახებ 304
საფონდო ბირჟის მიერ გავრცელებული ინფორმაცია 305
საბროკერო კომპანიების მიერ გავრცელებული ინფორმაცია 305

თემა XI. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა 307
ფასიანი ქაღალდების არსი, ამოცანები და მექანიზმები 307
რისკების ძირითადი სახეები საფონდო ბაზარზე 313
საბირჟო და არასაბირჟო ვაჭრობა 313
საბროკერო კომპანიები 316
ფასიანი ქაღალდებით განხორციელებული ოპერაციის ზოგადი ტექნოლოგია 317
გარიგების დადება 318
გარიგების პარამეტრებისა და მხარეთა ვალდებულებების დადგენა 320
გარიგების შესრულება 323
რეესტრის წარმოების სისტემა 326
ნომინალური მფლობელობის ინსტიტუტი 327
ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილეების თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები 329
საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია 331
საზოგადოებრივი არასამთავრობო ორგანიზაცია 334

თემა XII. საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება და მისი მართვა 337
საინვესტიციო პორთფელის არსი და კლასიფიკაცია 337
საინვესტიციო პორტფელის მართვა 344

თემა XIII. ემიტენტები და ინვესტორები 347
ემიტენტები 347
ინვესტორები 350

თემა 14. რისკის სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე 355

გამოყენებული ლიტერატურის სია 370

შესავალი

საქართველოში განვითარებულმა მოვლენებმა საფუძველი ჩაუყარა ახალ ეკონომიკურ მიდგომას, რომელიც ერთის მხრივ ორიენტირებულია სოციალური პრობლემების გადაწყვეტაზე, ხოლო მეორეს მხრივ ისწრაფვის იმისაკენ, რომ საქართველომ მსოფლიო ეკონომიკაში დაიმკვიდროს კუთვნილი ადგილი. ეკონომიკურ განვითარებათა გარდაქმნის თანამედროვე ეტაპზე აქტუალურია სწორი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება და რეალიზაცია.

საქართველოს დამოუკიდებლობის მიღების საწყის წლებში საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურება, მისი ეკონომიკური სისტემის განვითარებისადმი დამოკიდებულება, ეფექტიანობის ამაღლების თეორიული და მეთოდოლოგიური პრობლემები განსაკუთრებულად მძაფრ ხასიათს ატარებდა, რაც უპირველეს ყოვლისა დაკავშირებული იყო გარდამავალი პერიოდის საწყის სირთულეებთან. ეკონომიკის რესტრუქტურიზაცია და ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემაში მიმდინარე გარდაქმნები ძირეულად ცვლის განსახილველი პრობლემის გადაწყვეტისადმი დამოკიდებულებას როგორც მაკრო-, ასევე მიკრო დონეზე, რაც თავის მხრივ, განსაზღვრავს საინვესტიციო პროცესების მართვის, ეკონომიკურ ზრდაზე ზემოქმედების, რეგულირების, პროგნოზირების, სტიმულირების საკითხებისადმი ეკონომიკური და სოციალური ეფექტების დადგენის ახლებური მიდგომის აუცილებლობას.

დამოუკიდებელ საქართველოში განხორციელებული რეფორმების პირველი ეტაპი (1993-1997 წწ.), მიუხედავად გარკვეულ სფეროებში არსებული მიღწევებისა, ასე ვთქვათ წარუმატებელი იყო. რეფორმების პირველ ტალღას წარმოადგენდა სახელმწიფო ქონების პრივატიზაცია, რომელიც მთელ რიგ შემთხვევაში გაუგებარი მეთოდებით ხორციელდებოდა. აღსანიშნავია, სახელმწიფოს მოუმზადებლობა სახელ-

მწიფო ქონების პრივატიზაციის პროცესისადმი და თავის მხრივ საზოგადოების არაადეკვატური ქმედებებიც. სახელმწიფო ქონების პრივატიზება და პრივატიზების შედეგები პირდაპირ დამოკიდებულებაშია ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებასთან და რა თქმა უნდა ცალკე კვლევის საგანს წარმოადგენს.

საქართველო ისევე როგორც ნებისმიერი სხვა სახელმწიფო, გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ასე ვთქვათ ფორსმაჟორულ სიტუაციაში აღმოჩნდა, რასაც თან დაერთო პოლიტიკური არასტაბილურობაც და ყოველივე ზემოაღნიშნულმა გამოიწვია ქვეყანაში საინვესტიციო აქტივობის სერიოზული შემცირება. საინვესტიციო აქტივობის შესუსტების ძირითადი გამომწვევი მიზეზები მდგომარეობდა შემდეგში: კრიზისი სამრეწველო დარგებში; საკუთრების ფორმების შეცვლა, რამაც მიგვიყვანა ინვესტიციურ სფეროში არსებული ტრადიციული ურთიერთობების მოშლამდე; ხარვეზები საფინანსო-საკრედიტო ურთიერთობათა სისტემაში, რამაც შეზღუდა საინვესტიციო რესურსების ხელმისაწვდომობა; საბანკო სისტემის არაეფექტური მუშაობა; სახელმწიფოს საინვესტიციო ფუნქციის შესუსტება; ქვეყანაში ეკონომიკური და პოლიტიკური არასტაბილურობა და ა. შ.

ქვეყანაში საინვესტიციო აქტივობა და ქვეყნის ეკონომიკური განვითარება პროპორციულ დამოკიდებულებაშია ერთმანეთთან, სწორედ ამიტომ სახელმწიფოს მხრიდან უდიდესი ყურადღება უნდა იქნეს გამახვილებული საინვესტიციო პოლიტიკის განხორციელების საკითხებისადმი.

ჩვენი ნაშრომის კვლევის ძირითადი მიზანია სიღრმისეულად გავერკვეთ სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკაში და ჩვენებური ხედვა განვავრცოთ საინვესტიციო პოლიტიკის სრულყოფისა და საინვესტიციო აქტივობის ამაღლების მიმართულებით. ქვეყნის ინვესტიციური პოლიტიკის ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით აუცილებელია: ინვესტიციების რაციონალური განაწილება დარგების, სექტორების, ეკონომი-

კური პრიორიტეტების მიხედვით; ინვესტიციური ციკლის სწორი წარმართვა; ინვესტიციური პროცესების გააქტიურება; აგრეთვე ინვესტიციური და ინოვაციური პროცესების ურთიერთდაკავშირება და სხვა. ამ სფეროში ეკონომიკის ეფექტიანობის ამაღლების შესაძლებლობები ჯერჯერობით მცირეა, მაგრამ ისინი იზრდება, განსაკუთრებით უცხოური კაპიტალის მოზიდვის ხარჯზე. ამიტომ ამ სახსრების ეფექტიანად გამოყენების საჭიროება ფართოვდება.

ამ თვალსაზრისით, პრინციპული მნიშვნელობა აქვს ქვეყნის განვითარების სპეციფიკის შესაბამისად, საინვესტიციო აქტივობის ადგილისა და როლის დადგენას საბაზრო ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემაში. აქტუალურია მისი, როგორც ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთი წყაროს, მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარების ფაქტორის კვლევაც. ქვეყანაში მიმდინარე რადიკალური ეკონომიკური რეფორმის ერთ-ერთი ცენტრალური საკითხია საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასება. მისი დასაბუთების დონეზე დამოკიდებულია მრავალი პრობლემის გადაწყვეტა, დაწყებული სახელმწიფოს ეკონომიკური და სოციალური განვითარების სტრატეგიიდან, დამთავრებული პირველადი რგოლების – საწარმოების, ფირმების, ასოციაციების სიციალურ-ეკონომიკური განვითარებითა და ეფექტიანობის ზრდით.

საინვესტიციო აქტივობის ზეგავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი თემაა თანამედროვე მეცნიერებასა და სამეურნეო პრაქტიკაში. საბაზრო ურთიერთობებზე გარდამავალი პერიოდის პირობებში კიდევ უფრო დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ამ პრობლემის სიღრმისეულ შესწავლას, მის კომპლექსურ ანალიზს, დამკვიდრებული სამეცნიერო კონცეფციების, თეორიებისა და მეცნიერული შეხედულებების გადასინჯვას.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის განსაზღვრის პრობლემების კვლევის

შემდგომი გაღრმავება უშუალოდ უნდა დაუკავშირდეს ცხოვრების დონის ამაღლების, მოსახლეობის დასაქმებისა და სხვა სოციალურ-ეკონომიკურ ამოცანათა გადაწყვეტას. რესურსული შესაძლებლობების შეზღუდვის პირობებში საწარმოო ძალების განვითარების მაღალი დონე ბევრად არის დამოკიდებული იმაზე, თუ რა სისწრაფით შევა სამეურნეო ბრუნვაში ახალი ფაქტორები. მათ შორის უპირატესობა ენიჭება საინვესტიციო აქტივობას.

რეფორმებმა გვიჩვენა, რომ სახელმწიფოს ეკონომიკურ პოლიტიკაში უნდა იყოს გათვალისწინებული საერთო ეროვნული და საერთაშორისო ეკონომიკური განვითარების თავისებურებები, ტენდენციები, ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის კანონზომიერებანი, სახელმწიფოში არსებული ობიექტური პირობების გათვალისწინებით ინვესტიციური პოტენციალის გამოყენების შესაძლებლობანი. არსებულ ეკონომიკურ პირობებში ნათელი ხდება, რომ საჭიროა უფრო გაბედულად განვახორციელოთ ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ტრადიციული სქემის ტრანსფორმაცია, რომელიც დაფუძნებული იყო ბიუჯეტზე, საკუთარ საშუალებებზე ამორტიზაციისა და მოგების სახით და ნასესხებ სახსრებზე. ამ პირობებში აუცილებელია საინვესტიციო აქტივობის გადიდება გარე ინვესტიციური ინიექციების სტიმულირებისა და ზრდის საფუძველზე.

საბაზრო ურთიერთობებზე გარდამავალ პერიოდში მნიშვნელოვნად შეიცვალა ინვესტიციური პროექტების შემუშავებისა და მაკროეკონომიკური შეფასებისადმი მოთხოვნებიც. ახალი საპროექტო გადაწყვეტილებების ძიება ჯერ კიდევ ბოლომდე ჩამოუყალიბებელ ბაზრის გარემოში, ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების კრიტერიუმების შერჩევა ადეკვატურ რეალურ პირობებში, რისკისა და ინფლაციის ფაქტორების გათვალისწინება, პროექტის მდგრადობის ანალიზი, მისი მგრძნობიარობის განსაზღვრა ცვალებად გარე

მაკროეკონომიკურ ფაქტორებთან დაკავშირებით ბოლომდე დაუმუშავებელ პრობლემად რჩება.

ამრიგად, ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე აუცილებელია საინვესტიციო აქტივობის გაძლიერება, მისი ეკონომიკური შეფასების ახალი მიდგომებისა და მეთოდების ძიება, ეფექტიანობის კრიტერიუმების დადგენა. ინვესტიციების მაკროეკონომიკური ეფექტიანობის თეორიისა და პრაქტიკის ყველა მოთხოვნა როდი ესადაგება გარდამავალი პერიოდის პირობებს, ამიტომაც არის, რომ დღეს, როგორც არასდროს, აქტუალური ხდება მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნის გამოცდილების შესწავლა და განზოგადება. ამ თვალსაზრისით საინტერესოა საზღვარგარეთის მეცნიერების: ს. ბარნესის, მ. ბრონვიჩის, ვ. გლაზუნოვის, ა. კარლიკის, პ. მასეს, ბ. მილერის, დ. ნორკოტის, ი. რეკიტარის, უ. შარპის, რ. ხოლტის და სხვათა გამოკვლევები.

კვლევის მიზნიდან გამომდინარე წიგნში დასახულია შემდეგი ამოცანები:

საქართველოს სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის შესწავლა და განზოგადება;

საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებული საინვესტიციო კლიმატის საფუძვლიანი განხილვა;

უცხოური ინვესტიციებისათვის დამახასიათებელი გლობალური ტენდეციების გაანალიზება;

საქართველოს სოციალ-ეკონომიკური მდგომარეობიდან გამომდინარე უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოზიდვის პოტენციალის შესწავლა-გაანალიზება;

ინვესტიციური რისკების შეფასების ფინანსური ანალიზის ინსტრუმენტების დადგენა;

ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების კრიტერიუმების წარმოჩინება;

საინვესტიციო აქტივობის ამაღლების გზების ძიება;

სწორი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება და სახელმწიფოს როლის განსაზღვრა.

ამდენად, ჩვენი კვლევის საგანს წარმოადგენს საქართველოს, როგორც დამოუკიდებელი ქვეყნის სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა, მისი განხორციელების გზები და მეთოდები. სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა კი, უ. ყ. მოიცავს როგორც შიდა(ადგილობრივი) ინვესტიციების მოზიდვის გზებს, ასევე გარე(უცხოური) ინვესტიციების მოზიდვასაც. კვლევისას დეტალურად უნდა იქნას განხილული ინვესტიციების მოზიდვასთან დაკავშირებული ყველა საკითხი და პრობლემა: საკანომდებლო ბაზა, ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა, ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასება, ეკონომიკური ზრდა, უმუშევრობა, სიღარიბის დონე და ა.შ.

ნაწილი 1.

რეალური ინვესტიციები

თავი I.

საინვესტიციო აქტივობა, როგორც ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის წყარო

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ინვესტიციებისა და საინვესტიციო საქმიანობის არსში;
განასხვავოთ კატეგორიები: ინვესტიციები, ინვესტირება, საინვესტიციო პოტენციალი, საინვესტიციო აქტივობა, საინვესტიციო პოლიტიკა;
განასხვავოთ საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები და ობიექტები;
განსაზღვროთ ინვესტიციათა ფუნქციები მაკრო- და მიკროდონეზე;
მოახდინოთ ინვესტიციათა კლასიფიცირება;
გაანალიზოთ ინვესტიციური ბაზარი;
მოახდინოთ საინვესტიციო აქტივობის შეფასება მაკროეკონომიკური წონასწორობის პირობებში.

ინვესტიციები და საინვესტიციო აქტივობის ამაღლების მნიშვნელობა

სიტყვა ინვესტიცია ლათინური წარმოშობისაა (investire შემოსვა) და ნიშნავს კაპიტალის ხანგრძლივ დაბანდებას ეკონომიკის სხვადასხვა დარგის საწარმოებში.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში დამკვიდრდა ინვესტიციების სხვადასხვა განმარტება. მაგალითად, ი. ნოტკინის აზრით, ეს არის სახსრების გრძელვადიანი დაბანდება, როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე მის გარეთ მოქმედი საწარმოების შექმნის ან მოდერნიზაციის, ახალი ტექნიკისა და ტექნოლოგიების დანერგვის, წარმოების ეფექტიანობის ამაღლებისა და

მოგების გადიდების მიზნით. საქართველოში გამოცემული ლექსიკონ-ცნობარის ავტორების აზრით, ინვესტიცია ეს არის კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდება ქვეყნის ეკონომიკის ამა თუ იმ დარგში ან სხვა დონის წარმოებაში (როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე საზღვარგარეთ) მოგების მიღების მიზნით.

ცხადია, რომ ტერმინი „ინვესტიციების" განმარტებას, გააჩნია როგორც ფინანსური, ასევე ეკონომიკური ასპექტები. ფინანსურის მიხედვით, ინვესტიციები – ყველა სახის აქტივები – ფინანსური საშუალებებია, რომლებიც ჩაიდება სამეურნეო საქმიანობაში შემოსავლის მაქსიმალიზაციის მიზნით, ხოლო ეკონომიკური განმარტებით, არის ძირითადი კაპიტალის შექმნაზე, გაფართოებაზე, ტექნიკურ გადაიარაღებასა და რეკონსტრუქციაზე გაწეული დანახარჯები და ამასთან დაკავშირებული საბრუნავი კაპიტალის ცვლილება.

საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობით „ინვესტიციები" განიხილება უფრო ფართო გაგებით და წარმოადგენს ყველა სახის მატერიალურ რესურსებსა და ფასეულობებს, მათ შორის, ინტელექტუალურს, რომელიც ჩაიდება სამეწარმეო და სხვა სახის საქმიანობაში მოგების, ერთობლივი შემოსავლის ან სოციალური ეფექტის მიღების მიზნით.

ინვესტიციების ცნების ევოლუციის ანალიზი წარმოდგენილია ი. ნოვიკოვის, ა. ვორონცოვსკის, ნ. იგოშინის და სხვათა შრომებში. როგორც სამართლიანად აღნიშნავს ა. ვორონცოვსკი, „მეცნიერთა ერთი ჯგუფი ინვესტიციებში გულისხმობს ძირითად კაპიტალზე დანახარჯებს, მეორენი – ძირითად საშუალებებზე, მესამენი – ადამიანურ კაპიტალს".

ზემოთ წარმოდგენილი შეხედულებები ცხადყოფს, რომ ინვესტიციები – ესაა კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდებები ეკონომიკის სხვადასხვა დარგში, რომელთა მიზანია მოგების მაქსიმალიზაცია. ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოითქვა სხვა მოსაზრებაც. ასე, მაგალითად, ინვესტიციები ეწოდება ეკონომიკურ სისტემაში ფუნქციონირებადი კაპიტალის ზრდას, ადამიანის მიერ შექმნილი წარმოების საშუალებების

რაოდენობრივ გადიდებას. ან კიდევ, ინვესტიციები ეს არის მარაგების ზრდაზე გაწეული დანახარჯები, ინვესტიციები მოიცავს ფულად საშუალებებს მიზნობრივ საბანკო და საპაიო შენატანებს, აქციებს და სხვა ფასიან ქაღალდებს, მოძრავ და უძრავ ქონებას (ტექნოლოგიები, მანქანები, მოწყობილობანი), ლიცენზიებს, კრედიტებს და სხვა ქონებას, ქონებრივ უფლებებს, მიწის გამოყენების უფლებას და სხვა რესურსებს, ინტელექტუალურ ფასეულობას, საავტორო უფლებებს და სხვ.

ამრიგად, არსებობს ინვესტიციების მრავალი განმარტება, მაგრამ ყველა მათგანს საბოლოო ჯამში ახასიათებს შემდეგი ნიშნები:

- ინვესტიციები, როგორც წესი, გულისხმობენ მნიშვნელოვან ფინანსურ დანახარჯებს;
- უკუგება ინვესტიციებისაგან შეიძლება მიღებულ იქნას რამდენიმე წლის შემდეგ;
- ინვესტირებისას არსებობს რისკისა და გაურკვევლობის ელემენტები;
- ინვესტიციები, რომლებიც განიხილება როგორც კაპიტალდაბანდებანი, გულისხმობენ ძირითადი კაპიტალის შეძენას, საწარმოო შესაძლებლობების გაფართოებას ან ნებისმიერ სხვა დანახარჯებს, რომლებიც მიმართულია ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდისაკენ, სტრატეგიული ან ოპერაციული (ტაქტიკური) მიზნების მიღწევისაკენ.

ყველა დასახელებულ განმარტებაში გამოტოვებულია ინვესტიციების მნიშვნელოვანი თვისება: რომ იგი უშუალოდ დაკავშირებულია ეროვნული ეკონომიკის ერთიან მექანიზმებთან და ზემოქმედებენ მასზე. ამიტომ, ჩვენი აზრით, ისინი უნდა განიხილებოდეს როგორც ერთიანი პროცესის საინვესტიციო აქტივობის განუყოფელი ნაწილი.

დ. ნორტკოტის აზრით, „საინვესტიციო აქტივობა ესაა ქვეყნის საინვესტიციო კლიმატის ის მახასიათებელი, რომე-

ლიც განსაზღვრავს საზოგადოებრივი პროგრესის დონეს და ასახავს ინვესტიციათა ხანგრძლივი დაბანდების შედეგად მათი ეკონომიკური უკუქმედების ასახვას მთლიანად საზოგადოებასა და, განსაკუთრებით, მის სოციალურ სფეროზე".

ჩვენი აზრით, საინვესტიციო აქტივობა გულისხმობს ქვეყნის ეკონომიკაში გრძელვადიანი, სარისკო დაბანდებების განხორციელების დინამიკურ პროცესს, რომელიც აქტიურად ზემოქმედებს როგორც ეკონომიკურ, ასევე სოციალურ სფეროებზე და ამ პროცესის წარმატებულობა განსაზღვრავს საზოგადოებრივი პროგრესის ყველა სასიცოცხლო ასპექტს, სახელმწიფოს ეკონომიკური განვითარების დინამიკას.

უნდა განვასხვავოთ ერთმანეთისაგან ცნებები: „ინვესტიციები" და „ინვესტირება". ეს მით უფრო მნიშვნელოვანია, რომ სამამულო და უცხოურ ლიტერატურაშიც ამ ტერმინებში იგულისხმება სხვადასხვა შინაარსი, რომელიც შეიძლება შეიცვალოს დროისა და სხვა პირობების ზემოქმედებით.

„ინვესტირების" შედარებით ზოგადი განმარტება მოცემული აქვს პ. მასეს: „ინვესტირება წარმოადგენს გაცვლით აქტს გარკვეული სახის მოთხოვნის დღევანდელ დაკმაყოფილებასა და ინვესტირებადი ფასეულობებით მოთხოვნის დაკმაყოფილების მოლოდინს შორის". ჩვენი აზრით, „ინვესტირება" ნიშნავს ფინანსური ან სხვა საშუალებების დაბანდებების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებას და ასევე მის რეალიზაციასაც, მისი მიზანია ამ საშუალებების ძირითად ფონდებში გარდასახვა. ინვესტირების საგანს შეიძლება წარმოადგენდეს როგორც წმინდა მატერიალური ფასეულობები (დანადგარები, ქარხნები, შენობები), ასევე ახალი ტექნოლოგიის დანერგვა, სამეცნიერო ნაშრომები, ნოუ-ჰაუ, ლიცენზიები, რეკლამები და ა. შ. ცნობილია, რომ ინვესტირება არის ერთ-ერთი იმ სამ კომპონენტთაგანი(ინვესტირება, მოხმარება და დაგროვება), რომელიც თამაშობს ერთ-ერთ უმთავრეს როლს ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაში. რაც უფრო მეტ ინვესტიციებს ახორციელებს ქვეყანა ინფრასტრუქტურის განვითარები-

სა და ძირითადი კაპიტალის აკუმილირებისათვის, მით უფრო მაღალია წარმოების, დასაქმების, შემოსავლების, მსყიდველობითუნარიანობის, მოხმარებისა და დაგროვების დონე. კაპიტალი(ინვესტიცია) წარმოადგენს გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის არსებით და მამოძრავებელ ძალას.

ინვესტიციების სუბიექტი (პირი, რომელიც ახორციელებს ინვესტიციების დაბანდებას) არის როგორც იურიდიული, ასევე ფიზიკური პირი. ისტორიულად ეს იყო ინდივიდი, რომლისთვისაც ინვესტირება ნიშნავდა საფინანსო საშუალებების მოხმარებაზე უარის თქმას მათი დაგროვებისა და პერსპექტივაში გაფართოებული (რაოდენობრივად და ხარისხობრივად) მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად გამოყენებას.

ამდენად, ინვესტიციათა დაბანდება (ინვესტირება) და იმ პრაქტიკულ მოქმედებათა ერთიანობა, რომელიც მიმართულია ამ პროცესის რეალიზაციისაკენ, წარმოადგენს საინვესტიციო საქმიანობას, ხოლო ამ უკანასკნელის რეალიზაციის ხარისხი და დინამიკა აისახება საინვესტიციო აქტივობაში.

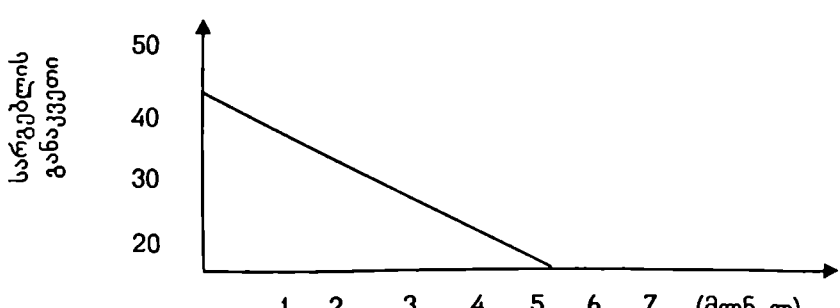
აღნიშნულიდან გამომდინარე, საინვესტიციო აქტივობა განსაზღვრავს საინვესტიციო საქმიანობის ტემპებსა და დინამიკას და დამოკიდებულია ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკურ, პოლიტიკურ და სოციალურ პროცესებზე. ეს არის მნიშვნელოვანი ეკონომიკური კატეგორია, რომლითაც შეგვიძლია ვიმსჯელოთ როგორც ქვეყანაში არსებულ საინვესტიციო კლიმატზე, ასევე ინვესტირების პირობებზე.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში რიგ შემთხვევაში ხდება „ინვესტიციებისა" და „კაპიტალდაბანდებების" ცნების გაიგივება. ამასთან კაპიტალდაბანდებების ცნებაში იგულისხმება ძირითადი ფონდების კვლავწარმოებაზე გაწეული მატერიალური, შრომითი და ფულადი რესურსების დანახარჯები.

ლ. ლოპატნიკოვი თვლის, რომ „კაპიტალური დაბანდებები – ეს ის ფინანსური საშუალებებია, რომლებიც გამოიყენება ახლის მშენებლობაზე და რეკონსტრუქციაზე, მოქმედ საწარმოების გაფართოებასა და ტექნიკურ გადაიარაღება-

ზე...“ ინვესტიციები, დაკავშირებული ძირითადი ფონდების კვლავწარმოებასთან და აღდგენასთან, მცირეოდენი ხნის წინ იწოდებოდა „კაპიტალურ დაბანდებებად“. 1994 წლის შემდეგ საბუღალტრო ანგარიშგების სისტემაში ისინი, საბაზრო ეკონომიკის პირობებიდან გამომდინარე, შეიცვალა ტერმინ „გრძელვადიანი ინვესტიციები", რომლის ქვეშაც იგულისხმება სანგრძლივპერიოდიანი (ერთ წელზე მეტი) სარგებლობის არაბრუნვადი აქტივების შეძენაზე და გაფართოებაზე გაწეული დანახარჯები.

ინვესტიციები შემოსავლიანია იმ შემთხვევაში, თუ მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმა აღემატება სარგებლის პროცენტს, ამავე დროს მხედველობაშია რეალური და არა ნომინალური სარგებლის პროცენტი, წინააღმდეგ შემთხვევაში, შეიძლება დაშვებულ იქნას დიდი შეცდომა – ინფლაციის გაუთვალისწინებლობა. მთელი ეკონომიკის მასშტაბებში ყველა ინვესტიციური პროექტის რეალიზაცია შესაძლებელია იმ მომენტამდე, სანამ მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმა არ გაუტოლდება სარგებლის განაკვეთს. სარგებლის განაკვეთს (ინვესტიციების ფასს) და ერთობლივ საინვესტიციო დანახარჯებს შორის თანაფარდობის გრაფიკს კლებადი ხასიათი გააჩნია და ეწოდება საინვესტიციო მოთხოვნის მრუდი (ნახ. 1).



ნახ. 1. საინვესტიციო მოთხოვნის მრუდი

გრაფიკის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ მაღალი სარგებლის პროცენტის შემთხვევაში შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ ის საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ მოსალოდნელი მოგების ნორმის ყველაზე მაღალ დონეს, მაგრამ ამავე დროს ინვესტიციების მოცულობა იქნება დაბალი და პირიქით, სარგებლის პროცენტის შემცირებისას ხელსაყრელია ის პროექტები, რომელთა მოსალოდნელი მოგების ნორმა იქნება უფრო დაბალი, და ინვესტიციების დონე კი – შესაბამისად, უფრო მაღალი. ამრიგად, აქ მთავარია სარგებლის პროცენტის ეფექტი, რომლის რეგულირების ფუნქცია უპირატესად სახელმწიფოს ხელშია.

ინვესტიციები (ფულადი კაპიტალი) ყველა სხვა ეკონომიკური რესურსების მსგავსად შეზღუდულია. ამიტომ ინვესტიციური რესურსების მოთხოვნის დაკმაყოფილება ერთ-ერთი ყველაზე ძნელად გადასაჭრელი პრობლემაა ნებისმიერი ეკონომიკური სისტემისათვის, ყველა სამეურნეო სუბიექტისათვის. პრობლემა გამწვავებულია იმ კუთხითაც, რომ ინვესტიციები – ეს არის მომავლის რესურსები, ადამიანები კი პრაქტიკულად ყოველთვის ცდილობენ უპირატესობა მიანიჭონ დღევანდელ მოთხოვნებს.

ინვესტიციათა სტრუქტურა

ინვესტიციების სტრუქტურის კლასიფიკაციაში შეიძლება გამოვყოთ: დარგობრივი, ტერიტორიული, ტექნოლოგიური, კვლავწარმოებითი ინვესტიციები.

ინვესტიციების დიფერენციაცია ეროვნული ეკონომიკის დარგების მიხედვით ახასიათებს დარგობრივი სტრუქტურის განვითარების დონეს.

ინვესტიციების ტერიტორიული სტრუქტურა განსაზღვრავს მის განლაგებას ქვეყნის ტერიტორიის მიხედვით.

ეროვნული წარმოების ეფექტიანობის ამაღლებაში უმნიშვნელოვანეს როლს თამაშობს ინვესტიციების ტექნოლოგიური სტრუქტურა, მათი განაწილება ძირითადი შემადგენელი ნაწილების მიხედვით: დანახარჯები სამშენებლო-სარემონტო სამუშაოებზე, დანახარჯები დანადგარებზე, ინსტრუმენტსა და საწარმოო ინვენტარზე.

ტექნოლოგიური სტრუქტურის ცვლილებაზე გავლენას ახდენს მთელი რიგი ფაქტორები და, უპირველეს ყოვლისა, მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესი, რაც ეროვნული ეკონომიკის ეფექტიანობის ამაღლებისა და განვითარების საშუალებას იძლევა.

საწარმოო ინვესტიციების კვლავწარმოებითი სტრუქტურა – ძირითადი ფონდების კვლავწარმოების ფორმებს შორის მათი განაწილებაა; ახლის მშენებლობაზე, რეკონსტრუქციაზე, მოქმედი საწარმოების გაფართოებაზე, ტექნიკურ გადაიარაღებასა და მოდერნიზაციაზე გაწეული დანახარჯებია.

ძირითადი საშუალებების, როგორც მარტივი, ასევე გაფართოებულ კვლავწარმოებაზე მიმართული კაპიტალდაბანდება აისახება მთლიან (ანუ ერთობლივ) ინვესტიციებში. ძირითადი საშუალებების გაფართოებულ კვლავწარმოებაზე მიმართული საშუალებები კი წმინდა კაპიტალურ ინვესტიციებში. თუმცა, ყველა ეკონომისტი არ იზიარებს ამ აზრს. ასე, მაგალითად, მ. ბრომვიჩი წერს: „კაპიტალური დაბანდების მოცულობას ეწოდება მთლიანი, თუ მისგან გამოვთიშავთ ყოველწლიურ ხარჯებს წმინდა კაპიტალურ რემონტზე, მაშინ ნარჩენ ღირებულებას ეწოდება წმინდა კაპიტალური ინვესტიცია“.

ჩვენი აზრით, არ შეიძლება დაეთანხმო ამ მოსაზრების ავტროს, რადგან კაპიტალური რემონტის შედეგად არ ხდება ძირითადი საშუალებების კვლავწარმოება, ისინი მხოლოდ უზრუნველყოფენ წარმოების საშუალებების შრომისუნარიან მდგომარეობას.

რ. ბასარია და ი. მესხია თავის ნაშრომში განმარტავენ,

რომ „სუფთა“ ინვესტიციები ნიშნავს, რომ რესურსები გამოიყენება ძირითადი კაპიტალის მოცულობის ზრდისათვის. „ინვესტიციები მოდერნიზაციაში“ კი – ეს არის რესურსების გამოყენება კაპიტალის ცვეთის დასაფარავად (ე. ი. კაპიტალის აღსადგენად). „სუფთა“ ინვესტიციების და „მოდერნიზაციის“ (აღდგენის, ანაზღაურების) ინვესტიციების ჯამი შეადგენს „ერთობლივ ინვესტიციებს“.

მოცემულ დაყოფას დიდი მნიშვნელობა აქვს მაკროეკონომიკურ დონეზე ინვესტიციური პროცესების ეფექტიანობის დადგენისათვის. თუ სუფთა ინვესტიციები >0, ეს ეკონომიკის აღმავლობის მაჩვენებელია იმ მნიშნელობით, რომ იზრდება საწარმოო სიმძლავრეები. თუ ტოლია ნულის (ერთობლივი ინვესტიციები ამორტიზაციის ტოლია), რაც ეკონომიკური ზრდის შეჩერებას (უძრაობას) ნიშნავს. ასეთ ეკონომიკას სტატიკურს უწოდებენ. თუ სუფთა ინვესტიციები <0 (ერთობლივი ინვესტიციები ამორტიზაციაზე ნაკლებია, როგორც ეს იყო საქართველოში 1991-1994 წწ.). ასეთ ეკონომიკას კლებადი საქმიანი აქტივობის ეკონომიკას უწოდებენ.

მატერიალური წარმოების სფეროში გაწეული ინვესტიციების მსგავსად, მისი დიდი ნაწილი წარიმართება სოციალურ-კულტურულ სფეროში: მეცნიერების, კულტურის, განათლების, ჯანდაცვის, სპორტის, გარემოს დაცვის დარგებში. თანამედროვე სამეცნიერო ლიტერატურაში სულ უფრო ხშირია საუბარი ინვესტიციებზე ადამიანის ფაქტორში – ადამიანისეულ კაპიტალში.

იმისდა მიხედვით, თუ რომელ სფეროშია მიმართული ინვესტიციები, და მათი რეალიზაციის შედეგად როგორია შედეგები, ისინი იყოფა რეალურ და ფინანსურ ინევსტიციებად.

რეალური ინვესტიციები – ესაა დაბანდებები ეროვნული ეკონომიკის სხვადასხვა დარგებში, რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური კაპიტალის მატებას, წარმოების საშუალებების ზრდას მატერიალურ-ნივთობრივი ფასეულობებისა და მარაგების სახით.

ფინანსური ინვესტიციები წარმოადგენს დაბანდებებს აქციებში, ობლიგეციებში, თამასუქებში, სხვა ფასიან ქაღალდებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებში. ამგვარი სახის დაბანდებები თავისთავად არ იძლევა რეალური კაპიტალის მატებას, მაგრამ შეუძლიათ მოგების მოტანა, მათ შორის სპეკულაციურის, ფასიანი ქაღალდების კურსის ცვლილების ხარჯზე სხვადასხვა დროსა და სხვადასხვა ადგილებში მათი ყიდვა-გაყიდვის გზით.

ფინანსური ინვესტიციების შემადგენლობაში გამოყოფენ ე. წ. პორტფელურ ინვესტიციებს. პირები, რომლებიც დებენ ფულს ფასიან ქაღალდებში რისკის შემცირებისა და შემოსავლების გაზრდის მიზნით, იძენენ სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების პაკეტს, რომელსაც ეწოდება „პორტელი". სწორედ აქედან გამომდინარეობს მოცემული სახის ინვესტიციების სახელწოდება.

თანამედროვე პირობებში ინვესტიციებს ყველა ქვეყანაში ეკონომიკური პოლიტიკის განმსაზღვრელ კომპონენტად მიიჩნევენ. ამიტომ დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ამაღლებული რისკის პირობებში საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების, შეფასების მეთოდების განხილვას. მეცნიერებს მიაჩნიათ, რომ მომავალში ინვესტიციების როლი კიდევ უფრო გაიზრდება. ამერიკის საქმიანი წრეების ჟურნალის – „ვორჩიენის" აზრით „XXI საუკუნე „ინევსტიციების საუკუნე" გახდა, რამაც კდიევ უფრო უნდა გააღრმავოს ინტეგრაციული პროცესები. „გარდამავალ პერიოდში" გადამწყვეტი მნიშვნელობა შეიძინა ეკონომიკის ინვესტიციური პოლიტიკის (სოციალური ორიენტაცია) განხორიცელებამ. საბაზრო ეკონომიკის დამკვიდრების პირველ ეტაპზე ინევსტიციური აქტივობის საერთო დონე დაქვეითდა, შეიკვეცა საწარმოო კაპიტალური დაბანდებები. ამასთან შეიცვალა თანაფარდობა სახელმწიფოს, საწარმოებისა და კერძო პირების ინვესტიციებს შორის".

საქართველოში ბრძანებლურ-ადმინისტაციული ეკონომიკის ეპოქაში, როდესაც მთელი საკუთრება პრაქტიკულად

სახელმწიფოს ეკუთვნოდა, ინვესტირებაც მხოლოდ და მხოლოდ მისი პრეროგატივა იყო. ქვეყნის საზოგადოებრივი ცხოვრების ყველა სფეროში და, რა თქმა უნდა, ეკონომიკაში, ჩამოყალიბებული დისპროპორციების აღმოფხვრისათვის ქვეყანაში ხელისუფლებამ დაიწყო ძირეული გარდაქმნების განხორციელება, რომლებიც მიმართული იყო საბაზრო ეკონომიკის შექმნისაკენ. საბაზრო ურთიერთობებზე გადასვლის პირობებში ეროვნული ეკონომიკის ნორმალური ფუნქციონირება შეუძლებელია საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების გარეშე.

ეროვნული ეკონომიკის მოდერნიზაცია და სოციალური ორიენტაციის გაძლიერება, რა თქმა უნდა, მოითხოვს უზარმაზარ კაპიტალდაბანდებებს, ხოლო გარდამავალი პერიოდისათვის დამახასიათებელი ღრმა ეკონომიკური კრიზისი, ფინანსური არასტაბილურობა, გადახდისუნარიანობის ზრდა, რეალური შემოსავლების შემცირება მეტად ართულებდა ინევსტიციების ფინანსურ უზრუნველყოფას.

ალტერნატიული ინვესტიციები

ინვესტიციების ტრადიციული ფორმების(რეალური ინვესტიციები, ფასიანი ქაღალდები, ძვირფასი ლითონები, ქვები და ა. შ.) გარდა, კაპიტალის დაბანდების ალტერნატიულ ფორმებს – ნახატების, მონეტების, მარკებისა თუ იშვიათი ღვინოების კოლექციონირებას – მათი მფლობელებისთვის საკმაოდ მნიშვნელოვანი მოგება მოაქვთ.

საუკუნეების განმავლობაში ხელოვნების დაფინანსება მიმზიდველი ინვესტიცია იყო მდიდარი ადამიანებისათვის. ძველ დროში, როცა ჯერ არც ბანკები არსებობდა და არც ბონდები, შეძლებული ადამიანები უკვე აბანდებდნენ კაპიტალს ამ სფეროში იმ იმედით, რომ მომავალში მნიშვნელოვანი მოგების მიღებას შეძლებდნენ. მოგვიანებით ინვესტირე-

ბის ამ ფორმას "ალტერნატიული ინვესტიციები" ეწოდა. ამ სახის ინვესტიციებისადმი ინტერესი დროთა განმავლობაში იზრდებოდა, რადგან აღმოჩნდა, რომ ხშირად მას აქციების დივიდენდებსა ან საბანკო პროცენტზე მეტი მოგება მოჰქონდა.

ეკონომიკური კრიზისის დაწყების შემდეგ ადამიანები შეეცადნენ ფული უფრო უსაფრთხო აქტივებში – მაგალითად, ოქროში – დაებანდებინათ და ალტერნატიული ინვესტირების თემაც აქტუალური გახდა. საფონდო ბირჟაზე კვლავ არამყარი სიტუაცია შეიქმნა, საბანკო დეპოზიტებზეც პროცენტები უმცირეს ზღვრამდე დაეცა. ამ ვითარებაში ინვესტორები კაპიტალის დაბანდების ალტერნატიულ გზებს ეძებდნენ. მათ დაიწყეს აქტივების დივერსიფიცირება ანტიკვარიატში, ოქროში, ავტომანქანებსა და ხელოვნების ნიმუშებში ფულის ჩადებით.

როგორც "სოტბის" სააუქციონო სახლის ექსპერტები აღნიშნავენ, მაღალი მხატვრული ღირებულებების ნიმუში ფასს ეკონომიკური ვარდნის დროსაც ინარჩუნებს. მეტიც, ამ დროს ხელოვნების სააუქციონო სახლებში რეკორდული ფასები ფიქსირდება, მიახლოებითი შეფასებით, მდიდართა ქონების 10 პროცენტი ალტერნატიულ ინვესტიციებში არის დაბანდებული. ხელოვნებაში კაპიტალის დაბანდება, საინტერესოსთან ერთად, მომგებიანი ალტერნატივაცაა, მაგრამ იმავე დროს – განსაკუთრებით სარისკოც. ამ სფეროში მომუშავე ადამიანები ამბობენ, რომ ხელოვნების ნაწარმოებებში ინვესტიცია მოგებას მოიტანს, თუ ინვესტიცია ათწლიან ან უფრო გრძელვადიან პერიოდზეა გათვლილი. ასეთ ინვესტიციას მეტი მოგება მოაქვს, განსაკუთრებით კი მაშინ, როცა ფულის ჩადება მაღალი კლასის ხელოვნების ნიმუშებში ხდება.

ვინ ღებულობს საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს?

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ახალი საინვესტიციო პოლიტიკის ძირითადი მოთხოვნაა ინვესტიციური პროცესის ყველა მონაწილის ინტერესების ბაზრის ინტერესებთან დაკავშირება, რაც განისაზღვრება მომხმარებლის მოთხოვნების გათვალისწინებით.

აქედან გამომდინარე, მიზანშეწონილია განვიხილოთ ეროვნული ეკონომიკის დაფინანსების ყველა დღეს არსებული ან მომავალში შესაძლო გამოსაყენებელი საკუთრების ფორმა:

- **კერძო და კომერციული ინვესტირება,** რომელსაც ახორციელებენ მოქალაქები, არასახელმწიფო საწარმოები, კოოპერატივები, საზოგადოებები, ამხანაგობები და სხვა კერძო და კოლექტიურ საკუთრებაზე დაფუძნებული იურიდიული პირები;
- **სახელმწიფო ინვესტირება,** რომელსაც ახორციელებენ საქართველოს მთავრობა, მასში შემავალი ავტონომიური რესპუბლიკების, ადმინისტრაციულ-ტერიტორიული წარმონაქმნების ხელისუფლებისა და მმართველობის ორგანოების საბიუჯეტო, ბიუჯეტგარეშე ფონდების, აგრეთვე სახელმწიფო საწარმოები და ორგანიზაციები საკუთარი და ნასესხები სახსრების ხარჯზე;
- **ერთობლივი ინვესტირება,** რომელსაც ახორციელებენ საქართველოსა და უცხოეთის მოქალაქეები, იურიდიული პირობები, სახელმწიფოები;
- **შერეული ინვესტირება,** რომელიც შეიძლება განხორციელდეს ზემოთ ჩამოთვლილ ფორმათა კომბინირებით.

უფრო ვრცლად განვიხილავთ თითოეულ მათგანს.

კერძო ინვესტიციებს განეკუთვნება კერძო და კოლექტიური ინვესტიციები, რომლებსაც ახორციელებენ მოქალაქეები, არასახელმწიფო საწარმოები, კოოპერატივები, საზოგადოებები, ამხანაგობები და სხვა კერძო და კოლექტიურ საფუძველზე დაფუძნებული იურიდიული პირები. პრაქტიკულად, განვითარებულ მსოფლიო ეკონომიკაში, დაფინანსების ძირითად წყაროს კერძო ინვესტიციები წარმოადგენენ. მაგალითად, საფრანგეთში ამჟამად სახელმწიფო აფინანსებს მრეწველობის მხოლოდ პრიორიტეტულ მიმართულებებს, ხოლო დანარჩენი სახის ობიექტები მთლიანად კერძო ინვესტიციების ან ბანკის კრედიტების ხარჯზე ფინანსდება.

როგორც განვითარებული ქვეყნების პრაქტიკა გვიჩვენებს, ერთ-ერთ ძირითად გზას წარმოადგენს ეკონომიკაში კერძო ინვესტიციების მოზიდვა, რომელიც თავის მხრივ შეივსება შემდეგი წყაროებით:

- ინვესტორის საკუთარი საფინანსო სახსრებით (მოგება, საამორტიზაციო ანარიცხებით, ფულადი დაგროვება, სხვადასხვა ფასეულობათა გაყიდვის შედეგად მიღებული თანხები, ფიზიკურ და იურიდიულ პირთა დანაზოგები და სხვ.), ინვესტორის მიერ აღებული კრედიტებით (საობლიგაციო სესხები, საბანკო და საბიუჯეტო კრედიტები), კერძო ინვესტორის მიერ მოზიდული საფინანსო სახსრებით (აქციების გაყიდვით მიღებული თანხები, ფიზიკურ და იურიდიული პირების საპაიო და სხვა შენატანები).
- ინვესტიციების მოცულობები და მათი აქტიური დაბანდება ბევრად იქნება დამოკიდებული იმაზე, თუ როგორი იქნება მომხმარებელთა მოთხოვნები და ამ პროდუქციის ფასები ბაზარზე. იმის თქმა კი დაბეჯითებით შეიძლება, რომ დაფინანსების სტრუქტურა იცვლება სახელმწიფო ინვესტიციების შემცირების ხარჯზე. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ეს პროცესი დამახინჯებულია არა მარტო ჩვენი, არამედ ყველა იმ

ქვეყნებისათვის, სადაც საბაზრო ეკონომიკა ჩამოყალიბების პროცესშია. ამდენად, საქართველო ამ მხრივ გამონაკლისი როდია.

საქართველოს ეკონომიკური პოლიტიკის ფორმირების პროცესში ერთ-ერთი მთავარი ადგილი უჭირავს სტრუქტურულ გარდაქმნებს, რომლებსაც უზრუნველყოფს მაკროეკონომიკური პოლიტიკა, კერძოდ ინვესტიციების მოცულობა და სტრეუქტურა. საქართველოში შექმნილი კრიზისული ეკონომიკური ვითარება უარყოფითად მოქმედებს ინვესტიციურ დაგროვებაზე, განაპირობებს დანაზოგთა დეფიციტს. ყოველივე ეს კანონზომიერია, როდესაც დღის წესრიგში დგება საზოგადოების ფიზიკური გადარჩენის საკითხი, წინა პლანზე იწევს ყოველდღიური პრობლემები და არ რჩება სახსრები პერსპექტიული, გრძელვადიანი მიზნების მისაღწევად. დაგროვება და მისი კომპონენტი ინვესტიცია, რომელიც ძირითადად მომავლის პრობლემების გადაწყვეტას ემსახურება, მხოლოდ მაშინ ხდება პრიორიტეტული, როცა ქვეყანაში მიიღწევა გარკვეული პოლიტიკური და სოციალურ-ეკონომიკური სტაბილურობა. ინვესტიციური საქმიანობის გააქტიურებამ საქართველოს ეკონომიკის მდგრადი განვითარების საფუძველი შექმნა. ეფექტიანი ინვესტიციური პოლიტიკის გატარება, უწინარეს ყოვლისა, ინვესტიციური საქმიანობის თეორიული ასპექტების შესწავლას, მის ფუნდამენტურ, მეთოდოლოგიურ უზრუნველყოფას მოითხოვს.

კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიკის წარმომადგენელი, სმიტი წერდა: „თუ ადამიანს ისეთი მარაგი აქვს მფლობელობაში, რომელიც საკმარისია მის შესანახად რამდენიმე თვის ან წლის განმავლობაში, მაშინ იგი ცდილობს შემოსავალი მიიღოს ამ მარაგის უდიდესი ნაწილიდან, იტოვებს რა თავისი უშუალო მოხმარებისთვის მხოლოდ იმდენს, რამდენიც მას დასჭირდება თავის შესანახად მანამდე, სანამ ეს შემოსავალი იწყებს მასთან მისვლას. ამრიგად, მთელი მისი მარაგი იყოფა ორ ნაწილად. იმ ნაწილს, რომლისგანაც იგი მოელის

შემოსავალს, ეწოდება კაპიტალი, მეორე კი ის ნაწილია, რომელიც მის უშუალო მოხმარებას აკმაყოფილებს.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, კაპიტალის კვლავწარმოება ფინანსური ინვესტიციების ამოქმედებით იწყება, რომელიც ფულადი კაპიტალის გარდასახული ფორმაა. სწორედ ფულადი კაპიტალი იწყებს და ამთავრებს კაპიტალის კვლავწარმოების პროცესს. აღნიშნულიდან გამომდინარე, საინვესტიციო საქმიანობა შეიძლება განვიხილოთ, როგორც ინვესტიციების ტრანსფორმირების პროცესი, რომელიც შემდეგ სტადიებს მოიცავს: რესურსები, დაბანდება, კაპიტალური ქონება, შემოსავალი. ინვესტიციების ტრანსფორმირების შესაბამისად, საინვესტიციო შემდეგი ძირითადი ეტაპები შეიძლება გამოვყოთ: **პირველი**: წინა საინვესტიციო ეტაპი, სადაც იკვეთება ინვესტირების მიზანი და ხდება დაგროვებისადმი მოტივაციისა და სტიუმულის დასაბუთება. **მეორე ეტაპია**: საინვესტიციო ფაზა, სადაც რესურსების დაბანდება, დანახარჯებად გარდაქმნა ხორციელდება. ეს ინვესტიციები გარდაქმნის პროცესია საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებში. საინვესტიციო საქმიანობის **მესამე ეტაპი**: საექსპლოატაციო ფაზა „დაბანდება-კაპიტალის ზრდა" მეტამორფოზას მოიცავს. აქ საინვესტიციო საქმიანობის საბოლოო მიზანია ინვესტირებიდან კაპიტალური ღირებულების ზრდა – შემოსავლის მიღება.

ინვესტიციური პროცესის ანალიზიდან ჩანს, რომ ადგილი აქვს ინვესტიციების წრებრუნვას, ამგვარად საინვესტიციო საქმიანობა მთელ ინვესტიციურ ციკლზე ვრცელდება და იგი ფულადი სახსრების აკუმულირების მომენტიდან კაპიტალურ ქონებაში ავანსებული ღირებულების რეალურ ანაზღაურებამდე მოძრაობას მოიცავს. თანამდროვე ეტაპზე ინვესტიციებს რამდენიმე მნიშვნელობა აქვს.

ზოგადად ინვესტიციები აუცილებელია:

- გაფართოებული კვლევაწარმოებისათვის;

- ქვეყანაში სტრუქტურული გარდაქმნებისათვის;
  სამამულო პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისთვის;
  სხვადასხვა სოციალურ-ეკონომიკური პრობლემების გადაწყვეტის მიზნით (უმუშევრობა, ეკოლოგია, ჯანდაცვა, განათლება და ა. შ.);
  კომპანიების განვითარებისა და მდგრადობის უზრუნველსაყოფად;
- ძირითადი კაპიტალის აღდგენისთვის;
- ფირმის ტექნიკური დონის ზრდისთვის;
- ფინანსური მდგომარეობის სტაბილიზაციისთვის;
- საწარმოს კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისთვის;
- მომუშავეთა კვალიფიკაციის ამაღლებისთვის;
  მართვის მეთოდების სრულყოფისთვის და ა. შ.

ინვესტიციების ბაზრის არსი, სტრუქტურა და სახეები

ინვესტიციების ბაზარი ანუ როგორც ზოგჯერ უწოდებენ, კაპიტალის ბაზარი კვლევის ძალზე რთული და წინააღმდეგობრივი წარმონაქმნია, ეკონომიკურ ურთიერთობათა რთული სისტემაა, სადაც ყალიბდება საინვესტიციო რესურსებზე მოთხოვნა-მიწოდება და ხორციელდება საინვესტიციო საქონლის ყიდვა-გაყიდვა. დასავლურ ლიტერატურაში ინვესტიციის ბაზარს უწოდებენ ერთი მხრივ ინვესტორებს, ხოლო მეორე მხრივ ინვესტორებსა და ინვესტიციების საბოლოო რეციპიენტებს შორის აქტივებით ვაჭრობის ორგანიზაციის სისტემას. ბაზარი აერთიანებს სასესხო კაპიტალის ბაზრებს. საფონდო ბაზრებს, აგრეთვე ზოგიერთი რეალური აქტივის ბაზრებს, რომლებიც განსხვავდებიან დაბანდებათა ხანგრძლი-

ვობის პრინციპებისა და ორგანიზაციის დონის მიხედვით. ინვესტიციების ბაზარს ხშირად განმარტავენ როგორც გრძელვადიანი კაპიტალის ბაზარს. თავის მხრივ, ამ ტერმინს ხშირად ხმარობენ საკუთრების ბაზრის ცნების სინონიმად, რომელიც უპირველეს ყოვლისა, აქციების ბაზარს მოიცავს. ინვესტიციების ბაზრის როგორც ფინანსური ბაზრების ნაწილის შესახებ, არსებობს უფრო კანონიკური წარმოდგენა, 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 ინსტრუმენტი: ლიზინგი, სტრატეგიული პარტნიორობა და ალიანსები. ასე რომ ეს კლასიფიკაცია ამჟამად ამომწურავი არაა.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას საბჭოთა ტიპის ეკონომიკაში განსაზღვრავდნენ წარმოების მოთხოვნილებებით. შესაბამისად, ინვესტიციების 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, მინიმალური რესურსების დროს. ამასთან, ინვესტიციების ფინანსურ შეფასებებს დაქვემდებარებული მნიშვნელობა ჰქონდა.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში მოქმედებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შერჩევის პრინციპულად სხვა კრიტერიუმები, კერძოდ, ფულადი სახსრების ნაკადის მაქსიმალიზაცია, რომლებიც ინვესტირების შედეგად მიიღწევა. დანახარჯების განხორციელება და შედეგების მიღების დრო-

ების ერთმანეთისგან აცდენა გვარდება ნაკადების დისკონტირების მეშვეობით. მთავარ დაბრკოლებად გვევლინება არა საინვესტიციო რესურსების სიდიდე, არამედ ინვესტიციური რესურსების ღირებულება, რომლისთვისაც საბაზო მაჩვენებელია დისკონტირების განაკვეთი, ან კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების განაკვეთი, ან კაპიტალის ალტერნარიული ღირებულება. კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების არსებობა კი დამოკიდებულია კაპიტალის განვითარებული ბაზრის არსებობაზე, რადგან მისი არსებობის ნებისმიერ შეფასებას ჰიპოთეზის ხასიათი აქვს. გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესების განხორციელების პოზიციებიდან მთავარი პრობლემები, ჩვენი აზრით, უკავშირდება საინვესტიციო ასპექტების შეთანხმების მექანიზმის უქონლობას. მათგან საწარმო ასპექტების მატარებელია საწარმოები, რომლებიც ინვესტირებაზე მოთხოვნას აყალიბებენ, ხოლო საფინანსო ასპექტები განსაზღვრავს საფინანსო ინსტიტუტების, საინვესტიციო რესურსების მიმწოდებლების და რესურსების აკუმულაციას და გადანაწილებაში ჩართული მონაწილეების ქცევას. საწარმოო პროცესის მონაწილეთა ქცევას, თავის მხრივ, დიდად განსაზღვრავს მათი არარსებობის ისტორია და არასტაბილურობის პირობებში ფუქნციონირების დროს მიღებული გამოცდილება. გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ეს-ესაა ყალიბდება მიზნები, ინტერესებისა და შესაბამისი გადაწყვეტილებების შეთანხმების მექანიზმები და იგი ბევრადაა დამოკიდებული სახელმწიფო რესურსებზე და მათი განაწილების არხებზე. ინვესტიციების ბაზრად განვიხილავთ კაპიტალის ძირითად მომწოდებლებსა და მომხმარებლებს შორის ურთიერთქმედებათა ორგანიზაციის იმ სისტემებს, რომლებიც რეალიზდება რესურსების ცენტრალიზებულ-ადმინისტრაციული განაწილების მექანიზმების რღვევიდან ახალ მექანიზმზე გადასვლის პირობებში. მათ ახასიათებთ კონკურენტული გარემოს განვითარება და ეკონომიკური სუბიექტების ქცევის მიზნებისა და მოდელების დამოუკი-

დებლად შერჩევა. ინვესტიციების ბაზრების საბაზო სტრუქტურის განსაზღვრა მონაწილეების შემადგენლობის, საქმიანობის სფეროებისა და მიმართულებების მიხედვით მათი ფორმირების პროცესების კვლევის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი პირობაა. ორი გარეგნულად პოლარული მსჯელობის ფონზე, პირველი რომ, ეკონომიკაში არსებულ ბაზრებს შორის ინვესტიციების ბაზრები ყველაზე უფრო რთული და ყველაზე ნაკლებად შესწავლილი ბაზრებია და ამის საპირისპირო, რომ კაპიტალის ბაზრების აწყობა უფრო იოლად ხორციელდება ვიდრე ნებისმიერი სხვა ბაზრის შექმნა, ყალიბდება საერთო აზრი: შედარებით ადვილია შევქმნათ ინვესტიციების ბაზრის ფორმალური ორგანიზაციული სტრუქტურა და ძალიან რთულია მივაღწიოთ ამ ბაზრის ეფექტიანად ფუნქციონირებას.

კაპიტალის ბაზრების განვითარების დონე სხვადასხვა პოზიციიდან შეგვიძლია შევაფასოთ. ვფიქრობთ ამ მხრივ ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანია ფუნქციური მიდგომა – როგორ ხორციელდება ამ ბაზრის ძირითადი ფუნქციები, როგორ ნაწილდება ისინი მონაწილეებს შორის მთლიან ეკონომიკურ სისტემაში. ამგვარად, პრინციპული მომენტია ინვესტიციური ბაზრის მიერ რეალიზებული ფუნქციების შინაარსის და მათი სტრუქტურული ორგანიზაციის ხერხების კვლევა. ინვესტიციების ბაზრის ძირითად ფუნქციებად საჭიროდ მიგვაჩნია შემდეგის გამოყოფა:

- **პირველი:** რესურსების გადაცემა მათგან ვისაც ისინი აქვს, მათთვის ვისაც ისინი სჭირდება-ინვესტიციების რეციპიენტებისათვის. სტიგლიცის აზრით, ეს პროცესი არასდროს არის სრულყოფილი. განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში ეს ფუნქცია კაპიტალის ბაზრის ძირითადი ფუნქციაა და იგი რეალიზდება იმ ინსტიტუტების განვითარების გზით, რომლებიც თავს უყრიან დანაზოგს და გადასცემენ მათ საბოლოო მსესხებელს – საწარმოებს და მთავრობებს.

ინვესტიციების ბაზრის ყველაზე უფრო მსხვილი მონაწილეები განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში არიან კომერციული ბანკები, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ბანკები და სხვა შუამავლები.

- **მეორე:** კაპიტალის გაერთიანება. მრავალი პროექტი იმაზე მეტ კაპიტალს მოითხოვს, ვიდრე ამის გაცემა შეუძლია ერთ ან რამოდენიმე ინვესტორს. თუ ცენტრალიზებული სისტემის პირობებში არსებობდა ერთ ცენტრში რესურსების გაერთიანების შესაძლებლობა, განვითარებულ საბაზრო გარემოში, ამ ფუნქციას ახორციელებს უამრავი საინვესტიციო შუამავალი. ისინი კონკურენტები არიან შეზღუდული საინვესტიციო რესურსების მიმართ. გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში ხანგრძლივადაა შენარჩუნებული საინვესტიციო რესურსების ცენტრალიზებულად აკუმულირების ინსტიტუტები, რომლებიც ახალ ურთიერთობათა ელემენტებთან ერთად არსებობენ. მათ ინარჩუნებენ როგორც სახსრების პირდაპირი, საგადასახადო ამოღებით, ისე მთელი რიგი დარგების პროდუქციაზე ცენტრალიზებული სატარიფო ფასწარმოქმნის მეშვეობით.
- **მესამე:** პროექტების შერჩევა. ბ. ი. ალიოხინის ხატოვანი გამოთქმით, „კაპიტალი – მობილური, სათუთი და იშვიათია, რის გამოც მეტისმეტად მომთხოვნი და სელექციურია". რესურსების გამოყენების მსურველთა რაოდენობა ყოველთვის მეტია, ვიდრე ხელმისაწვდომი რესურსები.
- **მეოთხე:** კონტრაქტების შესრულების მონიტორინგი. რესურსების სწორად გამოყენების დადასტურება, ე. ი. მათი გამოყენება საინვესტიციო მიზნების შესაბამისად. აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესების მონაწილეთათვის ურთიერთვალდებულებების შესრულების

დაძლევა. 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.

- **მეხუთე:** რისკების გადაცემა, დანაწილება და გაერთიანება. ინვესტორების და ინსტრუმენტების მრავალფეროვნება პრინციპულ ბაზას უქმნის დაბანდების დივერსიფიკაციას, გრანტებსა და რისკების გადანაწილებას. განვითარებულ ბაზრებზე რეგულირებისა და თვითრეგულირების სისტემები ქმნიან იმ ნორმებსა და წესებსაც, რომლებიც ეფექტიანად განსაზღვრავენ მონაწილეებს შორის რისკის განაწილებას. ბაზრის მონაწილეებსა და ინსტიტუტებზე ცალკეული ფუნქციების შესრულების სტრუქტურული მრავალფეროვნება, მათი განხორციელების ცენტრალიზაცია, აგრეთვე, ფუნქციების განვითარების დონე აყალიბებს ინვესტიციის ბაზრების ეროვნულ და რეგიონალურ თავისებურებებს.

იმ უამრავ ახალ ელემენტსა და პროცესებს შორის, რომლებიც ინვესტიციის განვითარებადი ბაზრების კონფიგურაციას განსაზღვრავენ, ყველაზე დიდი მნიშვნელობა აქვს კორპორაციულ და სხვა სახეობის საკუთრების საფუძვლების შექმნას განსახელმწიფოებრიობისა და პრივატიზაციის პროცესების განხორციელების შედეგად. ეკონომიკის მართვის სისტემის ტრანსფორმაციის, ცენტრალიზებული მართვის სფეროს მკვეთრად შემცირების, საკანონმდებლო გარემოს ფორმირების, დემონოპოლიზაციის და კონკურენციის განვითარე-

ბით იქმნება ახალი სახეობის სამეურნეო გაერთიანებები. მათ შორის ჩნდება ახალი საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები, ვითარდება საბაზრო ინფრასტრუქტურა.

ინვესტიციის ბაზარი სხვადასხვა სტრუქტურული ელემენტებისგან შემდგარი რთული სისტემაა, რომელთა შორის მრავალმხრივი კავშირი ხორციელდება. ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციების ბაზრის ორ ძირითად სახეობას: ფინანსური და მატერიალური, ანუ რეალური და პორტფელური ინვესტიციების ბაზრის თანამედროვე პირობებში შეიძლება დაემატოს ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, მეცნიერული დამუშავების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

როგორც საბაზრო ეკონომიკის, ისე მასზე გარდამავალ ეტაპზეც, მოქმედებს რესურსების, მათ შორის საინვესტიციო რესურსების გამოყენების ალტერნატიული ვარიანტები. საბაზრო ეკონომიკისათვის უზარმაზარი მნიშვნელობა აქვს ინვესტიციების ადამიანისეულ კაპიტალს. ამჟამად ადამიანისეულ კაპიტალში ინვესტიციების განხორციელებას საფუძვლად უდევს ინტელექტუალური კაპიტალის თეორია. ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარს შემდეგი თავისებურებანი გააჩნია.

- ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარი მომსახურების ბაზრის შემადგენელი ნაწილია. იგი სპეციფიკური საქონლის რეალიზაციას ახორციელებს მწარმოებელსა და უშუალოდ მომხარებელს შორის პირდაპირი კონტაქტებით. ამასთან გამორიცხული არაა სავაჭრო შუამავლობაც, მაგრამ ინტელექტუალური ინევსტიციების ბაზარზე შუამავლობასა და სამომხმარებლო საქონელს შორის არსებობს პრინციპული განსხვავება;

- ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარი დიდ გავლენას ახდენს კაპიტალის მოხმარებისა და სამუშაო ძალის ბაზარზეც;
- ინტელექტუალური ინვესტიციები დაცულია სახელმწიფოს მიერ უცხოური კონკურენციისაგან, აგრეთვე ინვესტიციების გამოყენების საბოლოო შედეგის ექსპორტით და იმპორტით. ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება არ შეიძლება ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტებზე უფლების დაცვის გარეშე;
- შიდა ბაზრის ორგანიზაციისა და ინტელექტუალური ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე შესასვლელად დამატებითი ინვესტიციები არ არის საჭირო;
- ინტელექტუალური ინვესტიციების გამოყენებისას სპეციფიკურია საბაზრო ფასების ფორმირება;
- ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასებს არა აქვს პირდაპირი კავშირი მასზე დახარჯულ შრომასთან. ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასი განისაზრვრება იმით, რასაც იგი იძლევა წარმოების პროცესში გამოყენებისას;

ამრიგად, ინვესტიციის ბაზრის მთელი სისტემა ქმნის საინვესტიციო საბაზრო სივრცეს. ამ სივრცეში განიხილება ფინანსური ინვესტიციის ბაზარიც. ინვესტიციის ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირებისათვის პირობების შექმნა კი უზრუნველყოფს საინვესტიციო პოტენციალის რეალიზაციასა და სრულყოფას.

საინვესტიციო პოტენციალი

ქვეყანაში არსებული **საინვესტიციო პოტენციალის** გამოყენების (შეფასების) პირობების ანალიზისას უნდა გამოვიყენოთ მსოფლიო პრაქტიკაში არსებული შემდეგი მიდგომა:

- *საბაზრო საინვესტიციო პოტენციალი;*
- *მიმდინარე საინვესტიციო პოტენციალი.*

საბაზრო საინვესტიციო პოტენციალის შემადგენლობაში შედის ეროვნული სიმდიდრის ისეთი ელემენტები, როგორიცაა: ბუნებრივი რესურსები, ძირითადი კაპიტალი, შრომითი და ფულადი რესურსები.

მიმდინარე საინვესტიციო პოტენციალი კი ქვეყნის დონეზე წარმოადგენს საქონლისა და მომსახურების იმ ნაწილს, რომელიც იქმნება ეკონომიკის მიერ წლის განმავლობაში და შეიძლება პოტენციურად გამოყენებულ იქნას ძირითად კაპიტალში ინვესტიციების მიზნით.

ბუნებრივი რესურსებით საქართველო არც თუ ისე მდიდარი ქვეყანაა, რასაც ადასტურებს კიდევაც საქართველოს დღევანდელი მდგომარეობა.

ძირითადი კაპიტალი ეროვნული სიმდიდრის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ნაწილია. 2006 წლის მონაცემებით საქართველოს ძირითადი კაპიტალი (დეკლარირებული საწარმოების მიხედვით) ექვს მილიარდზე მეტს შეადგენდა. დედაქალაქში (ქ. თბილისში) თავმოყრილია მთელი ძირითადი ფონდების 65%-ზე მეტი, ხოლო რეგიონებში ნეგატიური ვითარებაა ამ მხრივ. (იხილეთ ცხრილი 1).

შრომითი რესურსებით საქართველო მეტნაკლებად მდიდარ ქვეყანათა რიგს განეკუთვნება. მიუხედავად კვალიფიციური კადრების გადინებისა, (მოყოლებული მე-20 საუკუნის 90-ანი წლებიდან), დღეისათვის ქვეყანაში შესაბამისი კვალიფიკაციის პროფესიონალი კადრების საკმარისი დონეა, რომელიც საინვესტიციო პოტენციალის მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს.

ფულადი რესურსები საინვესტიციო პოტენციალის ისეთი მახასიათებელია, რომელსაც სწრაფად შეუძლია ინვესტიციებად გარდაქმნა და აქედან გამომდინარე მნიშვნელოვან როლს

ასრულებს საინვესტიციო პოტენციალის ფორმირებასა და გამოყენებაში.

მიმდინარე საინვესტიციო პოტენციალის გამოყენების დონის განსაზღვრისათვის ძირითად კაპიტალში ინვესტიციების მაჩვენებელთან ერთად აუცილებელია მთლიანი დანაზოგების მაჩვანებლის განხილვაც.

საქართველოს საინვესტიციო პოტენციალის მიახლოებითი მნიშვნელობა შემდეგნაირია: (იხ. ცხრილი 1).

საქართველოს საინვესტიციო პოტენციალი

ცხრილი 1

		მლნ.ლარი
	საბაზო საინვესტიციო პოტენციალი სულ:	550 000
1	ბუნებრივი რესურსები	150 000
2	ფიზიკური რესურსები (უძრავ-მოძრავი ქონება, ფასიანი ქაღალდები)	100 000
3	ადამიანური კაპიტალი (რესურსები)	300 000
4	მიმდინარე საინვესტიციო პოტენციალი, მთლიანი დანაზოგები	0,750

ამრიგად, საინვესტიციო პოტენციალის შემადგენლობაში ის მაჩვენებელია გამოკვეთილი, რომელთა საინვესტიციო რესურსებად სწრაფი გარდაქმნა საკმაოდ რთულია. ამდენად, კიდევ უფრო აქტუალური ხდება ქვეყნის ეკონომიკური უსაფრთხოების ეფექტური მართვისა და ინვესტიციური მენეჯმენტის საკითხების განხილვა-გაანალიზება გარე წყაროების მოზიდვის მიზნით მთელი ქვეყნის დონეზე.

განვიხილოთ საქართველოს საინვესტიციო პოტენციალი რეგიონების მიხედვით:

აჭარაში განხორციელდა შემდეგი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები:

- ფრანგული ინვესტიცია – შპს "თოლია";

- რუსული ინვესტიცია – შპს "ინტურისტ პალასი";
- ყაზახური ინვესტიცია – სს "აჭარის კურორტები";
- ავსტრიული ინვესტიცია – ფეხბურთის სტადიონის რეაბილიტაცია;
- თურქული ინვესტიცია – შსს-ს შენობის რეაბილიტაცია;
- დანიური ინვესტიცია – შპს "შელფი".

რეგიონში შექმნილ ხელსაყრელ საინვესტიციო გარემოს განაპირობებს: გეოსტრატეგიული მდებარეობა; კვალიფიციური და იაფი მუშახელის არსებობა; მიმზიდველი საწარმოო და საცხოვრებელი პირობების არსებობა; სატრანსპორტო და საკომუნიკაციო ინფრასტრუქტურის არსებობა; მაღალხარისხიანი ნედლეულის და მდიდარი ბუნებრივი რესურსების არსებობა; ბიზნესისა და მომსახურების გარემოს გაუმჯობესება; პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისას მთავრობის მხარდაჭერა.

სამეგრელო-ზემო სვანეთის რეგიონში საზღვარგარეთის კაპიტალის მონაწილეობით შექმნილი საწარმოებია:

- *ხობი:* „აზერბაიჯან-სოკარ-კომპანი"-ს ნავთობ-ტერმინალი;
- *ქ. ფოთი:* სს „ფოთიმაცივარკომბინატი", „შავი ზღვის პროდუქტები" – (მაცივარი, საკონსერვო ქარხანა), შპს „ფოთი ნავთობპროდუქტი" – (ზეთის გადამამუშავებელი ქარხანა), შპს „ჩენელენერჯი" – ნავთობტერმინალი;
- *წალენჯიხა:* სს „საქართველოს ხის გადამამუშავებელი კორპორაცია";
- *სენაკი:* შპს „სენაკური"(საქართველო-ისრაელის ერთობლივი საწარმო) აწარმოებს სხვადასხვა მარკის ღვინოებს. შპს „ქსილოტრანსი"(საქართველო-საბერძნეთის ერთობლივი საწარმო) დაკავებულია ხეტყის დამუშავებით. საქართველო-ჰოლანდიის ერ-

თობლივი ინვესტიციების გამოყენებით შექმნილი მეცხოველეობის პროდუქტების მწარმოებელი და გადამამუშავებელი საწარმოები – კოოპერატივი „ტყირი" და შპს „ნაქორუ";

ზუგდიდი: შპს „არგონატსი" – თხილის გადამამუშავებელი ქარხნის მშენებლობა;

- *მესტია:* შპს „ართი" – ხის გადამამუშავებელი კომბინატი;
- *მარტვილი:* შპს „ჯორჯიან ფორისტი" ხე-ტყის გადამამუშავებელი ქარხნის მშენებლობა, საინვესტიციო კაპიტალის მოცულობამ შეადგინა 7 მლნ ლარი.

რეგიონის განვითარების სამოქმედო გეგმა მოიცავს: აგრობიზნესის განვითარების; საავტომობილო გზების რეაბილიტაციისა და ტურიზმის განვითარების პროგრამებს.

გურიის საინვესტიციო პოტენციალს ქმნის:

- ✓ ხე-ტყის მრეწველობა;
- ✓ აგროსამრეწველო და სასურსათო რესურსები;
- ✓ ტურისტული ბიზნესის განვითარება;
- ✓ კურორტები;
- ✓ ალტერნატიული სასოფლო-სამეურნეო კულტურების განვითარება;
- ✓ ბუნებრივი რესურსები.

კახეთში საინვესტიციო პოტენციალს ქმნის:

- ✓ ილტოს წყალსაცავის პროექტი, რომლის დანიშნულებაა როგორც სარწყავი, ასევე, ენერგეტიკული, სასმელი და სამეურნეო წყალმოხმარებაც;
- ✓ სტორის ჰიდროელექტროსადგურის პროექტი ითვალისწინებს მდ. სტორზე (მდ. ალაზნის შენაკადი) 8 მგვტ. სიმძლავრის ჰესის მშენებლობას;
- ✓ მდ. ალაზნის სარწყავი არხების დრენაჟის ვერტიკალური ჭაბურღილების პროექტი;

- ✓ სოფლის მეურნეობის სფეროში ინვესტიციის განხორციელება ბიძგს მისცემს დარგის განვითარებას. შესაძლებელია სიღნაღში თევზის გადამამუშავებელი საწარმოს შექმნაც.

კახეთში განხორციელებული უპი:

- გერმანული ინვესტიცია – თელავის მეფრინველეობის სანაშენე რეპროდუქტორის რეაბილიტაციისათვის;
- ჩინური ინვესტიცია – „ხადორის" ჰიდრო-ელექტროსადგურისათვის;

  იტალიური ინვესტიცია – „ბადაგონის" ღვინის ქარხნისათვის;
- ბულგარული ინვესტიცია – დედოფლისწყაროს ზეთსახდელი ქარხნისათვის;
- რუსული ინვესტიცია – „ქინძმარაულის ღვინის მარნისათვის";
- ისრაელის ინვესტიცია – გურჯაანის ყურძნის კონცენტრატების ქარხნისათვის.

უცხოურ ინვესტიციათა შორის დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ინვესტიციების მოზიდვას რეგიონის მოსაზღვრე აზერბაიჯანიდან. არსებობს ორმხრივი დაინტერესება და მიმდინარეობს მოლაპარაკებები ინვესტიციების დაბანდების შესახებ შემდეგ სფეროებში: საშენმასალათა და ხე-ტყის წარმოება-გადამუშავება; მდინარეებზე მცირე სიმძლავრის ჰესების მშენებლობა; წყალსადენებისა და საირიგაციო ნაგებობების მშენებლობა; სოფლის მეურნეობის პროდუქციის წარმოება-გადამუშავება; სასაწყობო ობიექტების მშენებლობა.

მცხეთა-მთიანეთის საინვესტიციო პოტენციალია:

- ✓ კვების გადამამუშავებელი მრეწველობა – ეკოლოგიურად სუფთა პროდუქტის წარმოება;
- ✓ მარცვლეული მეურნეობის განვითარება;
- ✓ მატყლის გადამამუშავებელი მიკროფაბრიკის აშენება;

- ✓ ხის გადამამუშავებელი მრეწველობისა და ავეჯის წარმოების განვითარება;
- ✓ მეცხოველეობის, მეფრინველეობის, მეფუტკრეობის, მეთევზეობის განვითარება;
- ✓ მინერალური წყლები;
- ✓ ხალხური რეწვა-ხალიჩების ქსოვა, ხეზე კვეთა, ქარგვა, ქსოვა.

როგორც ვიცით, მეტად მნიშვნელოვანია ტურიზმის სექტორში ინვესტირების განხორციელება. საქართველოში ტურიზმის განვითარების ნათელი მაგალითია აჭარის რეგიონის შავი ზღვის სანაპირო. რეგიონში მოქმედებს პრაქტიკულად ყველა მსოფლიო ბრენდის სასტუმრო ან გახსნის პროცესშია.

საქართველოში ინვესტიციების განხორციელებით ამერიკელი ბიზნესმენი დონალდ ტრამპიც დაინტერესდა. დაგეგმილი პროექტი ითვალისწინებს Trump Tower თბილისიის მშენებლობას ვარდების რევოლუციის მოედანზე და ასევე Trump Riviera-ს მშენებლობას ბათუმში. მშენებლობის დაწყება, რომელიც Silk Road Group–ის ზედამხედველობით განხორციელდება, 2013 წლიდან იგეგმება, იტყობინება New York Times-ი.

საინვესტიციო აქტივობა და ეკონომიკური ნონასწორობა

კლასიკური საბაზრო ეკონომიკა, როგორც თვითრეგულირებადი მექანიზმი, გამორიცხავს საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის დაგეგმვას ზემოდან, სახელმწიფო მართვის ორგანოების მიერ დადგენილი დირექტიული დავალებების სახით.

30-იანი წლების „დიდი დეპრესიის" შემდეგ ჯერ აშშ-ში, შემდგომ კი სხვა განვითარებულ კაპიტალისტურ ქვეყნებში შე-

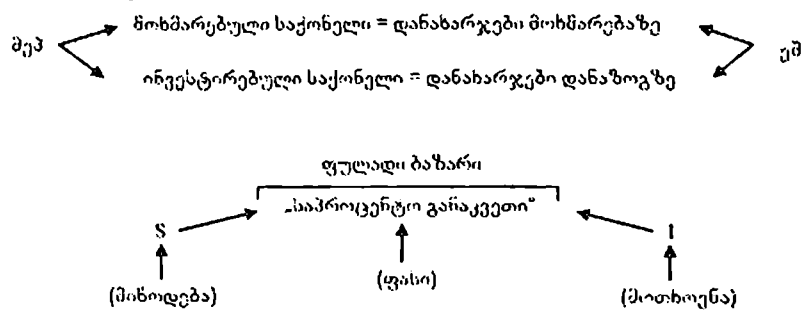
იმჩნევა გადახრა კალსიკური საბაზრო ეკონომიკის მოდელიდან და ყალიბდება ახალი, ე. წ. შერეული ეკონომიკური სისტემა, რომელიც დასაშვებად მიიჩნევს ეკონომიკურ პროცესებში სახელმწიფოებრივი რეგულირების მექანიზმების გამოყენებას. ასეთი კონცეფცია ჩამოყალიბდა ინგლისელი ეკონომისტის ჯ. კეინსის გამოკვლევების საფუძველზე.

70-იანი წლების ბოლოსა და 80-იანი წლების დასაწყისში ახალმა ეკონომიკურმა მიმართულებებმა, რომლებიც ცნობილია აშშ-ში „რეიგანომიკის", ინგლისში „ტეტჩერიზმის" სახით საფუძველი ჩაუყარა ახალი ეკონომიკური კონცეფციის ჩამოყალიბებას. მთელ რიგ ქვეყნებში განხორციელდა კლასიკური საბაზრო ეკონომიკის ძირითადი პოსტულატების აღორძინება. წარმოიშვა ახალი ეკონომიკური სკოლები ნეოკლასიკოსების (მ. ფრიდმენი და სხვა ეკონომისტების) სახით. მოცემული დოქტრინის ფარგლებში განხორციელდა სახელმწიფოს ჩარევის მასშტაბების შესამჩნევი შემცირება ეკონომიკაში, მაგრამ სახელმწიფო რეგულირებაზე აბსოლუტურად უარის თქმა წარმოუდგენელია. თანამედროვე შერეული ეკონომიკის ერთერთ მნიშვნელოვან ელემენტს წარმოადგენს საინვესტიციო საქმიანობის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასება. სახელმწიფო ორგანოების საქმიანობის სფერო უნდა შეეხოს საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის განსაზღვრის მეთოდოლოგიურ საკითხებს როგორც მიკრო–, ასევე მაკროეკონომიკის დონეზე. ჯერ კიდევ პ. სამეულსონი აღნიშნავდა, რომ „ეფექტურობა" წარმოადგენს ეროვნულ ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევის აუცილებელი სამი ფაქტორიდან ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს (ორ დანარჩენ ფაქტორს წარმოადგენს „სოციალური სამართლიანობა და სტაბილურობა").

მოცემული პრობლემისადმი კლასიკური მიდგომა გულისხმობს მიკროეკონომიკური მოდელის მაკროდონეზე მორგებას და საინვესტიციო აქტივობის პრობლემების გადაჭრას „უხილავი ხელის" მეშვეობით. როგორც ცნობილია, უხილავ

ხელს ა. სმიტი უწოდებდა მოთხოვნას, მიწოდებას და წონასწორობის საბაზრო ფასს.

მთლიანი ეროვნული პროდუქტის სტრუქტურა ეკონომიკური დანიშნულების მიხედვით გულისხმობს საქონელთა ორ ჯგუფს – „სამომხმარებლოს" და „ინვესტიციურს". ეროვნული შემოსავალი შეიძლება იქნას გამოყენებული მხოლოდ ორი მიზნისათვის – მოხმარება და დანაზოგები.



საპროცენტო განაკვეთი, როგორც ფასი, ასახავს მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობების რყევას მოცემულ ბაზარზე. შედეგად მყარდება „წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი", რომლის დროსაც ინვესტირებული დანაზოგები ტოლი იქნება დაკრედიტებული ინვესტიციებისა.

წონასწორული დინამიკის მექანიზმად კლასიკური მოდელი მიიჩნევს თავისუფალ ფასწარმოქმნას, რომლის საფუძველზეც „ავტომატურად" ხორციელდება შესაბამისობა მოხმარებით მოთხოვნასა და სასაქონლო მიწოდებას, დაზოგვასა და ინვესტირებას, მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის შრომის ბაზარზე. აქედან გამომდინარე საბაზრო ეკონომიკა „ავტომატურად" თავს იზღვევს კვლავწარმოების კრიზისისაგან, „ხელოვნური" დეფიციტის, ინფლაციისა და უმუშევრობისაგან. კლასიკური მოდელი – პირველი მაკროეკონომიკური საბაზრო მოდელია, რომელსაც საპატიო ადგილი უჭირავს ეკონომიკური მეცნიერების ისტორიაში. აქ ფაქტობრივად საპრო-

ცენტრო განაკვეთი წარმოდგენილია, როგორც ძირითადი მექანიზმი თვითრეგულირებადი საბაზრო ეკონომიკისა.

კლასიკური მაკროეკონომიკური მოდელი შენარჩუნებული იყო XX საუკუნის 30-იან წლებამდე. ამ პერიოდიდან რეალური პროცესები, უპირველეს ყოვლისა, არ ექვემდებარება „ავტომატური" თვითრეგულირების კონცეფციას. ეს ეხებოდა უმუშევრობასა და ინფლაციას.

თუ უმუშევრობა მართლაც წარმოადგენდა მიწოდების მოთხოვნაზე სიჭარბის შედეგს, მაშინ ბაზრის კანონებიდან გამომდინარე ხელფასის შემცირებას უნდა გამოეწვია უმუშევრობის დონის დაცემა. პრაქტიკაში კი ხელფასის შემცირების შედეგად უმუშევრობა გაიზარდა. ასევე მოსდით ფასებსაც, მიწოდების მოთხოვნაზე სიჭარბის შემთხვევაშიც ფასები განიცდიან ზრდას. უმუშევრობისა და ფასების ზრდა ნიშნავდა, რომ არსებული ფასისმიერი რეგულირების მექანიზმი ეფექტური აღარ იყო. წარმოიშვა აუცილებლობა ისეთი მაკროეკონომიკური მოდელის შექმნისა, რომელიც შეძლებდა აეხსნა საბაზრო პროცესები არაფასისმიერი მექანიზმით და ასეთი ახალი მოდელი საბაზრო ეკონომიკის გაწონასწორებული დინამიკისა შემოგვთავაზა ჯ. კეინზმა. გაანალიზა რა „დიდი დეპრესიის" გაკვეთილები, კეინზი შეეცადა გაეცა პასუხი თუ როგორი უნდა ყოფილიყო XX საუკუნის ეკონომიკის ოპტიმალური ორგანიზაცია. ლაკონურად ამ საკითხს შეიძლება ვუპასუხოთ: რეგულირებადი, მაგრამ კვლავ საბაზრო (ანუ, უფრო ზუსტად ჯერ კიდევ საბაზრო, მაგრამ უკვე რეგულირებადი) კლასიკური მაკროეკონომიკური მოდელის „აქილევსის ქუსლს" ხომ არაინვესტიციური დანაზოგები წარმოადგენს.

ჯ. კეინზის მთავარ ნაშრომში „დასაქმების, პროცენტისა და ფულის ზოგადი თეორია" (1936 წ.), სათაურშივე ყურადღებას იპყრობს ორი მომენტი: ჯერ ერთი, ძირითადი განსაზღვრა „ზოგადი თეორია" მოცემულია „კლასიკური თეორიის" პიკისათვის, რომელიც, ჯ. კეინზის აზრით, იხილავს მაკროწონას-

წორობის იდეალურ შემთხვევას და ასაღებს მას უნივერსალურად. მეორეც, კატეგორიების დამოკიდებულება „დასაქმება – პროცენტი – ფული“, ჯ. კეინზამდე საკმაოდ დაშორებული იყო ერთმანეთისაგან თეორიულ სივრცეში.

ჯ. კეინზი ძირითადად ეხებოდა ყველაზე საჭირბოროტო საკითხს ეკონომიკაში – როგორი უნდა იყოს ეკონომიკის ოპტიმალური რეგულირება? საბაზრო ეკონომიკის წარმოშობის შემდეგ ეკონომიკურ თეორიაში გამოიკვეთება ორი ალტერნატიული მიმართულება. პირველი, საბაზრო ეკონომიკის რეგულირების მექანიზმი ჩადებულია თვით მასში („თვითრეგულირებადი სისტემა“) და მეორე, საბაზრო ეკონომიკა საჭიროებს ჩარევას („რეგულირებადი სისტემა“). თუ შევაფასებთ ჯ. კეინზის თეორიას ამ ორი ძირითადი ეკონომიკური პოზიციებიდან გამომდინარე, მას უჭირავს შუალედური ადგილი. აქ აუცილებელია ყურადღება გავამახვილოთ ჯ. კეინზის თეორიის რამდენიმე ამოსავალ ღირებულებაზე:

- „თვითრეგულირებას“ ჯ. კეინზი ტოვებს მხოლოდ მიკროეკონომიკური დონისათვის, საზოგადოებრივ რეგულირებას ის ავრცელებს მაკროეკონომიკისათვის.
- საინტერესოა ის სამი პოზიცია, რომელიც არსებობს საბაზრო ეკონომიკის მომავლის მიმართ სამი უდიდესი მოღვაწის შრომებში. ა. სმიტისათვის ის არის „მუდმივი“, კ. მარქსისათვის არის „მომაკვდავი“, ჯ. კეინზისათვის – შეინარჩუნებს არსებობას გარე ინიექციების წყალობით. ასეთ ინიექციებად კეინზი მიიჩნევს საზოგადოებრივ რეგულირებას.
- ზედაპირული ანალიზით შეიძლება შეიქმნას ილუზია, რომ „საზოგადოებრივი რეგულრიების“ ქვეშ კ. მარქსი და ჯ. კეინზი გულისხმობენ ერთსა და იმავე სოციალურ მოვლენებს. სინამდვილეში კ. მარქსი ამ ცნების ქვეშ გულისხმობს საზოგადოებას საბაზრო

ეკონომიკის გარეშე. ჯ. კეინზი კი – რეგულირებას ხელისუფლების მხრიდან საბაზრო ეკონომიკის ჩარჩოებში. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კ. მარქსი იყენებს საზოგადოებრივ ძალებს ბაზრის წინააღმდეგ, ჯ. კეინზი კი – ბაზრის სასარგებლოდ.

„დიდმა დეპრესიამ" დაამტკიცა, რომ XX საუკუნის 30-იანი წლების ეკონომიკური მდგომარეობა ვერ პოულობდა ახსნას „კლასიკოსების" მიდგომებში. აი ამ პერიოდში გამოჩნდა ასპარეზზე ჯ. კეინზი, რომელმაც შემოგვთავაზა კონცეფცია, ძირეულად განსხვავებული „კლასიკოსების" მიდგომებისაგან მაკროეკონომიკური წონასწორობისა და მისი მიღწევის მექანიზმებისაგან.

ჯ. კეინზი გამოდიოდა იქიდან, რომ მაკროეკონომიკური წონასწორობის წერტილი არ ემთხვევა ეკონომიკის ისეთ მდგომარეობას, როდესაც წარმოებაში შედის სულ ახალი რესურსები და შესაბამისად უმუშევრობა იმყოფება „ბუნებრივ დონეზე" (ე. წ. სრული მეპ). ყველა თაობის ეკონომისტების ყურადღების ქვეშ იყო უმუშევრობის ანტიეკონომიკური ეფექტი. იმის გამო, რომ უმუშევრობა ამცირებს სახელმწიფო შემოსავლებს, ის, იმავდროულად, იწვევს სახელმწიფო დანახარჯების ზრდას და ეს ცხადია. დასაქმებული მუშახელი ერთდროულად არჩენს ოჯახსაც და საზოგადოებასაც (გადასახადების სისტემით) მაშინ, როდესაც მოითხოვს სახელმწიფო დანახარჯებს საკუთარი თავის შენახვაზე.

ჯ. კეინზმა დაასაბუთა, რომ საბაზრო ეკონომიკას დამოუკიდებლად არ შეუძლია გადაჭრას საბაზრო წონასწორობის პრობლემა. შესაბამისად ის მოითხოვს რეგულრიებას. ჯ. კეინზის თეორიის საკვანძო ლოგიკური პუნქტები თანმიმდევრულად შეიძლება შედმეგი სახით წარმოვადგინოთ:

- მაკროეკონომიკისათვის ძირითადს წარმოადგენს ერთობლივი მოთხოვნის (AD)-ს ცვლილება. მოკლევადიან პერიოდში ერთობლივი მოთხოვნის ცვლა განსაზღვრავს მაკროეკონომიკურ წონასწორობას და, შესაბა-

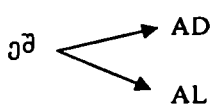
მისად, ფასების საერთო დონეს (AP), მეპ-ის რეალიზაციისა და უმუშევრობის დონეს. ეს დამოკიდებულება სქემატურად წარმოსდგება შემდეგი სახით:

Δმეპ ← ΔAD ← Δეშ

- ლოგიკურად იბადება კითხვა: თუ რა განსაზღვრავს ეროვნული შემოსავლის მოცულობას? იმდენად, რამდენადაც ეშ ასახავს საწარმოო რესურსების დანახარჯებს, მისი ზომა ასახავს გამოყენებული წარმოების ფაქტორების მოცულობას. ამ ფაქტორებს შორის ძირითადია შრომა, დასაქმება (AL).

Δმეპ ← ΔAD ← Δეშ ← ΔAL

- მაგრამ ეროვნული შემოსავლის დინამიკა ასახავს დასაქმების დინამიკას. საქმე იმაშია, რომ ეშ მთლიანად როდი შედის ერთობლივ მოთხოვნებში. მისი ნაწილი უერთდება ერთობლივ დანაზოგებს. ანუ:



ეროვნულ შემოსავალს გააჩნია სხვა თვისებაც – სხვა თანაბარ პირობებში ეშ-ის ზრდას მივყავართ იქითკენ, რომ დანაზოგების მოცულობა იზრდება უფრო მაღალი ტემპებით, ვიდრე დანახარჯები (ერთობლივი მოთხოვნა). ამის შედეგად წარმოიშობა პარადოქსული მოვლენა – რაც მეტია ეროვნული შემოსავალი, მით ნაკლებია ერთობლივი მოთხოვნა, ანუ, წარმოიშობა თითქოსდა ალოგიკური სიტუაცია, როდესაც ეროვნული შემოსავლის ზრდის პირობებში ერთობლივი მიწოდება ეჯახება კლებად ერთობლივ მოთხოვნას, რაც იწვევს წარმოების მოცულობისა და შესაბამისად დასაქმების (უმუშევრობის) შემცირებას.

ეს შემცირება აუცილებელია კომპენსირდებოდეს. მაგრამ რა რესურსებით? ჯ. კეინზს ასეთ წყაროდ ინვესტიციები

მიაჩნია (Ai). ინვესტიციების ზრდა იწვევს ეროვნული შემოსავლის მატებას, რაც ზრდის ერთობლივ მოთხოვნას, ამ ლოგიკით:

Δმეპ ← ΔAD ← Δეშ ← ΔAL ← ΔAi

- ლოგიკურად იბადება კითხვა, რა გვევლინება ინვესტიციების მოტივატორად. ჯ. კეინზის აზრით, ასეთი მოტივატორია მოგება. ამასთან იგულისხმება არა მოგების აბსოლუტური დონე, არამედ მომგებიანობა (მოგების ნორმა P^1), რენტაბელობა (როგორც მოგებისა და დანახარჯების თანაფარდობა), რაც მაღალია მოგების ნორმა, მით მეტია ინვესტიციების დაბანდების შესაძლებლობანი. ამდენად:

  Δმეპ ← ΔAD ← Δეშ ← ΔAL ← ΔAi ← ΔP^1

- მეწარმე ცდილობს არა საერთოდ მაღალი, არამედ ზღვრული მოგების მიღებას (MP^1), რომლის დროსაც რესურსების დამატებითი ერთეულები ჩაირთვება წარმოებაში იმ ოდენობით, სანამ არ წარმოიშობა ზღვრულად დასაშვები სიტუაცია. ანუ სანამ j ერთეული (დამატებითი რესურსების ფასი) არ გაუთანაბრდება მათი ჩართვით მიღებულ მოგებას. ამდენად:

  Δმეპ ← ΔAD ← Δეშ ← ΔAL ← ΔAi ← Δ MP^1

- მეწარმეს უნდა გააჩნდეს რაიმე გარეგანი ორიენტირი, რომელიც ასახავს მომგებიანობის ხარისხს. ასეთ ორიენტირად, რომლის მიხედვითაც მეწარმე განსაზღვრავს დამატებით ინვესტიციების მომგებიანობას, წარმოადგენს პროცენტი, რომლის ქვეშაც იგულისხმება ფულადი ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი. აქ იგულისხმება შემოსავლები არა იმ ინვესტიციებიდან, რომელიც დაბანდებულია ფიზიკურ (რეალურ) კაპიტალში, არამედ ფულად კაპიტალში (კომერციული ბანკების დეპოზიტები, სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებიდან მიღებული

შემოსავლები). აი, ეს პროცენტი, უფრო სწორად, პროცენტის ნორმა (R^1) მიიღება მეწარმის მიერ გარე ობიექტურ ორიენტირად.

ამდენად, მეწარმე გააფართოებს თავის წარმოებას, ის განახორციელებს დამატებით კაპიტალურ დაბანდებებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მოგების ზღვრული ნორმა მეტია პროცენტის ნორმაზე, ანუ: $MP^1 > R^1$ ხოლო ამ ეკონომიკური კონიუნქტურის დაცვისათვის უნდა იზრუნოს სახელმწიფომ, და იგი უნდა გახდეს მისი ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის ამოსავალი.

ამდენად, ჯამური დამოკიდებულებანი ჯ. კეინზის ლოგიკისა შეიძლება აისახოს შემდეგნაირად:

$$\Delta \text{მეპ} \leftarrow \Delta AD \leftarrow \Delta \text{ეშ} \leftarrow \Delta AL \leftarrow \Delta\, MP^1 \leftarrow (MP^1 > R^1)$$

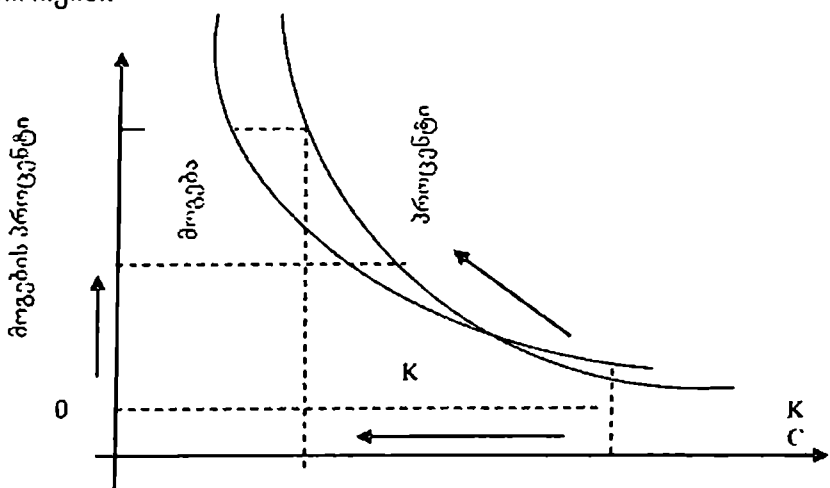
ამ დამოკიდებულების ბოლო პუნქტის განსაკუთრებული მნიშვნელობის გამო შევეცდებით ის უფრო ფართოდ გავაანალიზოთ.

ინვესტიციების რენტაბელობა უფრო ფართო დიაპაზონის მატარებელია, ვიდრე პროცენტის ნორმა. გარდა იმისა, რომ პროცენტის ნორმა გაცილებით სტაბილურია, ვიდრე ზღვრული მომგებიანობა, მას გააჩნია ვარდნის ფიქსირებული ზღვარი, რომლის ქვემოთ პროცენტის ნორმა ვერ დაეშვება, ხოლო მოგების ნორმას ეს შეუძლია. ამითაა წარმოქმნილი დამატებითი სტიმულირების პრობლემა. გრაფიკულად ეს წარმოგვიდგება შემდეგნაირად (იხ. ნახ. 2).

პროცენტის მრუდი მოგების მრუდის მარჯვნივაა განლაგებული. ეს განპირობებულია იმით, რომ მოგება სამეწარმეო აქტივობის სტიმულირების სახით გამართლებულია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც კაპდაბანდებათა ერთსა და იმავე მოცულობისას მოგების ნორმა აღემატება პროცენტის ნორმას. ეს ასახულია გრაფიკზე წარმოდგენილი მრუდეების „იდეალური" განლაგებით, რადგანაც მოგების ნორმის მრუდი წარმოდგენილია მარცხნივ, იმისათვის, რომ პროცენტის ნორ-

მამ დაიკავოს იგივე ადგილი, კაპდაბანდებათა მოცულობა უნდა გაიზარდოს.

გრაფიკზე ჩანს, რომ A წერტილი არის პროცენტის ნორმის ქვედა ზღვარი, რაც ნიშნავს ინვესტირების ქვედა ზღვარს. უაზრობაა დამატებითი ინვესტიციების დაბანდება, თუ პროცენტი ქმნის მეტ შემოსავალს, ვიდრე მოგება. ჯ. კეინზის მიხედვით, პროცენტი და მოგება უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია: რაც მეტია პროცენტი, მით ნაკლებია მოგება და პირიქით.



ნახ. 2. პროცენტისა და მოგების მრუდეების დამოკიდებულება

A წერტილია პროცენტის ვარდნის ზღვრული წერტილი. თუ პროცენტის ნორმა იზრდება A-დან B-მდე, მაშინ ნებისმიერ საინვესტიციო პროექტს უნდა გააჩნდეს რენტაბელობის ზღვარი არანაკლები OD-ზე, მაშინ, როდესაც ის იყო (OB), რაც ამცირებს ინვესტიციებს OC-დან OK-მდე.

რითაა განპირობებული ორივე მრუდის უარყოფითი დახრა? ეს გამომდინარეობს შემცირებადი ეფექტიანობის საერთო კანონიდან, რომლის შესაბამისად დანახარჯების

ზრდას (აღნიშნულ შემთხვევაში, კაპდაბანდებების) თან ახლავს მათი საბოლოო შედეგიანობის შემცირება.

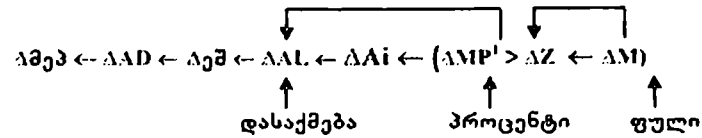
ამდენად, ამ მსჯელობიდან ჩანს, თუ რაოდენ დიდ მნიშვნელობას ანიჭებს თავის თეორიაში ჯ. კეინზი პროცენტის ნორმას. შეიძლება ითქვას, რომ თავისი თეორიის ფარგლებში ჯ. კეინზმა შექმნა „პროცენტის თეორია".

ჯ. კეინზის მიერ გადაწყვეტილი პრობლემის მეთოდოლოგიური ასპექტის სწორი გაგებისათვის აუცილებელია გავითვალისწინოთ, რომ პროცენტში იგულისხმება ორი დაპირსპირებული პოზიცია. ამასთან, ორივე გამომდინარეობს „კლასიკური სკოლიდან" (სმიტი, რიკარდო). მათ შორმებში შემოსავლებში იგულისხმება მისი გამოვლენის კონკრეტული ფორმები: „რენტა", „პროცენტი", „მოგება". ჯ. კეინზმა დაასაბუთა, რომ მათ შორის ძირითადს წარმოადგენს „პროცენტი", რომელიც მოგებასთან ურთიერთკავშირშია და განაპირობებს მას.

რაზეა დამოკიდებული პროცენტის ნორმა? მოგებისაგან განსხვავებით, რომლის ზომაც დამოკიდებულია რეალურ ინვესტიციებზე, პროცენტი დამოკიდებულია ლიკვიდურობაზე. რაც მეტია ფულის მასა, მით დაბალია პროცენტი. ამდენად, პროცენტი დამოკიდებულია, მეწარმისაგან დამოუკიდებელ ფაქტორებზე, მაშინ, როდესაც მოგება უპირველეს ყოვლისა, სამეწარმეო ძალისხმევის შედეგია.

თვით ფულადი მასის სიდიდე (M) კი განისაზღვრება მის სტრუქტურაში „რეალური" (ბანკნოტები და ჩეკები) და „პოტენციური" (სახელმწიფო ობლიგეციები) ფულის თანაფარდობით.

საქმე იმაში გახლავთ, რომ „პოტენციური" ფულის მასას ახლავს „თვითგადიდების" შესაძლებლობანი, რაც არ არის დამახასიათებელი „რეალური" ფულადი მასისათვის. ამდენად, ჯ. კეინზის ლოგიკური სისტემის საბოლოო ჩამოყალიბება შესაძლებელია შემდეგი სახით:



სქემა №1. დასაქმების, პროცენტისა და ფულის მასის დამოკიდებულება

ამ სქემიდან ჩანს, თუ რატომ დაარქვა ჯ. კეინზმა თავის წიგნს „დასაქმების, პროცენტისა და ფულის თეორია“. აქვე ჩანს, რომ პროცენტის დონე დამოკიდებულია წმინდა მონეტარულ ფაქტორებზე, რაც ჯ. კეინზს, მისი მსჯელობის ლოგიკიდან გამომდინარე, ხდის მონეტარისტად, რადგანაც მის თეორიაში ფულის მასა ხდება მაკროეკონომიკური რეგულრიების მთავარი ინსტრუმენტი. ამდენად, ინვესტიციების ზრდისათვის აუცილებელია გაიზარდოს ფულადი მასა და შემცირდეს პროცენტი და პირიქით. ჯ. კეინზი უპირისპირდება „კლასიკოსების“ შეხედულებებს, რომელთა თანახმადაც, მაღალი პროცენტი იწვევს დანაზოგების გადიდების შესაძლებლობას, რაც, თავის მხრივ, ზრდის ინვესტიციურ აქტიობას. უკნასკნელი კი განსაზღვრავს დასაქმების ამაღლებას. ამდენად, სქემატურად ეს ორი მიდგომა შეიძლება აისახოს შემდეგი სახით (სქემა №2).

კალსიკოსებისაგან განსხვავებით, კეინზი უპირატესობას ანიჭებს ლიკვიდურობას. მას მიაჩნდა, რომ ფულადი დანაზოგები ლიკვიდურ მდგომარეობაში აბრკოლებს დამატებითი ინევსტიციების წარმოქმნის შესაძლებლობებს, რაც იწვევს მათ „ეკონომიკურ ანიგილაციას“. ამდენად, ფულადი დანაზოგები არის პირდაპირი, წმინდა და აუნაზღაურებადი დანაზოგი ეროვნული შემოსავლისა.

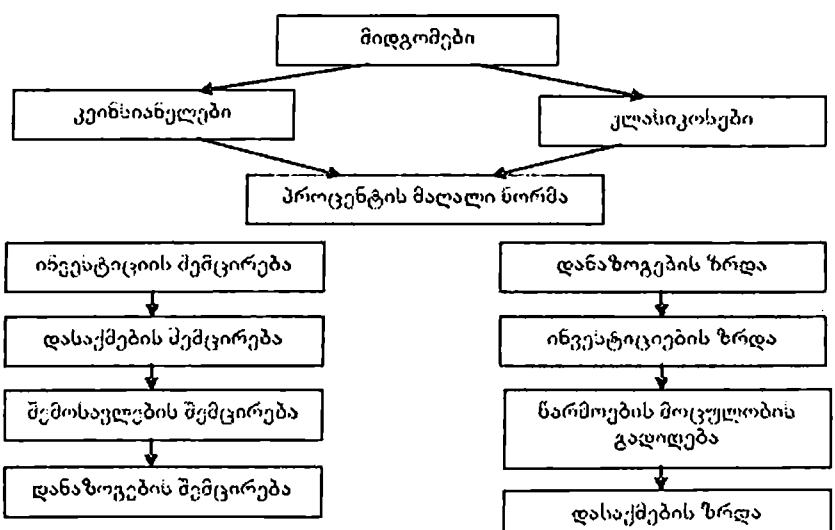
გარედან არარეგულირებადი ანუ თვითრეგულირებადი ეკონომიკის საბოლოო მოდელი, ჯ. კეინზის მიხედვით, შემდეგი სახით წარმოდგება:

- მაკროეკონომიკა ეს არის ერთობლივი მოთხოვისა და ერთობლივი მიწოდების სტიქიური ურთიერთქმედება;

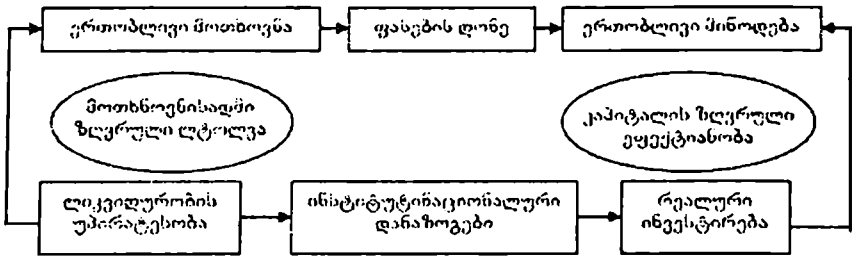
ერთობლივი მოთხოვნის მოცულობა განისაზღვრება „მოხმარებისადმი მოთხოვნით", ე. ი. ერთობლივი შემოსავლის ხარჯვის ხვედრითი წილის მოცულობით;

- ერთობლივი მიწოდების მოცულობა განისაზღვრება „კაპიტალის ზღვრული ეფექტიანობით" ანუ წარმოების გაფართოებით ისეთ მოცულობამდე, რომლის დროსაც ზღვრული დანახარჯები ემთხვევა ზღვრულ ამონაგებს;

„დანაზოგები ↔ ინვესტიციების" ამოსავალი პუნქტი განსაზღვრავს „ლიკვიდურობისადმი ლტოლვის" პუნქტს. ამდენად, სახელმწიფო ეკონომიკური პოლიტიკის სქემა, ჯ. კეინზის მიხედვით შემდეგი სახით წარმოდგება. (იხ. სქემა №3).



სქემა №2. კეინსიანური და კლასიკური მიდგომები



სქემა №3. ჯ. კეინსის მაკროეკონომიკური სქემა

მოცემულ სქემაზე წარმოდგენილ სიდიდეების სტიქიურ ფორმირებას მივყავართ იქითკენ, რომ სამომხმარებლო და ინვესტიციური წარმოება ვერ გადის რესურსების სრულ ათვისებაზე, მათ შორის, სრულ დასაქმებაზე. ამდენად, არ უნდა ველოდოთ „წყალობას" მაკრობაზრისაგან. საზოგადოებამ აუცილებლად უნდა არეგულიროს მაკრობაზარი სახელმწიფო პოლიტიკის საფუძველზე. აქ კი იგულისხმება:

- **ინვესტიციების სტიმულირება** (პროცენტის შემცირების საფუძველზე);
- **სამომხმარებლო მოთხოვნის სტიმულირება** (სამთავრობო დანახარჯების დაფინანსების ზრდის საფუძველზე).

ამდენად, ჯ. კეინზის მიხედვით ინვესტიციების ზრდა იწვევს ერთობლივი მოთხოვნის გადიდებას, რაც აფართოებს დასაქმებას, ხოლო ახალი მუშაკები ზრდის ეროვნულ შემოსავალს.

ამასთან, ჯ. კეინზი არ ისაზღვრება ისეთი ზედაპირული შედეგებით, როგორიცაა „ინვესტიციების ზრდა → დასაქმების ზრდა → ეროვნული შემოსავლის ზრდა → ერთობლივი მოთხოვნის ზრდა", არამედ განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევს ამ პროცესის ციკლურობას, განმეორებადობას.

ახალ ინვესტიციებს თავისთავად მივყავართ დასაქმების გაფართოებისკენ, მაგრამ ეს არის პირველადი გაფართოება, რადგანაც ახალი მუშა-ხელი იწვევს სამომხმარებლო საქონელსა და მომსახურებაზე ახალ მოთხოვნას, რაც, თავის მხრივ, მოითხოვს წარმოების გაფართოებას ანუ მომუშავეთა რაოდენობის გადიდებას და ა. შ. ამდენად, დასაქმების ნაზრდი იწვევს ინვესტიციების გადიდებას და, პირიქით. ამ თანაფარდობას ანუ ამ კოეფიციენტს:

$$K' = \frac{\text{დასაქმება}}{\text{ინვესტიციებთან}} \qquad (1)$$

K' – ჯ. კეიზნი უწოდებს „მულტიპლიკატორს", ხოლო ამ ეფექტს – „მულტიპლიკაციურს".

მულტიპლიკატორი არის მნიშვნელოვანი სიდიდე. ის თამაშობს არა მარტო წარმოების ზრდის იმპულსირების, და, შესაბამისად, დასაქმების ზრდის როლს, არამედ გაცილებით უფრო მნიშვნელოვანს – მაკროეკონომიკური რეგულირების როლს, ანუ იწვევს დანაზოგებისა და ინვესტიციების ბალანსირებას, დანაზოგების ანუ დამზოგველების და ინვესტიციების, ანუ ინვესტორების ინტერესთა დაბალანსებას.

კლასიკოსები ასეთ მექანიზმს „წონასწორობითი პროცენტის" შექმნაში ხედავენ, აქ იგულისხმება კრედიტი, ფასი, რომელიც აკმაყოფილებს როგორც დამზოგველებს, ასევე ინვესტორებს. ასეთი ახსნა გარკვეულ პერიოდში მისაღები იყო, მაგრამ მისი ახლებური გაგება მოგვცა ჯ. კეინზმა, როდესაც ასეთი მექანიზმის ფუნქცია დააკისრა მულტიპლიკატორს.

ეს სინამდვილეში ასეც არის, რადგანაც, თუ ფირმები ამცირებენ ინვესტიციებს, მაშინ, ამით განპირობებული წარმოების მოცულობის შემცირება, იწვევს დასაქმების დაცემას, რაც საბოლოოდ ამცირებს სამომხმარებლო მოთხოვნას და დანაზოგებს. მთელს ეკონომიკაზე გავრცობილი ეს მულტიპლიკაციური პროცესი იწვევს დანაზოგების ჯამურ შემცირე-

ბას, რაც ინვესტიციების ჯამური შემცირების ტოლფასია. ამის შედეგად დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის მყარდება წონასწორობა.

აქედან გამომდინარეობს მნიშვნელოვანი პრაქტიკული დასკვნა: ინვესტიციების შეზღუდვა ამცირებს დასაქმებას. ეს რომ ასე არ მოხდეს, აუცილებელია სახელმწიფომ გაზარდოს საბიუჯეტო დანახარჯები ინვესტიციებზე. აქ კარგად ჩანს სახელმწიფოს როლი ეფექტური საინვესტიციო პოლიტიკის წარმართვაში.

ამდენად, მეტად მნიშვნელოვანია საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის კვლევის პროცესში ამ ორი მიდგომის გათვალისწინება. მით უფრო, როცა ფაქტობრივად ჩამოყალიბდა შერეული ეკონომიკა და რეალურად განისაზღვრა სახელმწიფოს როლი ეკონომიკური პროცესების რეგულირებაში.

თავი II.

საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების საფუძველი

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაანალიზოთ ქვეყნის საინვესტიციო პოლიტიკა და საინვესტიციო გარემო;
გაერკვეთ საინვესტიციო კლიმატის არსში, შემადგენელ ელემენტებში, ფორმირების ძირითად ფაქტორებში;
განიხილოთ თავისუფალი ეკონომიკური ზონები, როგორც საინვესტიციო კლიმატის ფორმირების ერთ-ერთი ფაქტორი;
გაანალიზოთ საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო რეგულირების ფორმები და მეთოდები.

საინვესტიციო კლიმატი — არსი, მნიშვნელობა და ფორმირების ძირითადი ფაქტორები

ეკონომიკურ მეცნიერებასა და პრაქტიკაში ინვესტიციების რაციონალური გამოყენების პირობების ანალიზისთვის გამოიყენება ტერმინი – „საინვესტიციო კლიმატი". ეს ამა თუ იმ სამეურნეო სისტემაში, სოციალურ-ეკონომიკური, ორგანიზაციული, სამართლებრივი, პოლიტიკური და სოცლიალურ-კულტურული წინაპირობების განმაზოგადებელი მახასიათებლების ერთობლიობაა, რაც განსაზღვრავს საინვესტიციო მიმზიდველობასა და ინვესტირების მიზანშეწონილობას.

საქართველოში ხელსაყრელი კლიმატის ფორმირება წარმოადგენს ინვესტიციების მოზიდვისა და ქვეყნის შემდგომი ეკონომიკური განვითარების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს. ქვეყნის ინვესტიციური მიმზიდველობის შეფასება ნებისმიერ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების უმნიშვნელოვანესი წინაპირობაა. მსოფლიოში სხვადასხვა ქვეყნის საინ-

ვესტიციო კლიმატის შედარებითი შეფასების ისტორია 30 წელზე მეტს ითვლის. ამ სფეროში ერთ-ერთი პირველი გამოკვლევა ჩაატარეს ჰარვარდის ბიზნეს სკოლის თანამშრომლებმა. შედარებას საფუძვლად დაედო ექსპერტული შკალა, რომელშიც ჩართული იყო თითოეული ქვეყნის შემდეგი მახასიათებლები:

- საინვესტიციო საქმიანობის მარეგულირებელი საკანონმდებლო ბაზა;
- ეროვნული ვალუტის სიმყარე;
- ინფლაციის დონე;
- პოლიტიკური სიტუაცია;
- ეროვნული კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობები;
- კაპიტალის გატანის შესაძლებლობა.

80-იანი წლების ბოლოს გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნების გამოჩენამ განაპირობა განსაკუთრებული მეთოდური მიდგომების შემუშავება, ვინაიდან, ამ ქვეყნებს ინვესტირების სპეციფიური პირობები გააჩნდათ. 90-იანი წლების დასაწყისში, აღნიშნულ ქვეყნებთან მიმართებაში ექსპერტთა ჯგუფების მიერ ერთმანეთისგან დამოუკიდებლად მომზადდა საინვესტიციო კლიმატის შედარებითი შეფასების გამარტივებული მეთოდიკა, რომელიც, ინვესტირების პირობებთან ერთად მის შედეგებსაც ითვალისწინებდა. მასში დიდი ყურადღება დაეთმო ინსტიტუციური გარდაქმნების მასშტაბებს, გატარებული რეფორმების მდგრადობას და პერსპექტივებს, შრომითი რესურსების ხარისხს და ა. შ.

ამჟამად მსოფლიოში ქვეყნების ინვესტიციური მიმზიდველობის კომპლექსურ რეიტინგებს პერიოდულად აქვეყნებენ წამყვანი ეკონომიკური ჟურნალები: „Euromoney", „Fortune", „Economist"; საინტერესოა საინვესტიციო კლიმატის შეფასების ამერიკული გამოცდილება, სადაც ქვეყნდება „ყოველწლიური სტატისტიკური რუქა" თითოეულ შტატზე, რომელიც მოიცავს საინვესტიციო კლიმატის ოთხ განზოგადებულ მაჩვენებელს:

ინვესტიციების ეკონომიკურ ეფექტიანობას, საქმიან აქტივობას, ტერიტორიის განვითარების პოტენციურ შესაძლებლობასა და საგადასახადო პოლიტიკის ძირითად შემადგენლებს.

აქედან გამომდინარე, შეიძლება ითქვას, რომ საინვესტიციო კლიმატი ეს ეკონომიკის ინსტიტუციური სისტემის განსაკუთრებული ქვესისტემაა. მისი დანიშნულებაა, აქტიური საინვესტიციო საქმიანობის მეშვეობით შექმნას საზოგადოების საწარმოო ძალების მეცნიერულ-ტექნიკური განახლებისა და საზოგადოებრივ-ეკონომიკურ ურთიერთობების, განვითარების წინაპირობები.

ქვეყანაში არსებულ საინვესტიციო კლიმატზე მოქმედებს მრავალი ფაქტორი:

- ნორმატიულ-სამართლებრივი (სამართლებრივი ბაზის ხარისხი და სტაბილურობა, პოლიტიკური მდგომარეობა, მონოპოლიზაციის დონე, კორპორაციული მართვის დონე);

  მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები და მდგომარეობა (მშპ, ინფლაციის დონე, სარპოცენტო განაკვეთი);
- საგადასახადო კოდექსი;
- ინფორმაციული უზრუნველყოფა (ინფორმაციულობის დონე, სისრულე, ხელმისაწვდომობა და ა. შ.);
- ინვესტირებისათვის ქვეყნაში გამჭვირვალობის ხარისხის უზრუნველყოფა;
- საერთაშორისო ეკონომიკური და ფინანსური ორგანიზაციების მიმართ დავალიანებები.

ზემოთ დასახელებული ფაქტორები ზემოქმედებენ საინვესტიციო საქმიანობაზე, და მათ შეიძლება შეასრულონ როგორც პოზიტიური, ასევე ნეგატიური ზეგავლენა.

საინვესტიციო აქტივობის გაზრდის უმთავრესი წინაპირობაა მშპ-ის ზრდა, ინფლაციის დაბალი დონე, დაბალი საპროცენტო განაკვეთი, მოსახლეობის დანაზოგის გაზრდა.

ამდენად, საინვესტიციო გარემო ესაა იმ ფაქტორების ერთობლიობა, რომელიც დამახასიათებელია მოცემული ქვეყნისათვის და განსაზღვრავს შესაძლებლობებსა და სტიმულებს, რათა ფირმებმა გააფართოონ საქმიანობის მასშტაბები, განახორციელონ ინვესტიციები, შექმნან ახალი სამუშაო ადგილები და აქტიური მონაწილეობა მიიღონ გლობალურ ტენდენციებში. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების რისკი მეწარმეებს ეკისრებათ, მაგრამ სახელმწიფო მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს საინვესტიციო გარემოზე, იცავს რა უფლებებს საკუთრებაზე, ახორციელებს სამართლებრივ რეგულირებას და ბიზნესის დაბეგვრას, ქმნის ფინანსური ბაზრისა და შრომის ბაზრის ფუნქციონირების პირობებს, საბაზრო ინფრასტრუქტურას. სახელმწიფოს როლი ასევე მნიშვნელოვანია ისეთი საერთო პრობლემის გადაწყვეტისას, როგორიცაა კორუფცია, დამნაშავეობა, პოლიტიკური არასტაბილურობა. საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესება უნდა იყოს ნებისმიერი სახელმწიფოს პრიორიტეტული ამოცანა. პოლიტიკა და პოლიტიკური ღონისძიებები მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირებაში. საინვესტიციო კლიმატი მოიცავს ყველაფერ იმას რასაც ინვესტორი ითვალისწინებს, როდესაც აფასებს, თუ რამდენად ხელსაყრელია ამა თუ იმ ქვეყანაში პირობები ინვესტიციების გასახორციელებლად. მათ შორის ითვალისწინებს ისეთ ფაქტორებსაც, როგორიცაა ქვეყანაში არსებული იდეოლოგია და პოლიტიკა, ეკონომიკა, კულტურა. რაც უფრო ნაკლებად ხელსაყრელია საინვესტიციო კლიმატი, მით უფრო ძვირად აფასებს ინვესტორი თავის სამეწარმეო რისკს და შესაბამისად უფრო დიდი ძალისხმევა ესაჭიროება მიმღებ ქვეყანას ინვესტიციების მოსაზიდად. საინვესტიციო გარემოს გამოხატულებას წარმოადგენს ინვესტიციური იმიჯი, რომელიც ფორმირდება იმ ღონისძიებების ერთობლიობით, რომელიც ქვეყანაში ტარდება ინვესტიციების მოზიდვისა და საინვესტიციო სქმიანობის პირობების შექმნისათვის.

თავისუფალი ეკონომიკური ზონა, როგორც საინვესტიციო კლიმატის ფორმირების ერთ-ერთი ფაქტორი

ეკონომიკურ მეცნიერებასა და პრაქტიკაში, ხელსაყრელი საინვესტიციო კლიმატის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორად ხშირად მიიჩნევენ განსაზღვრულ ტერიტორიაზე და განსაზღვრულ რეჟიმში სპეციალური ეკონომიკური ზონების შექმნას. თავისუფალი ზონა არ არის განცალკევებული ტერიტორია, იგი ეროვნული საზღვრული სისტემაა. ხშირად თავისუფალი ეკონომიკური ზონები განიხილება, როგორც ეკონომიკურ პროცესში სახელმწიფოს ჩარევის მასშტაბების სელექციური შემცირების მექანიზმი. მსოფლიო პრაქტიკაში თავისუფალი ეკონომიკური ზონების მოქმედების სფეროს განსაზღვრისათვის მიღებულია ორი სხვადასხვა კონცეპტუალური მიდგომა. კერძოდ, ტერიტორიული და ფუნქციონალური. ტერიტორიული მიდგომის დროს ზონა განიხილება, როგორც განსაკუთრებული პრეფერენციული რეჟიმი, რომელიც ადგილმდებარეობის მიუხედავად ვრცელდება სამეურნეო სუბიექტების განსაზღვრულ სამეურნეო საქმიანობაზე. მაშასადამე, საწარმო რომელიც მდებარეობის მიუხედავად წარმოების განსაზღვრულ დარგს მიეკუთვნება, ღებულობს ზონის სუბიექტის სტატუსს ყველა დაშვებული შეღავათით. ხოლო, ფუნქციონალური ნიშნით კი, განასხვავებენ: სავაჭრო, სამრეწველო, სამეცნიერო-ტექნიკურ და კომპლექტურ ტიპებს. თავისუფალი ეკონომიკური ზონების კიდევ ერთი სახეობაა სამეცნიერო-ტექნოლოგიური ზონები, რომელთა ყველაზე გავრცელებული ფორმაა ტექნოპარკები. ისინი საჭიროებენ განსაკუთრებულ სახელმწიფო მხარდაჭერას და იქმნებიან მსხვილი სამეცნიერო ცენტრების ირგვლივ კვლევით, საპროექტო და სამეცნიერო საქმიანობის სტიმულირების მიზნით. სამეცნიერო-ტექნიკური ზონების უმრავლესობა მოქმედებს მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში, ვინაიდან მათი შექმნა და შემდეგი

ქმედითუნარიანობა სერიოზულ სუბსიდირებასა და სხვა სახის სახელმწიფო დაფინანსებასთან არის დაკავშირებული. სერვისული ზონები, როგორც თვით დასახელება მეტყველებს, გულისხმობს შეღავათიანი რეჟიმის დაწესებას სხვადასხვა სახის მომსახურებისათვის. აქ დასახელებულ ზონებთან ერთად, მსოფლიო პრაქტიკაში, აგრეთვე მიღებულია თავისუფალი ზონების შექმნა, რომლებიც წარმოადგენენ ორი ან რამდნეიმე სახის ზონის შერწყმულ მოდელებს.

საქართველოში თავისუფალ ეკონომიკური ზონების შექმნის ისტორია 1878 წელს, ბერლინის კონგრესიდან იწყება, სადაც თურქეთის მიერ რუსეთისათვის ბათუმის გადაცემის საკითხი წყდებოდა. ბრიტანეთის საგარეო საქმეთა მინისტრი მარკი სოლსბერის მოთხოვნით, რუსეთმა ივალდებულა ბათუმი „პორტო ფრანკოდ“, საბაჟო გადასახადებისგან თავისუფალ ტერიტორიად გამოეცხადებინა. რუსეთმა ბათუმი „პორტო ფრანკოდ“ 1978 წლის 8 ოქტომბერს გამოაცხადა. ეს რეჟიმი 8 წელიწადს გაგრძელდა. საქართველოში თავისუფალი ეკონომიკური ზონების ფორმირებისთვის შემდგომი ნაბიჯი 1980-იან წლების ბოლოს გადაიდგა და ეს პროცესი რამდენიმე ეტაპს მოიცავდა. დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ საქართველოში თავისუფალი ეკონომიკური ზონებით დაინტერესება 1992 წლიდან დაიწყო. მაშინ ამ ინსტიტუტებისადმი ინტერესი გამოწვეული იყო იმ შესაძლებლობებით, რომლებიც ფირმას მისცემდა საშუალებას გადასახადებისა და ბაჟის გადახდის გარეშე დროებით შემოეტანათ საქონელი ქვეყანაში. თანამედროვე პირობებში კიდევ უფრო გაიზარდა თეზ-ებით დაინტერესების მიზეზები.

თავისუფალი ეკონომიკური ზონების შექმნით სახელმწიფოები სხვა ქვეყნის რეზიდენტებისაგან იღებენ დამატებით ფინანსურ შემოსავლებს, ანვითარებენ ინფრასტრუქტურას, ქმნიან სამუშაო ადგილებს და ა. შ. ძირითადად სახელმწიფოს მხრიდან მსგავსი ინვესტიციები ეყრდნობა შემდეგ სტრატეგიულ მიზნებს:

- **ეკონომიკური მიზნები** – უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა; ეკონომიკაში სავალუტო შენატანების ზრდა სავალუტო შენატანების ხარჯზე და ა. შ.;
- **სოციალური მიზნები** – რეგიონული ერთეულების განვითარების დაჩქარება; მოსახლეობის დასაქმებისა და შემოსავლების დონის ზრდა;
- **სამეცნიერო-ტექნიკური მიზნები** – მაღალი ტექნოლოგიების დანერგვა.

თანამედროვე ეტაპზე მსოფლიო ეკონომიკის სისტემაში გაძლიერდა ინტეგრაციის პროცესები, რომლებიც მოითხოვენ ეროვნული ეკონომიკების ლიბერალიზაციას, შრომის საერთაშორისო დანაწილებაში ქვეყნების აქტიურ მონაწილეობას, ექსპორტზე ორიენტირებული სტრატეგიების შემუშავებასა და განხორციელებას და ა. შ.

მოგების ნორმა ევროპულ თეზ-ებში შეადგენს 30-35%-ს, ხოლო ამერიკულ თეზ-ებში 40%-ს აღწევს. აზიაში შექმნილი უდიდესი „ჯებელ ალი" ე. წ. „დუბაის სასწაული" აერთიანებს 58 ქვეყნის 700-მდე კომპანიას, რომელიც ამ ზონაში მოქმედებს და რომლის ინვესტიციების საერთო მოცულობა 11 მლრდ. დოლარს შეადგენს.

ამჟამად საქართველოში იგეგმება 5 თავისუფალი ეკონომიკური ზონის შექმნა: 1 ბათუმში, 2 ქუთაისში, 1 ფოთში და 1 თბილისში. ქუთაისში თეზ-ი 2009 წლის 5 ივნისს შეიქმნა და მისი ფართობი 27 ჰა-ია. ეს ზონა ეგვიპტურმა კომპანიამ „Fresh" და ქართულმა კომპანიამ „Georgian International Holding"-მა მოაწყვეს. ეგვიპტური კომპანიის მიერ განხორციელდა 115 მლნ. აშშ დოლარის ინვესტიცია და დასაქმებულია 450 ადამიანი, მათგან 98% ადგილობრივი მოსახლეობაა. ფოთში არსებული კომპანია „Rakia Georgia Holding" აშენებს მოცემულ ზონას და მისი ბიუჯეტი 22 000 ლარს შეადგენს. ფოთის ინდუსტრიული ზონა ოფიციალურად 2010 წლის 23

ნოემბერს გაიხსნა. აჭარის თეზ-ი მოიცავს მთელ ხელვაჩაურის რაიონს, სადაც დასაქმდება 4 600 ადამიანი.

თავისუფალი ეკონომიკური და ტურისტული ზონების შემდეგ მთავრობა საქართველოს ინფორმაციულ-ტექნოლოგიურ ზონად აცხადებს და საინფორმაციო ტექნოლოგიების ბიზნესის სტიმულირებასაც იწყებს. ამ ზონის არსებობა ქვეყანას შესაძლებლობას მისცემს IT სექტორი განვითარდეს, უცხოური ინვესტიციები მოიზიდოს და ეს დარგი ექსპორტზე ორიენტირებული გახადოს. საქართველოში თავისუფალი ეკონომიკური ზონების შექმნის მთავარი მიზანი სწორედ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვაა. თუმცა მოცემული საკითხი საკმაოდ ცხარე კამათის საგანს წარმოადგენს და გააჩნია როგორც მომხრეები, ასევე მოწინააღმდეგეებიც. უცხოელ ექსპერტთა, ქართველ ეკონომისტთა და არასპეციალისტთა მოსაზრებები ძირითადად შემდეგ ჯგუფებად შეიძლება დაიყოს:

- საქართველოში მოქმედებს ლიბერალური საგადასახადო რეჟიმი და თეზ-ების შექმნისათვის ბრძოლა ე. წ. „ღია კარების“ მტვრევაა;
- წინააღმდეგნი, რომელთაც მიაჩნიათ, რომ იქმნება საფრთხეები ტერიტორიალური მთლიანობის, ეკონომიკური უსაფრთხოების მხრივ და ა. შ.
- მომხრეები.

თავისუფალი ეკონომიკური ზონების მომხრეების თვალსაზრისთ, განვითარებადი და გარდამავალი ქვეყნების მიზანს მოცემული ზონების შექმნისას წარმოადგენს ღია ეკონომიკის პრინციპების დანერგვა ქვეყანაში, რაც თავის მხრივ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას, სამუშაო ადგილების გაზრდას, უცხოური ვალუტის მოზიდვას, ტექნოლოგიების შემოდინებას, მართვის მოწინავე მეთოდების მოზიდვას განაპირობებს. თუმცა ყურადღება უნდა გავამახვილოთ იმ საფრთხეებზეც, რომელმაც შეიძლება თავი იჩინოს ქვეყანაში, რომელიც საკმაოდ მაღალი ხარისხის „ინვესტიციურ შიმშილს“ განიცდის და რო-

დესაც ასეთ პირობებში იქმნება თავისუფალი ეკონომიკური ზონები, ინვესტიციები თავს იყრის სწორედ იმ ზონაში, ხოლო სხვა რეგიონებში ინვესტიციური დეფიციტი იზრდება; სახელმწიფო ხელისუფლების მიერ მცირდება ამ ზონების კონტროლი; ხშირ შემთხვევაში ადგილი აქვს „შავი ფულის" გათეთრებას, რითაც ზარალდება ქვეყნის ეკონომიკა.

თავისუფალი ეკონომიკური ზონებით მეწარმეები შემდეგი მიზეზების გამო ინტერესდებიან:

- არ არსებობს მოგების გადასახადი, ან თუ არსებობს ძალიან დაბალია;
- ფირმის რეგიტრაციის პროცედურა მაქსიმალურადაა გამარტივებული;
- არ არსებობს შეზღუდვა ზონაში ვალუტის შეტანასა და გატანაზე;
- ფირმის მართვის პროცედურა მეტად მარტივია.

ასეთ ზონებში რეგისტრირებული ეკონომიკური აგენტები მნიშვნელოვანი საგადასახადო და სხვა შეღავათებით სარგებლობენ. გარდა ამისა ასეთ ზონებში მოქმედებს საწარმოთა რეგისტრაციის, ინვესტირების, მოგების რეპატრიაციის უცხოელ ფიზიკურ პირთა ზონის ტერიტორიაზე გადაადგილების განმარტივებული ადმინისტრაციული წესები, საგადასახადო შეღავათების გარდა, ქვეყანაში მოქმედებს საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის რეგულირების მეტად ლიბერალური სისტემა, რომელიც სავსებით შეეფერება ეკონომიკური ზონის პრინციპებს. კერძოდ, ქვეყანაში არ არსებობს ექსპორტის ან იმპორტი კვოტირების წესი, საერთაშორისო ნორმებით დასაშვებ მინიმუმამდეა შემცირებული საექსპორტოდ აკრძალული და ლიცენზირებული პროდუქციის ნუსხა, გაუქმებულია საგარეო ეკონომიკური კონტრაქტების რეგისტრაციის სავალდებულო წესი.

რაც შეეხება საინვესტიციო რეჟიმს, აღსანიშნავია, რომ როგორც უცხოური, ასევე სამამულო ინვესტიციებზე ვრცელ-

დება აბსოლუტურად იდენტური გარანტიები, რომლებიც იცავენ ინვესტორებს მათი კაპიტალის ნაციონალიზაციისა და ექსპროპრიაციისაგან. უცხოელ ინვესტორებს მინიჭებული აქვთ მოგებისა და სხვა ფულადი სახსრების თუ მატერიალური საშუალებების რეპატრიაციის შეუზღუდავი უფლება, რაც აძლევთ ინვესტიციებთან დაკავშირებული დავების საერთაშორისო სამასრთლებრივი ნორმების დაცვით განხილვის შესაძლებლობას. გარდა ამისა საქართველოს ინვესტიციებს წახალისებისა და ურთიერთდაცვის შესახებ დადებული აქვთ შეთანხმებები მსოფლიოს მრავალ ქვეყანასთან, მათ შორის აშშთან, თურქეთთან, იტალიასთან, საბერძნეთთან და სხვა ქვეყნებთან. აღსანიშნავია, რომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეთანხმების მე-8 მუხლთან მიერთების შემდეგ საქართველოში მოხსნილია ყოველგვარი შეზღუდვა ეროვნული ვალუტის კონვერტაციაზე და უცხოური ვალუტის ქვეყნის ფარგლებს გარეთ გატანაზე. ეს შეთანხმებები ზემოაღნიშნულ კანონთან ერთად წარმოადგენენ საინვესტიციო საქმიანობის გარანტიებს მნიშვნელოვან სამართლებრივ საფუძვლებს.

ამრიგად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ ქვეყნის საინვესტიციო კლიმატი არსებითად დამოკიდებულია ყველა საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობაზე. ამასთან, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას ინვესტორი ცდილობს მაქსიმალურად შეამციროს რისკი და გაზარდოს დაბანდებული კაპიტალიდან სარგებელი.

საინვესტიციო კლიმატის რეგულირება და შეფასების ძირითადი ასპექტები

ინვესტიციური ბაზრის ფორმირების პროცესში ინვესტირების სტრატეგიის შემუშავებისა და ინვესტიციების რაციონალურად გამოყენების ანალიზისთვის ეკონომიკურ ლიტერატურაში ფართოდ გამოიყენება საინვესტიციო გარემოს კატეგო-

რია და მისი შეფასების ძირითადი ასპექტები. ეს არის იმ სოციალური, ეკონომიკური, ორგანიზაციული, სამართლებრივი და პოლიტიკური წინამძღვრების ერთობლიობის განზოგადებული მახასიათებელი, რომელიც განსაზღვრავს ამა თუ იმ ქვეყნის, რეგიონის ინვესტირების მიზანშეწონილობას. ამიტომ ეკონომიკურ პუბლიკაციებში საინვესტიციო გარემოსა და საინვესტიციო მიზანშეწონილობას არც თუ იშვიათად სინონიმებად ხმარობენ. საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებაში გადამწყვეტ როლს შემდეგი ოთხი ფაქტორი ასრულებს:

1. **მაკროეკონომიკის ეფექტიანი მართვა;** ეს გულისხმობს ქვეყნის ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის შეთანხმებულ მოქმედებას. ისეთ ბიუჯეტს, რომელიც კონტროლს ექვემდებარება;
2. **დაბალი ან კლებადი ონფლაცია;**
3. **სავალუტო კურსის სტაბილურობა;** ეს კი გულსიხმობს ეროვნულ ბანკს, რომელსაც შესაძლებლობა აქვს ცვალოს საპროცენტო განაკვეთი, რათა გააკონტროლოს ინფლაცია და შეინარჩუნოს ქვეყნის ვალუტის ღირებულება;
4. **ადგილობრივი ბაზრის განვითარების ისეთი დონე, რომელიც კაპიტალბრუნვის საშუალებას იძლევა;** ამის მიღწევა კი, შესაძლებელია იმ შემთხვევაში თუ არსებობს:

    - მოგების მიღების სერიოზული პოტენციალი და მოგებისა და კაპიტალის გატანის შესაძლებლობები;

      სათანადოდ განვითარებული ინფრასტრუქტურა. ეს მოიცავს ტელეკომუნიკაციებს, ავტომაგისტრალებს, პორტებს, აეროპორტებს, ელექტროენერგიის გამომუშავებისა და სადისტრიბუტორო სისტემის განვითარების სათანადო დონეს, აგრეთვე

ნედლეულისა და მასალების მიღების შესაძლებლობებს.

დღეისათვის ეკონომისტთა უმრავლესობა ერთნაირად განმარტავს საინვესტიციო გარემოს შინაარსს, მაგრამ მისი სტრუქტურისა და შეფასების მეთოდიკის დაკონკრეტებისას მათი შეხედულებები არსებითად განსხვავებულია.

ვიწრო გაგებით იგი ეყრდნობა შემდეგი მაჩვენებლების შეფასებას:

- *მთლიანი შიდა პროდუქტის, ეროვნული შემოსავლისა და სამრეწველო პროდუქციის წარმოების მოცულობათა დინამიკას;*
- *ეროვნული შემოსავლის განაწილების, დაგროვებისა და მოხმარების პროპორციების დინამიკას;*
- *საპრივატიზაციო პროცესების მიმდინარეობას;*
- *საინვესტიციო საქმიანობის საკანონდმებლო რეგულირების მდგომარეობას;*
- *ცალეული ინვესტიციების ბაზრის განვითარების დონეს.*

ფართო გაგებით საინვესტიციო კლიმატის შეფასება ეყრდნობა საინვესტიციო გარემოზე მოქმედ ფაქტორთა კომპლექსურ შეფასებას, მათ შორისაა:

- *მეურნეობის ზოგადი პირობები* (ეკოლოგიური უსაფრთხოების, მატერიალურ-ნივთობრივი დარგების განვითარების დონე და ა. შ.);
- *რეგიონის საბაზრო გარემო* (საბაზრო ინფრასტრუქტურის განვითარება, პრივატიზაციის გავლენა საინვესტიციო აქტიურობაზე, ინფლაცია და მისი ზეგავლენა საინვესტიციო საქმიანობაზე, საინვესტიციო პროცესში მოსახლეობის ჩაბმის დონე, მეწარმეობის კონკრეტული გარემოს განვითარება, გასაღების ადგილობრივი ბაზრის ტევადობა, მეურნეობათაშორისი კავშირების ინტენსივობა, საექსპორტო შესაძლებლო-

ბები, საზღვარგარეთული კაპიტალის არსებობა); პოლიტიკური ფაქტორები (ხელისუფლებისადმი მოსახლეობის ნდობის ხარისხი, ცენტრისა და რეგიონული ხელისუფლების ურთიერთდამოკიდებულება და ა. შ.);

- ***სოციალური ფაქტორები*** (მოსახლეობის ცხოვრების დონე, საბინაო-საყოფაცხოვრებო პირობები, სამედიცინო მომსახურების განვითარება, ალკოჰოლიზმისა და ნარკომანიის გავრცელება, დანაშაულებათა დონე, მოსახლეობის დამოკიდებულება ადგილობრივი და უცხოელი მეწარმეების მიმართ და ა. შ.);
- ***ორგანზიაციულ-სამართლებრივი ფაქტორები*** (ხელისუფლების დამოკიდებულება საზრვარგარეთელ ინვესტორებისადმი, ხელისუფლების ორგანოების მიერ კანონმდებლობის დაცვა, ოპერატიულობის დონე საწარმოების რეგისტრაციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებისას, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ადგილობრივ მეწარმეთა საქმიანი თვისებები და ეთიკა და ა. შ.);
- ***ფინანსური ფაქტორები*** (ბიუჯეტის შემოსავლები, არასაბიუჯეტო ფონდების სახსრებით უზრუნველყოფა მოსახლეობის ერთ სულზე გაანგარიშებით, რეგიონული ბიუჯეტებიდან რესურსების მიღების ხელმისაწვდომობა, უცხოური ვალუტით კრედიტის მიღების ხელმისაწვდომობა და ა. შ.).

სხვადასხვა დონის სამეურნეო სისტემების საინვესტიციო გარემოს შეფასებისადმი ფაქტორული მიდგომის დროს, კრებსით მაჩვენებლად გამოდის ყველა ფაქტორის მიხედვით შესრულებულ მრავალრიცხოვან საშუალოშეწონილ შეფასებათა ჯამი:

$$Q = \sum i(X_i \cdot P_i) \qquad \text{სადაც,}$$

Q – რეგიონის ან დარგის საინვესტიციო გარემოს ჯამური შეწონილი შეფასებაა;

$\mathbf{X_i}$ – ფაქტორის საშუალო ბალური შეფასება რეგიონის ან დარგისთვის;

$\mathbf{P_i}$ – ფაქტორის წონა.

საინვესტიციო გარემოს შეფასების კრებსითი მაჩვენებელი ვერ გამოდგება ინვესტიციების დაბანდებისთვის ამა თუ იმ სამეურნეო სისტემის მიმზიდველობის ერთმნიშვნელოვან კრიტერიუმად. მას ჩვეულებრივ, აფასებენ იმ ფაქტორების განვითარების შესახებ ინფორმაციით, რომლებიც უშუალოდ გავლენას ახდენენ საინვესტიციო გარემოს მდგომარეობასა და დინამიკაზე.

იაპონიაში საინვესტიციო გარემოს აღწერილობით მახასიათებლებს იყენებენ მისი რაოდენობრივი შეფასების გარეშე. ეს მეთოდიკა ართულებს სამეურნეო სისტემების შედარებას და მასში ჭარბადაა სუბიექტურობის ელემენტები, რის გამოც მის დანერგვას მხარი არ დაუჭირეს სხვა ქვეყნებში.

აშშ-ში, ყველა შტატის მიხედვით აქვეყნებენ „ყოველწლიურ სტატისტიკურ რუქას“, რომელიც საინვესტიციო კლიმატის ოთხ განზოგადებულ მაჩვენებელს მოიცავს:

- ინვესტიციების ეკონომიკურ ეფექტიანობას;
- საქმიან სიცოცხლისუნარიანობას;
- ტერიტორიის განვითარების პოტენციალს;
- საგადასახადო პოლიტიკის ძირითად შემადგენლებს.

საინვესტიციო გარემოს შეფასებას საზღვარგარეთ, როგორც წესი, ახორციელებენ მაკროეკონომიკური სფეროს მიმართ. სპეციალური კონსალტინგური ფირმები და ესპერტები ანალიზს ატარებენ სხვადასხვა ქვეყნის მიხედვით, შემკვეთთა და დაინტერესებულ პირთა მოთხოვნებიდან გამომდინარე.

გამოთქმული მეთოდოლოგიური მოსაზრებების საფუძველზე გავაანალიზოთ საინვესტიციო გარემოს შეფასების მეთოდიკის ღირსებები და ნაკლოვანებები. სამეურნეო სისტემის საინვესტიციო მიზანშეწონილობის შეფასების ძირითად მაჩვენებლად ვიწრო გაგების მომხრეები გვთავაზობენ გამოყენებული აქტივების მომგებიანობის დონის გათვალისწინებას, რომელიც ორ ვარიანტადაა გაანგარიშებული:

1. საქონლისა და მომსახურების რეალიზაციიდან მიღებული მოგების შეფასება გამოყენებული აქტივების მთლიან თანხასთან;
2. საბალანსო მოგების შეფასება გამოყენებული აქტივების მთლიან თანხასთან.

ასეთი მიდგომა ყურადსაღებია ანალიზისა და გაანგარიშებების შედარებითი სიმარტივის გამო. იგი უნივერსალურია და მისი გამოყენება შეიძლება საინვესტიციო გარემოს გამოსაკვლევად სხვადასხვა დონის სამეურნეო სისტემებში.

საინვესტიციო გარემოს დახასიათების მიმართ ზემოთ ფორმირებული დამატებითი მეთოდოლოგიური მოთხოვნები იძლევა მისი შეფასების ფაქტორული მეთოდის სრულყოფის მთელ რიგ მიმართულებათა შემოთავაზების შესაძლებლობას. ესენია:

- ინვესტორსა და ქვეყნის ინვესტირებადი სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის ინტერესების შერწყმა;
- სტრუქტურულ გარდაქმნათა აუცილებლობისა და ქვეყნის ეკონომიკური მდგრადობის უზრუნველყოფის გათვალისწინება;
- აუცილებელია ფაქტორების კომპლექსიდან ისეთი ძნელად განსასაზღვრავი ფაქტორების ამოღება, როგორიცაა რეგიონული ორგანოების მუშაკთა დამოკიდებულება მეწარმეებისადმი;

- რეგიონების საინვესტიციო გარემოს სტრუქტურიზაცია ეკონომიკაში პრიორიტეტული დარგებისა და რაიონების მიხედვით;
- რეგიონთაშორისო კორპორაციისა და შრომის რეგიონთაშორისო დანაწილების განვითარების დონის ასახვა.

საინვესტიციო გარემოს ანალიზის ახალ შესაძლებლობებს იძლევა თანამედროვე ეკონომიკური აზრის ერთ-ერთი წამყვანი მიმართულება – ინსტიტუციონალიზმი. დიდი მნიშვნელობა აქვს იმ განსაკუთრებულ ინსტიტუციურ სისტემების დახასიათებას, რომლებიც უზრუნველყოფენ ეკონომიკის ეფექტიან ფუნქციონირებას და ეკონომიკურ ზრდას. საინვესტიციო გარემო ეკონომიკის ინსტიტუციური სისტემის განსაკუთრებული ქვესისტემაა, რომელმაც აქტიური საინვესტიციო საქმიანიობის მეშვეობით წინამძღვრები უნდა შეუქმნას საზოგადოებრივ-ეკონომიკურ ურთიერთობათა ყველაზე უკეთ გამოყენებას საზოგადოების საწარმოო ძალთა განვითარებასა და სამეცნიერო ტექნოლოგიურ განახლებაში.

საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო რეგულირება

საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო რეგულრიების ქვეშ იგულისხმება გარკვეული საკანონმდებლო ხასიათის ადმინისტრაციული და ეკონომიკური ფორმები და მეთოდები, რომელიც გამოყენებულ იქნება ყველა დონის მართვის ორგანოს მიერ საინვესტიციო პოლიტიკის განხორციელებისას, რათა უზრუნველყოფილ იქნას: ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების ძირითადი ამოცანები როგორც მთელი ქვეყნის, ასევე რეგიონების დონეზე; ინვესტიციების ეფექტიანობის ამაღლება; უსაფრთხო პირობების უზრუნველყოფა სხვადასხვა ობიექტებში ინვესტირებისას.

საქართველოში საინვესტიციო საქმიანობა რეგულირდება საერთო სახელმწიფო კანონდმებლობით, ასევე სპეციალური ნორმატივებითა და აქტებით.

პრინციპიალური მნიშვნელობა აქვს შემდეგ კანონებს: საქართველოს კონსტიტუცია, სამოქალაქო და საგადასახადო კოდექსი, კანონი სააქციო საზოგადოების შესახებ, პრივატიზაციის, საერთაშორისო ეკონომიკური საქმიანობის, სატარიფო კონტროლისა და სავალუტო რეგულირების შესახებ კანონებს და ა. შ. მიღებულია აგრეთვე რიგი სპეციალური კანონებისა, დადგენილებებისა და ნორმატიული აქტების შესახებ, რომელთა საშუალებითაც ხდება უშუალოდ საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირება ქვეყანაში. ყველა ეს ღონისძიება მიმართული უნდა იქნას სახელმწიფო ინვესტიციური და სტრუქტურული პოლიტიკის ამაღლებისაკენ, არარეზიდენტი ინვესტიციების მოზიდვა საწარმოო სფეროში, პირობების შექმნა კერძო ინვესტიციების მოზიდვისა და ეფექტიანობის ამაღლებისათვის.

საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო რეგულირება ხორციელდება:

- სახელმწიფო ინვესტიციურ პროგრამებთან შესაბამისობაში;
- სახელმწიფო ინვესტიციების პირდაპირი მართვით;
- დიფერენცირებული საგადასახადო ტარიფების და შეღავათების სისტემის შემოღებით;
- ფინანსური დახმარების გამოყენებით: დოტაციის, სუბსიდიის, საბიუჯეტო სესხის მეშვეობით ცალკეული ტერიტორიების, წარმოების, დარგების განვითარებისათვის;
- საფინანსო და საკრედიტო პოლიტიკის, ფასწარმოქმნის პოლიტიკის, საამორტიზაციო პოლიტიკის განხორციელებით;

- ანტიმონოპოლიური ღონისძიებებით, სახელმწიფო საკუთრების ობიექტების პრივატიზაციით;
- ინვესტიციური პროექტების ექსპერტიზით.

სახელმწიფო გამოიყენებს როგორც **ადმინისტრაციულ**, ასევე **ეკონომიკურ** მეთოდებს, რომელიც ზემოქმედებს ქვეყანაში საინვესტიციო აქტივობაზე.

რეგულირების ადმინისტრაციული (პირდაპირი) მეთოდი — გულისხმობს პირდაპირ ზემოქმედებას საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტზე; სახელმწიფოს გააჩნია უფლება და შესაძლებლობა უგულებელყოს ეკონომიკური სუბიექტი სხვა ეკონომიკურ სუბიექტებთან მიმართებაში, რეგლამენტის, აკრძალვის, შეზღუდვის ან ნებართვის გამოყენების საშუალებით. მსგავსი ზემოქმედების ინსტრუმენტებს წარმოადგენს საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტები. მაგალითად, კანონით დგინდება, რომ ყველა საინვესტიციო პროექტი ექვემდებარება ეკოლოგიურ ექსპერტიზას.

სახელმწიფო ეკონომიკური მეთოდების ზემოქმედება — ესაა მეთოდები, რისი მეშვეობითაც სახელმწიფო ზემოქმედებს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებზე საინევსტიციო გადაწყვეტილებების სტიმულირებით, როგორც თვით სუბიექტების, ასევე მთელი საზოგადოების ინტერესებიდან გამომდინარე.

ეკონომიკურ მეთოდებს განეკუთვნება: რეფინანსირების, საგადასახადო შეღავათების და ჩამოფასებების ნორმის დადგენა, საგადასახადო ნორმების, ტარიფების და საგადამხდელო ნორმების დიფერენციაცია ისეთ ინვესტიციურ რესურსებზე, როგორიცაა: მიწა და ზოგადად ბუნებრივი რესურსები.

ბოლო წლებში საქართველოს მთავრობა მნიშვნელოვან ნაბიჯებს დგამს ქვეყანაში საინვესტიციო გარემოს გასაუმჯობესებლად. 2005 წელს მიღებული ახალი საგადასახადო კოდექსით შემცირდა საგადასახადო განაკვეთები და იმ გადასახადების რაოდენობა, რომლითაც ბიზნესი და ინდივიდები

იბეგრებოდნენ. 2006 წელს მიღებული საბაჟო კოდექსით შემცირდა საბაჟო კატეგორიები და ესპორტისა და იმპორტის სატარიფო განაკვეთები, რაც ამარტივებს ვაჭრობას. მსგავსი ლიბერალიზაცია ლიცენზირების, ნებართვებისა და შრომის რეგულირების სფეროებშიც განხორციელდა. ბევრ მათგანში, განსაკუთრებით შრომის რეგულირებისა და სავაჭრო რეჟიმის სფეროებში, საქართველოს ამჟამად მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე ლიბერალური საკანონმდებლო ბაზა გააჩნია.

ყველაზე მნიშვნელოვანი კანონები, რომლებიც საქართველოში უშუალოდ საინვესტიციო საქმიანობას არეგულირებს, არის 1996 წელს მიღებული კანონი „საინვესტიციო საქმიანობის ხელშეწყობისა და გარანტიების შესახებ“, 2006 წლის „კანონი ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის შესახებ“ და 2002 წლის კანონი „საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს“ შესახებ. გარდა ამისა, არსებობს კანონები პრივატიზების, მიწის შესყიდვის, კონცესიების, ნებართვებისა და ლიცენზიების შესახებ, რომლებიც ასევე ეხება ინვესტორებს.

1996 წლის კანონი ინვესტიციების შესახებ აწესებს ეროვნულ რეჟიმს ანუ უცხოელი ინვესტორებისათვის ისეთივე რეჟიმი მოქმედებს, როგორც ადგილობრივებისათვის, მოგების რეპატრიაციის უფლებას, უარყოფითად მოქმედი საკანონმდებლო ცვლილებებისაგან დაცვის 10-წლიან გარანტიას და დავების მოგვარების საერთაშორისო პრაქტიკის გამოყენების შესაძლებლობას. ინვესტორთა უფლებები, განსაზღვრულია აგრეთვე საქართველოს ორმხრივ საინვესტიციო ხელშეკრულებებში, რომელთა რიცხვი დიდი არ არის (ძალაშია შესული 21 ასეთი ხელშეკრულება) და არ მოიცავს ევროკავშირის რამდენიმე ქვეყანას. იგივე შეიძლება ითქვას ორმაგი დაბეგვრის თავიდან ასაცილებლად საქართველოს მიერ დადებულ ხელშეკრულებებზეც. მათ ნაკლებობას მსხვილი ინვესტორების მოთხოვნილება განაპირობებს. ამ სფეროს რეგულირების შესახებ საგადასახადო ხელშეკრულებები სტანდარტულ

პროცედურებს განსაზღვრავს და მათი შესრულება რთული არ არის. უფრო დიდ პრობლემას ორმხრივი საინვესტიციო ხელშეკრულებები წარმოადგენს საერთაშორისო არბიტრაჟის მკაცრი მოთხოვნების გამო. არბიტრაჟი, რომელიც ინვესტორს ნეიტრალური და სამართლიანი სასამართლოთი უზრუნველყოფს, სწრაფად ვითარდება და იხვეწება "საინვესტიციო დავების საერთაშორისო ცენტრის კონვენციის შესაბამისად". შესაძლებელია ზემოაღნიშნული კანონის დებულება გაფართოვდეს და მასში „სამართლიანი და თანასწორი მიდგომის" და დავის მოგვარების უფრო დახვეწილი მექანიზმი აისახოს. ამ კანონის მე-7 მუხლში ნათქვამია, რომ სახელმწიფოს შეუძლია ინვესტიციის ჩამორთმევა „სასამართლოს გადაწყვეტილებით ან ორგანული კანონით დადგენილი გადაუდებელი აუცილებლობისას და მხოლოდ სათანადო ანაზღაურებით". კომპენსაცია, რომელიც შეესაბამება „რეალურ ღირებულებას", გაიცემა მე-8 მუხლის შესაბამისად. ბოლო დროს, თბილისში, ქონების „ნებაყოფლობითი" გადაცემის შემთხვევები (რესტორნები, აბანოები), რომლებიც, მართალია, მხოლოდ ადგილობრივი ბიზნესით შემოიფარგლებოდა, ირიბი, აუნაზღაურებელი ექსპროპრიაციის შემთხვევებს წარმოადგენდა და, ზოგადად, ინვესტიციების დაცვის გარანტიებზე არ მეტყველებს.

2002 წელს მიღებული კანონი „საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს შესახებ" განსაზღვრავს ამ სააგენტოს როლს და გარკვეულ პროგრამებს უცხოური და ადგილობრივი საწარმოების ხელშეწყობისათვის. უნდა აღინიშნოს, რომ ამ პროგრამების განხორციელება კარგა ხანია დასრულდა და ის ფუნქციები, რომელბიც სააგენტოს კანონით მიენიჭა, აღარ შეესაბამება მის ამჟამინდელ სტატუსს და შესაძლებლობებს. მაგალითად, 100 000 აშშ დოლარზე მეტი კაპიტალდაბანდების სააგენტოში სავალდებულო რეგისტრირების და საინვესტიციო გეგმების შესახებ ყოველწიური ანგარიშების წარდგენის მოთხოვნა არავის შეუსრულებია. 2002-2003

წლებში „პრეზიდენტის ფონდი" ძირითადად, ადგილობრივი კომპანიების ინვესტიციების სტიმულირებისათვის გამოიყენებოდა, რაც მათთვის სუბსიდიების მიცემასა და საბანკო გარანტიების მიღებაში დახმარების აღმოჩენაში გამოიხატებოდა. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ ინვესტიციების მხარდასაჭერი პოლიტიკა არ არსებობდა.

2006 წლის კანონი „ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის" შესახებ ცდილობს ინვესტიციების ხელშეწყობის პროცედურების დახვეწას. ამ კანონის მიხედვით საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტო ინვესტორების წარმომადგენელი უნდა იყოს ადმინისტრაციული ორგანოებისგან ნებართვის მიღების პროცესში. ამ მომსახურებისათვის სააგენტო ანაზღაურებას მიიღებს, რომლის ოდენობასაც ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო დაადგენს. არანაირი საზღაური არ არის დაწესებული „განსაკუთრებული მნიშვნელობის ინვესტიციებზე", ანუ, ინვესტიციაზე, რომელიც აღემატება 8 მლნ ლარს, ან საქართველოს მაღალმთიან რეგიონში განხორციელებულ ისეთ ინვესტიციაზე, რომელიც 2 მლნ ლარს აღემატება. კანონი ასევე განსაზღვრავს წინასწარი ლიცენზიისა და / ან ნებართვის გაცემის პროცედურებს და მკაფიოდ განმარტავს საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოის კომპეტენციას და მუნიციპალიტეტებისა და სახელმწიფო ორგანოების მოვალეობებს, დროულად გააცნონ პროცედურა ინვესტორებს. პრაქტიკაში ამ დებულებებმა შეიძლება დააბნიოს ინვესტორები, ვინაიდან ისინი არც მეორადი კანონმდებლობით (მაგალითად, არ არის დადგენილი საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს მომსახურების ტარიფები) არის გამყარებული და ჯერჯერობით არც ამოქმედებულა. განხორციელების შემთხვევაშიც კი ის პროცედურები, რომლებიც საგანგებო ინვესტიციის სტატუსის მინიჭებას ეხება, ძალზე ბუნდოვანია და არაპრაქტიკული. მაგალითად, საეჭვოა, რომ ინვესტორმა მოისურვოს თავისი საინვესტიციო გეგმის / მთავრობასთან ხელშეკრულების ისე

გამოქვეყნება, როგორც ამას მე-10 მუხლის მე-4 პუნქტი ითვალისწინებს. მეტიც, ცოტა ინვესტორი თუ დათანხმდება ისეთ საინვესტიციო გარანტიას, რომელიც მთლიანი საინვესტიციო ღირებულების 2 პროცენტს შეადგენს, ან ამ თანხის ეკვივალენტური საბანკო გარანტიის წარმოდგენაზე, ვინაიდან ეს დამატებით ხარჯებსა და ფინანსურ რისკთან არის დაკავშირებული. მოკლედ, 2006 წლის კანონი ნებართვის აღების პროცესის ზედმეტ რეგულირებას ახდენდა. გარდა ამისა, ზოგი დებულება მთელ ამ პროცესს უცხოელი ინვესტორებისათვის ნაკლებ მიმზიდველს ხდიდა. ამდენად, აუცილებელ საჭიროებას წარმოადგენდა მეორადი კანონმდებლობის შემუშავება და ადმინისტრირების უზრუნველყოფა.

2006 წლის კანონი დამატებით განმარტავს პრივატიზებასთან (სახელმწიფო ქონების გაყიდვა) დაკავშირებულ ადმინისტრაციულ პროცედურებს, რომლებიც ერთგვარად აგრძელებენ პრივატიზების შესახებ 1997 წელს მიღებული კანონის დებულებებს. კერძოდ, მასში განსაზღვრულია პირდაპირი მიყიდვის პროცედურა, რაც აჩქარებს პრივატიზების პროცესს. პირდაპირი მიყიდვის კრიტერიუმები საკმაოდ ფართოა. ეს საპრივატიზაციო ობიექტის უფრო სწრაფად გაყიდვის საშუალებას იძლევა, მაგრამ, ამავე დროს, არ გამორიცხავს ადმინისტრაციული თვითნებობის შესაძლებლობასაც ინვესტიციასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღების პროცესში ჩართულ უწყებების მხრიდან.

დღეს მსოფლიოში ინვესტიციების მხარდაჭერის 180-ზე მეტი ეროვნული და 300-ზე მეტი ქვეეროვნული სააგენტო არსებობს. ის, თუ რამენად ახერხებენ ისინი ინვესტორთა გადაწყვეტილებებზე ზემოქმედებას, ცხარე კამათის საგანია. გამოკვლევამ აჩვენა, რომ სააგენტოს ეფექტიანობა დამოკიდებულია იმ გარემოზე რომელშიც იგი ფუნქციონირებს[1]. სააგენტო

[1] *Morrisete Jacques. does a County Need a Promotion Agency to Attract FDI?, World Bank Reaserch Paper. 2018. April. 2003.*

რომელიც არახელსაყრელ საინვესტიციო გარემოში მოქმედებს, ნაკლებ ეფექტიანია. საკანონდმებლო სფეროს ბოლო წლებში განხორციელებული რეფორმების შედეგად საქართველო, ინვესტიციების ხელშეწყობის აქტიური სტრატეგიის მეშვეობით, წარმატებული ქვეყანა გახდა. გარდა ამისა, საქმიანობის მიმართულებები, რომლებსაც საგენტო ახორციელებს, განსაზღვრავს მისი ფუნქციონირების ხარისხს. ემპირიული მონაცემები მიუთითებს იმაზე, რომ სააგენტოები, რომლებიც თავიანთი რესურსების ფოკუსირებას სახელმწიფო პოლიტიკის პროპაგანდაზე (Policy advocacy)[2] ახდენს, უფრო შედეგიანია, ვინაიდან ეს საქმიანობა ყველა ინვესტიციას (ადგილობრივსაც და უცხოურსაც) ეხება. ინევსტიციების გენერირება ერთობ სარისკო და ძვირადღირებული საქმიანობაა, განსაკუთრებით ინვესტირებისათვის არასახარბიელო კლიმატის მქონე ქვეყნებში. გარდა ამისა, სააგენტოს ეფექტიანობას ზრდის მისი ინსტიტუციური კავშირი უმაღლეს პოლიტიკურ ეშელონებთან (იგულისხმება პრეზიდენტის ან პრემიერ-მინისტრის წინაშე ანგარიშვალდებულება) და კერძო სექტორთან. ეს კავშირები მნიშვნელოვანია, ვინაიდან ისინი, ერთი მხრივ, ზრდიან მთავრობის პასუხისმგებლობას, ხოლო მეორე მხრივ, აძლიერებენ სააგენტოს მიმართ ნდობას და მის საზოგადოებრივ იმიჯს. მაგალითად, უმაღლეს პოლიტიკურ დონესთან ურთეირთკავშირის იმ მექანიზმმა, რომლის მეშვეობითაც „ჩეხინვესტს", საინვესტიციო მხარდაჭერის ჩეხეთის სააგენტოს, ყოველწლიურად თავისი წვლილი შეჰქონდა ქვეყნის ეკონომიკურ რეფორმებში, მნიშვნელოვნად შეუწყო ხელი ინვესტორთა წინაშე წარმოქმნილი პრობლემების დროულად გათვალსიწინებასა და მათ გადაწყვეტას.

საინვსტიციო სააგენტოს მნიშვნელოვანი ფუქნციაა ქვეყნის იმიჯზე ზრუნვა, ანუ წარმოდგენის შექმნა ქვეყანაზე,

[2] *Wells Luis and WintAlvin. Marketing a Country, Revisited, FIAS Occasional Paper, Number 13, 2001.*

როგორც ინვესტორებისათვის ხელსაყრელ ადგილზე. ამ მიმართულებით საქმიანობა მოიცავს რეკლამირებას, საზოგადოებასთან ურთიერთობას, საინტერესო ახალი ამბების და ინფორმაციის გავრცელებას. საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტო აქტიურად იღვწის ამ სფეროში: მან მოაწყო და ფინანსური მონაწილეობა მიიღო „საინვესტიციო ფორუმების" ორგანიზებაში ჩინეთში, ინდოეთში, ნიდერლანდებსა და აშშ-ში. ეს ღონისძიებები ძირითადად ორიენტირებული იყო ქვეყნის ზოგადი იმიჯის შექმნაზე, კერძოდ, ტურიზმის განვითარების პოტენციალის რეკლამირებასა და საქართველოს ტრადიციული ექსპორტის დივერსიფიკაციაზე. ინვესტიციების ხელშეწყობის ბოლო ფუნქცია, რომელიც ლ. უელსისა და ა. უინტონის ნაშრომშია განსაზღვრული ინვესტიციების გენერირებაა, რომელიც გულისხმობს კონკრეტული სექტორებისა და კომპანიების განსაზღვრას ინვესტიციების მოზიდვის მიზნით. პოტენციურ ინვესტორებთან კავშირი მყარდება პირდაპირი მიმოწერის, სატელეფონო კომუნიკაციის, ინვესტორთა ფორუმების და სემინარების, ასევე ინდივიდუალური პრეზენტაციების მეშვეობით. ეს ინვესტიციების ხელშეწყობის ყველაზე ძვირადღირებული და სარისკო სფეროა. ინვესტორის მოძიება, განსაკუთრებით მაშინ როდესაც ეს უცხო ქვეყანაში ხდება, სერიოზულ ხარჯებს მოითხოვს და კონკურენციაც ძალზე მაღალია.[3] საინევსტიციო ხელშეწყობის ახალი სააგენტოს შექმნის ან არსებულის რესტრუქტურიზაციისათვის და ინვესტიციების ხელშეწყობის ეფექტიანი რეჟიმის შექმნისთვის სხვადასხვა ელემენტია საჭირო:

1. **საქართველოს განვითარების საერთო სტრატეგიაში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელობის გააზრება:** საქართველომ მკაფიოდ უნდა განსაზღვროს, ეკონომიკის რომელ

[3] *Wells Luis and WintAlvin. Marketing a Country, Revisited, FIAS Occasional Paper, Number 13, 2001.*

დარგში და რომელ რეგიონშია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ყველაზე მეტად საჭირო და რა ტიპის ინვესტიციის მოზიდვაა აუცილებელი ქვეყნის განვითარების პოლიტიკის ხელშესაწყობად.

2. **ინვესტიციების ხელშეწყობის სააგენტოს განვითარება:** უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების საჭიროებისა და მათი მოზიდვის პოტენციალის ანალიზის საფუძველზე, საქართველომ უნდა მიიღოს ზომები საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს რესტრუქტურიზაციის ან ახალი სააგენტოს შექმნისათვის.
3. **ინვესტიციების ხელშეწყობის სტრატეგიის ჩამოყალიბება:** სააგენტოს შექმნის შემდეგ უნდა ჩატარდეს საქართველოს, როგორც საინვესტიციო ქვეყნის, ძლიერი და სუსტი მხარეების მაქსიმალური კაპიტალიზაცია. ამ პრიორიტეტებზე დაყრდნობით, უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს სააგენტოს საქმიანობაში, ორგანიზაციულ ფუნქციებში, პარტნიორულ ურთიერთობებსა და ბიუჯეტში ეკონომიკის კონრკეტული დარგებისა და მიზნების ასახვა.
4. **ეფექტიანი პარტნიორობის დამყარება:** იმის გათვალისწინებით, რომ სააგენტოს შეზღუდული რესურსები და მოცვის არეალი აქვს, უნდა შემუშავდეს სხვა მოთამაშეებთან თანამშრომლობისა და ურთიერთობის სტრატეგია, რათა გაიზარდოს სააგენტოს ეფექტიანობა და თავიდან იქნეს აცილებული ფუნქციების დუბლირება.
5. **საქართველოს იმიჯის გაუმჯობესება:** იმიჯის შექმნისათვის საჭიროა ქვეყნის ადგილმდებარეობის ინვესტორისეული ხედვის პირველადი შეფასება, ძლიერი და სუსტი მხარეების განსაზღვრა და სამოქმედო გეგმის შემუშავება.

6. **საინვესტიციო შესაძლებლობების განსაზღვრა და გენერირება:** ინვესტიციის გენერირების ერთ-ერთი მთავარი ელემენტი მონაცემთა ბაზის შექმნა და მისი მუდმივი განახლებაა, რომელიც ინვესტორთა დაფიქსირებისა და მათთვის დახმარების დროულად აღმოჩენის შესაძლებლობას იძლევა. ასეთი მეთვალყურეობის სისტემა ძალზე მნიშვნელოვანია პერსონალის ცვლილების უარყოფითი ზემოქმედების თავიდან ასაცილებლად.
7. **ინვესტორთა მომსახურება:** სხვა მრავალი გარდამავალი ქვეყნის მსგავსად, საქართველოს არა აქვს ისეთი ბიზნესმომსახურების და ადმინისტრაციული ინფრასტრუქტურა, რომელიც სრულად პასუხობს (პოტენციური) ინვესტორების მოთხოვნებს. კერძო კონსულტაციები და იურისტები ასეთ მოთხოვნებს მხოლოდ ნაწილობრივ აკმაყოფილებენ. საინვესტიციო სააგენტოს წარმომადგენლები, ჩვეულებრივ ავსებენ ამ საინფორმაციო ვაკუუმს და უზრუნველყოფენ ინვესტორთა ეფექტიან მომსახურებას. ანალოგიური სააგენტოები, ხშირად ნიშნავენ პროექტის მენეჯერს თითოეული პოტენციური ინვესტორისათვის, უზრუნველყოფენ მოქმედი ინვესტორებისათვის დახმარების გაწევასაც. ამ გზით სააგენტოს შეუძლია ხელი შეუწყოს უკვე მოქმედ კომპანიებს დამატებითი კაპიტალის დაბანდებაში.
8. **მონიტორინგისა და შეფასების შედეგები:** მონიტორინგი და შეფასება ის ინსტრუმენტია, რომელიც საშუალებას აძლევს საგენტოს ხელმძღვანელობას გააუმჯობესოს ორგანიზაციული სტრუქტურა, პროცედურები, პერსონალი და საგენტოს სტრატეგიული დაგეგმვის პროცესი.
9. **საინფორმაციო ტექნოლოგიების გამოყენება:** შედარებით იზოლირებული და უცნობი ქვეყნისათვის,

ისეთი როგორიც, მაგალითად, საქართველოა, პროფესიულ დონეზე შესრულებულ ინტერნეტ-პრეზენტაციას გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს ინვესტორებს შორის ინტერესის გაღვივებაში.[4] ბევრი კომპანია პოტენციური კაპიტალდაბანდების ადგილების ანალიზს ინტერნეტში ინფორმაციის მოძიებით იწყებს. ამჟამად საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს ვებ-გვერდი ბიზნესისათვის საჭირო მწირ და მოძველებულ ინფორმაციას შეიცავს. MIGA / მსოფლიო ბანკის ბოლოდროინდელ კვლევაში, სხვა საკითხებს შორის, 114 განვითარებადი და გარდამავალი ქვეყნის საინევსტიციო სააგენტოს ხელშეწყობის სააგენტოების ვებ-გვერდები იყო შედარებული. ამ კვლევამ გამოავლინა, რომ პატარა ქვეყნებში, ასევე, შიდა-ნაციონალურ დონეზე არსებულ საინვესტიციო ხელშეწყობის სააგენტოებს, რომლებსაც მცირე ბიუჯეტი აქვთ, შეუძლიათ ინტერნეტის საშუალებით მნიშვნელოვან წარმატებას მიაღწიონ. აღნიშნული კვლევით გამოვლენილი საუკეთესო სააგენტოები თავიანთ ვებ-გვერდებს იყენებენ ინვესტორებთან ეფექტიანი კომუნიკაციისათვის, რომლებსაც აწვდიან ინფორმაციას მათ ქვეყნებში არსებული ფასებისა და საინვესტიციო შესაძლებლობების შესახებ.

მთლიანად საქართველოს ეროვნულ ეკონომიკაში ძალზედ მნიშვნელოვანია უცხოური ინვესტიციები, რომელთა მოზიდვაც უნდა მოხდეს მიზნობრივი ინვესტიციური პორგრამების საფუძველზე, ამისათვის აუცილებელია ინვესტორების მზადყოფნა დააბანდონ კაპიტალი ამა თუ იმ ქვეყანაში. ეს კი დამოკიდებულია ქვეყანაში არსებულ საინვესტიციო კლიმატზე, ანუ პოლიტიკურ, ეკონომიკურ, სამართლებრივ, სოცია-

[4] *World Bank / MIGA. Investment Promotion Performance Reviw 2006: providingInformation to Investors, October. 2006.*

ლურ, საყოფაცხოვრებო და სხვა ფაქტორებზე, რომლებიც, საბოლოო ჯამში, განსაზღვრავენ კაპიტალდაბანდებათა რისკს და მათი ეფექტიანი გამოყენების შესაძლებლობას.

რა თქმა უნდა, უცხოური ინვესტიციების გამოყენება ორგანიზაციის თანამედროვე მეთოდების დაუფლებისა და საბაზრო ეკონომიკის მოთხოვნების დონეზე კადრების მომზადების მნიშვნელოვანი ფაქტორია. ამასთან ლოგიკურია იმ პირთა შეხედულებებიც, რომლებიც უცხოური ინვესტიციების უკონტროლო მოზიდვაში სერიოზული კონკურენციის საშიშროებას ხედავენ ეროვნული ეკონომიკისათვის. შიშობენ, რომ საქართველოს ეკონომიკის განვითარებაში საზღვარგარეთის კაპიტალის მონაწილეობას შესაძლებელია თან ახლდეს რიგი უარყოფითი შედეგებისა:

- უპირველეს ყოვლისა, აღსანიშნავია, რომ საზღვარგარეთის ფირმები დაინტერესებულნი არიან ძირითადად ნედლეულისა და ენერგომატარებლების მოპოვებითა და ექსპორტით, რაც საქართველოში დააჩქარებს არაგანახლებადი რესურსების ამოწურვას, გამოიწვევს მომპოვებელი დარგების შემდგომ ჰიპერტროფიას;
- უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის პროცესის სუსტი სახელმწიფო რეგულირების პირობებში არ არსებობს მკაცრი ეკოლოგიური კონტროლი რიგ საწარმოთა საქმიანობაზე, რაც კატასტროფულ საფრთხეს უქმნის საქართველოს უნიკალურ ბუნებრივ რესურსებს;
- აღსანიშნავია ისიც, რომ საზღვარგარეთის კაპიტალდაბანდებანი არც თუ იშვიათად გამოიყენება როგორც „ჭუჭყიანი ფულის" გაკეთილშობილების საშუალებადაც.

ეს და ბევრი სხვა უარყოფითი შედეგი შეიძლება გამოიწვიოს საზღვარგარეთის ინვესტიციების მოზიდვის სფეროში არაგონივრულმა, არასწორმა პოლიტიკამ, რაც, რა თქმა უნ-

და, ლახავს მიმღები ქვეყნის ეკონომიკურ ინტერესებს. ამიტომ მოცემულ პირობებში საინვესტიციო პოლიტიკის განსაზღვრა ძალიან ფაქიზი საქმეა, რადგან საბაზრო მექანიზმები ყოველთვის არ მოქმედებენ ჩვენი ქვეყნის ინტერესების სასარგებლოდ. აქ საჭიროა მკაცრი კონტროლი სახელმწიფოს მხრიდან, აგრეთვე ინვესტიციებისადმი მხარდაჭერა იმ დარგებსა და რეგიონებში, რომლებთანაც დაკავშირებულია ეკონომიკური განვითარების პერსპექტივები, საჭიროა საზღვარგარეთის ინვესტიციების მოზიდვის მეცნიერულად დასაბუთებული, აწონილი აქტიური სახელმწიფო პოლიტიკა.[5]

უცხოური ინვესტიციების ეფექტიანობის ამაღლების ძირითად მიმართულებებს წარმოადგენს:

- ასაშენებლად და შემდგომი განკარგვისათვის (მათ შორის, ერთობლივი) წინასწარ მომზადებული გეგმების, დარგის განვითარების ან ობიექტების, ტერიტორიების, საბაზრო სტრუქტურების (საინვესტიციო ბირჟები, ტენდერული კომიტეტები) მიერ მოწყობილი კონკურსების საფუძველზე ინვესტირება;
- სამამულო ბაზარზე ინვესტირების კონკურენტული გარემოს შექმნა;
- უცხოური ინვესტიციების სტრუქტურის სრულყოფა, ტექნოლოგიებისა და „ნოუ-ჰაუს“ ხვედრითი წილის ზრდა, მათი ჩვენს პირობებში ადაპტაციის დასაჩქა-

[5] *ინვესტიციების მოზიდვის გადაწყვეტილების მიღებისათვის აუცილებელია დამუშავდეს შემდეგი საკითხები:*

- *ახლად შექმნილი საწარმო ან ორგანიზაცია მსოფლიოს რომელ ბაზრებზე (პროდუქციის სახის მიხედვით, მომხმარებლის შემადგენლობის და მსოფლიოს რეგიონების მიხედვით) იქნება რეალური კონკურენტი დღეს ან უახლეს მომავალში.*
- *რომელი სახის პროდუქციისა და მომსახურებისათვის არის საჭირო მინიმალური დაბანდებანი (მათ შორის უცხოური ტექნოლოგიების და ფინანსური რესურსების) სრულფასოვანი კონკურენციისათვის).*

რებლად, ტექნოპარკების, ტექნოპოლისების შექმნასთან შეთავსებით.

- მიზანშეწონილია, საერთო ინტერესების ბაზაზე, შესაბამის საზღვარგარეთელ პარტნიორებთან ერთად შეიქმნას ვენჩურული ფირმები, ახალი ერთობლივი ტექნოლოგიების დასამუშავებლად. ამასთან, ჩვენი მხრიდან იქნება გამოყენებული კადრები, მიწა, ხოლო საზღვარგარეთული კომპანიების მხრიდან – მოწყობილობები და ფინანსური საშუალებები.
- თანამედროვე ტექნოლოგიების საფუძველზე უნდა შეიქმნას ერთობლივი საწარმოები, რომელთა მიერ გამოშვებული პროდუქცია გაიყიდება ასევე ერთობლივი კომერციული ძალისხმევით.

ასეთ შემთხვევაში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ინვესტიციების სფეროში საქართველოსა და საზღვარგარეთის კანონმდებლობის დასაახლოებლად მუშაობის გააქტიურება, რათა გაძლიერდეს უცხოური კაპიტალისა და მეწარმეთა ინვესტიციები.

საზღვარგარეთის გამოცდილება უჩვენებს, რომ სახელმწიფო არხებით განხორციელებული საზღვარგარეთული ინვესტიციები ძალზედ დაბალეფექტიანია და ხშირ შემთხვევაში ვერ აღწევს დასახულ მიზნებს. ამიტომ, ჩვეულებისამებრ, დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ინვესტიციის ისეთი ბაზრის ჩამოყალიბებას, როგორიცაა საინვესტიციო ბანკები, საბროკერო კანტორები, საინვესტიციო ბირჟები, აგრეთვე, აუქციონები ან ტენდერული კომპანიები, საზღვარგარეთელი სპეციალისტებისა და ინვესტიციების ბაზრის, საფონდო და სასაქონლო ბირჟების, საშუამავლო და სადაზღვევო კომპანიების შექმნას, ანუ საზღვარგარეთისათვის ჩვეულებრივ და ჩვენი მეწარმეებისათვის ასე საჭირო ეკონომიკურ გარემოს ჩამოყალიბებას.

ინვესტიციის ბაზარს არ უნდა ჰქონდეს გეოგრაფიული საზღვრები, ანუ მსოფლიო ეკონომიკის ტენდენციის შესაბამისად, სამართლიანია რომ, არ არის განსხვავება უცხოურ და

ეროვნულ ინვესტიციებს შორის. საზღვარგარეთულ კაპიტალს შეუძლია და კიდეც უნდა მონაწილეობდეს ეროვნულთან ერთად ჩვენი ეკონომიკის მსოფლიო ეკონომიკის ჩართვის პროცესში.

უცხოური კაპიტალი არ უნდა განვიხილოთ როგორც მხოლოდ ფული. მასთან ერთად შემოდის ახალი ტექნოლოგიები და ტექნიკა, ინტელექტუალური პოტენციალი, მმართველობითი გამოცდილება და სხვ. საზღვარგარეთული ინვესტიციების მოზიდვა არა კონიუნქტურული, არამედ სტრატეგიული კურსია მსოფლიო ინვესტიციურ ბაზარში შესასვლელად, თავისი სპეციფიკური კანონებითა და პირობებით. აქვე უნდა აღინიშნის, რომ თუ ჩვენი პირობები მსოფლიოში მიღებულ პირობებთან შედარებით შეუსაბამო იქნება, ბუნებრივია, ვერ მოვიზიდავთ უცხოურ კაპიტალს. ამდენად, უპირატესი ამოცანაა ნოვატორული საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება, სადაც გაითვალისწინებენ ინვესტორების ინტერესებს (მათ შორის, მათ ფიზიკურ უსაფრთხოებას), თანხებისა და დივიდენდების დაბრუნების გარანტიებს და სხვ.

ვფიქრობთ, რომ სახელმწიფომ უნდა არეგულიროს და დაიცვას თავისი ინტერესები და გამოიმუშაოს ურთიერთმისაღები მექანიზმები სახელმწიფოსა და კერძო ბიზნესს შორის. ძირითადად, მან უნდა განსაზღვროს საინვესტიციო პოლიტიკის მიმართულებები და პრიორიტეტები, მოახდინოს მათი განხორციელების საშუალებების სტიმულირება.

გამოცდილება აჩვენებს, რომ მრავალ საზღვარგარეთულ ფირმას მიუღებლად მიაჩნია გრძელვადიანი ინვესტიციების დაბანდება რისკის მაღალი ხარისხის გამო. თუმცა არიან შორსმჭვრეტელი ინვესტორებიც, რომლებიც წყალობენ შედარებით გრძელვადიან საინვესტიციო პოლიტიკას, ისინი სავსებით სწორად ვარაუდობენ, რომ ეკონომიკური, სამრეწველო, ტექნიკური თანამშრომლობა უნდა აიგოს ურთიერთხელსაყრელ პრინციპებზე, თანასწორუფლებიანობაზე და ატარებდეს სტაბილურ ხასიათს, იძლეოდეს პარტნიორი ქვეყ-

ნების შესაძლებლობებისა და ბუნებრივი რესურსების რაციონალურ და სრულად გამოყენების საშუალებას. ამასთან, ერთობლივი მოგებისათვის აუცილებელია განვითარდეს თანამშრომლობის ისეთი ფორმები, როგორიცაა პატენტების, ლიცენზიების და „ნოუ-ჰაუების" სამეცნიერო ტექნიკური ცდებისა და ახალი ტექნოლოგიების გაცვლა და სხვ.

ინვესტირების ფორმის განხილვის ყველა შემთხვევაში არის საკითხთა ჯგუფი, რომელიც საერთოა ყველა მათგანისათვის. ერთ-ერთი ასეთი საკითხია ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირება, რომლის მიზანსაც შეადგენს ეკონომიკური, სამეცნიერო, ტექნიკური და სოციალური პოლიტიკის დასახულობათა რეალიზება.

სახელმწიფო აწესებს შეღავათიან პირობებს ინვესტირებისათვის, რომელიც ახორციელებს საინვესტიციო საქმიანობას ყველაზე მნიშვნელოვანი საზოგადოებრივი მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად, უპირველეს ყოვლისა, სოციალურ სფეროებში.

ინვესტიციებით სახელმწიფო რეგულირება მოიცავს აგრეთვე საინვესტიციო საქმიანობის პირობების მოწესრიგებას და სახელმწიფო ინვესტიციების უშუალო მართვას. გარდა ამისა, რეგულირება შეიძლება გადასახადების საშუალებითაც, მაღალი საგადასახადო განაკვეთების ან საგადასახადო შეღავათების სისტემით. საინვესტიციო მოთხოვნილების დასარეგულირებლად შეიძლება შემოღებულ იქნეს ინვესტიციის დიფერენცირებული გადასახადი ან დაწესდეს გადასახადისაგან ინვესტორების გათავისუფლების პირობები.

ცალკეული რეგიონის, დარგისა და საწარმოს განვითარებისათვის ფინანსური დახმარების გაცემით დოტაციების, სუფსიდიების და საბიუჯეტო სესხების სახით, ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულრიება შეიძლება აგრეთვე საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელებით, სახელმწიფო საკუთრების პრივატიზებით და ფასწარმოქმნის პოლიტიკის საშუალებით, მიწისა და სხვა ბუნებრივი რესურსების გამოყენების განსა-

კუთრებული პირობების დაწესებით. სახელმწიფოს მიერ ინვესტიციების რეგულრიების ერთ-ერთ ბერკეტად შეიძლება გამოყენებული იქნეს ინვესტიციური პროექტების სახელმწიფო ექსპერტიზის კრიტერიუმების გამკაცრება ან ლიბერალიზაცია. საზღვარგარეთის მთელ რიგ განვითარებულ ქვეყნებს თავის პრაქტიკაში გამოყენებული აქვთ, აგრეთვე მცირე საწარმოთა მხარდაჭერის ფონდები და ბიუჯეტგარეშე საინვესტიციო ფონდების შექმნა, რომელთა დანერგვა ჩვენს ქვეყანაშიც აქტიურად მიმდიანრეობს.

საინვესტიციო პოლიტიკის განსავითარებლად უდიდესი მნიშვნელობა ენიჭება სახელმწიფოს მიერ ინვესტორების უფლებებისა და გარანტიების დაცვას.

ამრიგად, ქვეყანაში საბაზრო ეკონომიკის პირობებში მეწარმეობის განსავითარებლად ყველა ზემოთ აღნიშნული საფრთხის გამოყენება ან გათვალისწინება აუცილებელია, მით უმეტეს, რომ დღესდღეობით სერიოზული ინვესტიციების გარეშე ეროვნული ეკონომიკის რომელიმე დარგის განვითარებაზე ლაპარაკი შეუძლებელია.

თავი III.

ინვესტიციათა წყაროები და მათი ფორმები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ინვესტიციათა წყაროების არსსა და ფორმირების საკითხებში;
ინვესტიციათა წყაროების კლასიფიცირებას შიდა და მოზიდული წყაროების მიხედვით;
უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელობისა და დანიშნულების განსაზღვრას ქვეყნის საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებისას..

ინვესტიციების ფორმირების შიდა წყაროები

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებისათვის მნიშვნელოვანი საკითხია ინვესტიციათა დაფინანსების წყაროების შესახებ. დაფინანსების სისტემა გულისხმობს:

- **დაფინანსების წყაროებს;**
- **დაფინანსების ფორმებს.**

დაფინანსების წყაროების მნიშვნელოვან პრინციპს წარმოადგენს ამ წყაროების დაყოფა ***საკუთარ*** და ***მოზიდულ*** საშუალებებად. ყურადღება უშუალოდ წყაროების სფეროს დაფინანსებას გვინდა დავუთმოთ, რადგან იგი წარმოადგენს ერთ-ერთ წინაპირობას ქვეყნის ეკონომიკის გაჯანსაღებისათვის.

წარმოების საინვესტიციო დაფინანსების ძირითად საკუთარ წყაროს წარმოადგენს მოგება, მიღებული ყველა სახის სამეურნეო საქმიანობიდან. გადასახადების, კვოტებისა და დივიდენდების გადახდის შემდეგ დარჩენილი მთელი მოგება შესაძლებელია დაბანდებულ იქნეს წარმოებაში კაპიტალის სახით. საკუთარ საინვესტიციო წყაროებს მიეკუთვნება აგრეთვე საა-

მორტიზაციო ანარიცხები. ჩვენი აზრით, ამორტიზაციის ანარიცხების როლის გაფართოება ხელს შეუწყობს მოქმედი ძირითადი ფონდების განახლების დაჩქარებას, მოძველებული ტექნიკის, ახალი, პროგრესული, უფრო მწარმოებლურით შეცვლას.

საამორტიზაციო პოლიტიკა ძირითადადი კაპიტალის კვლავწარმოების პროცესის სახელმწიფო რეგულირების სფეროს წარმოადგენს. საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, საამორტიზაციო პოლიტიკა მჭიდრო კავშირშია საგადასახადო პოლიტიკასთან. იგი მიზნად ისახავს სამეურნეო სუბიექტების იმ ფინანსური შესაძლებლობების უზრუნველყოფას, რომელიც მიმართულია ძირითადი კაპიტალის ინვესტირებაზე. ძირითადი კაპიტალის ჩამოწერის პირობები, საწარმოს შემოსავლების დაბეგვრის დონესთან და საგადასახადო საინვესტიციო შეღავათებთან ერთად, წარმოადგენს მეწარმისათვის უმნიშვნელოვანეს ორიენტირს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას. საწარმოების შიდა წყაროს წარმოადგენს საწილო, სადამფუძნებლო და სხვა საინვესტიციო შენატანები, ფულადი და ქონებრივი დაბანდებანი, დამფუძნებლებისა და საწარმოს მუშაკთა ანაბრები. ამგვარი დაბანდება ითვალისწინებს დაბრუნებასა და პროცენტის გადახდას, თუმცა მიუხედავად ამისა, მათი საინვესტიციო არსი არ იცვლება.

საკუთარ საინვესტიციო წყაროებს სამართლიანად მიეკუთვნება საპაიო, დამფუძნებელი და სხვა ინვესტიციური შენატანები, ფულადი და ქონებრივი დაბანდებანი კომპანიების აქციის ან საქონლის სახით, რომელიც გამოიყენება ინვესტიციური რესურსების სახით.

ინვესტიციების მოზიდულ წყაროებს განეკუთვნება ბანკის გრძელვადიანი და მოკლევადიანი კრედიტები. ეს არის ბანკის ან სხვა საკრედიტო ორგანიზაციების მიერ გაცემული სესხები გარკვეული პროცენტის სარგებლით. ბანკის საინვესტიციო კრედიტი გაიცემა გარანტიით და ამ გარანტიის სახით შეიძლება მიღებულ იქნას უძრავი ქონება. მოცემული სახის კრედიტს იპოთეკურს უწოდებენ.

არსებობს სახელმწიფო ინვესტირების სპეციფიკური ფორმა, რომელსაც ეწოდება საინვესტიციო – საგადასახადო კრედიტი. მსგავსი კრედიტი წარმოადგენს საგადასახადო გადასახადების გადახდის ვადის გადავადებას. კრედიტი საწარმოებს მიეცემათ სახელმწიფოს მიერ. მათ შორის საგადასახადო ორგანოების მიერ. დანაზოგის ფორმები ეკონომიკური თვალსაზრისით შეიძლება გაიყოს ორ ჯგუფად:

- ***აქტიური ფორმები*** – ბანკში შენახვა, შემოსავლიან საქმეში დაბანდება, გასესხება, ობლიგაციების ან ფასიანი ქაღალდების შეძენა;
- ***პასიური ფორმები და სხვა დანარჩენი ფორმები.*** სამწუხაროდ დღეისათვის ჯერ კიდევ მცირეა ფასიანი ქაღალდებისა და ობლიგაციების ყიდვის მსურველთა რაოდენობა, რაც იმას მოწმობს, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, უახლოეს მომავალში, მასობრივ მომხმარებლს ვერ შეიძენს.

წარმოებაში შეიძლება მოზიდულ იქნას კაპიტალი არა მარტო ფულადი კრედიტის ფორმით, არამედ მატერიალური და სასაქონლო ფორმითაც. სასაქონლო კრედიტი წარმოადგენს საინვესტიციო საქონლის (შენობები, მოწყობილობების დაცვა) გადაცემას წარმოებისათვის მათი მოხმარების უფლებით, შემდგომში ანაზღაურებითა და გამოსყიდვით. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საუბარია უზრავი ქონებისა და მოწყობილობების იჯარაზე ლიზინგის ფორმით. მოცემული სახის სასაქონლო კრედიტის მიღება დაკავშირებულია საიჯარო გადასახადის გადახდის აუცილებლობასთან ამ ძირითადი საშუალებების მესაკუთრებიისათვის – სალიზინგო კომპანიებისათვის, კომერციული ბანკებისათვის, სახელმწიფო ორგანოებისათვის, რომლებიც განაგებენ ქონებას.

ინვესტიციების მოზიდვის გავრცელებულ ფორმას წარმოადგენს აქციების სახალხო, ღია გაყიდვა, რომელსაც ახორციელებს სააქციო კომპანიები და საზოგადოებები. ეს პროცესი შეიძლება განახორციელოს როგორც თვით სააქციო კომ-

პანიებმა, ასევე საინვესტიციო ფონდებმაც. აქციებთან ერთად თავისი ინვესტიციური შესაძლებლობების გაფართოებისათვის მეწარმეებს შეუძლიათ გამოუშვან და გაყიდონ ობლიგაციებიც. უნდა აღინიშნოს, რომ მოცემული სახის ინვესტიციების წყაროს პრაქტიკული გამოყენება დაკავშირებულია რიგ სირთულეებთან, განსაკუთრებით ეკონომიკური არასტაბილურობის პირობებში.

ფირმები, რომლებიც დაკავებული არიან ინოვაციური პროცესებით, საჭიროებენ ვენჩერულ კაპიტალს ახალი საქონლის ათვისებისა და ახალი ტექნოლოგიების გამოყენებისათვის. ვენჩერული ინვესტიციები განეკუთვნებიან მეტად სარისკო ოპერაციებს, მაგრამ გამართლების შემთხვევაში იძლევა დიდ მოგებას, რაც უზრუნველყოფს ეკონომიკურ ზრდას დარგისა და მთელი ეროვნული ეკონომიკის მასშტაბებშიც კი. ზემოთ ჩამოთვლილ ინვესტიციურ წყაროებს გარდა არსებობს კაპიტალის მოზიდვის განსხვავებული ფორმებიც, რომელიც გამოიხატება მეცენატების, სადაზღვევო კომპანიების, სპონსორული ორგანიზაციების ნებაყოფლობით შენატანებში.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და მათი მნიშვნელობა

გლობალური ბიზნესის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფორმას ვაჭრობა წარმოადგენს, მაგრამ არა ერთადერთს. არანაკლებ მნიშვნელოვანია საერთაშორისო საინვესტიციო საქმიანობა, რომლის დროსაც ერთი ქვეყნის ბიზნესმენები აბანდებენ კაპიტალს სხვა ქვეყანაში.

ზოგადად უცხოური ინვესტიციები იყოფა სამ კატეგორიად: უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები(უპი–FDI), უცხოური პორთფელური ინვესტიციები და სხვა ინვესტიციები.

უცხოური ინვესტიციების შინაარსის განმარტებისას,

ბევრი ავტორი მას მიიჩნევს, როგორც საზღვარგარეთ კაპიტალდაბანდებას, ან საზღვარგარეთ წარმოებაზე გაწეული დანახარჯების, წარმოების საშუალებებისა და მატერიალურ ფასეულობათა მარაგის გაზრდას. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები ქვეყნის უმნიშვნელოვანესი ფინანსური ინსტრუმენტის – საგადასახდელო ბალანსის მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს. ეს არის უცხო ქვეყნის აქტივების შეძენა მათი კონტროლის განხორციელების მიზნით. მეორე განმარტების თანახმად, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები საერთაშორისო საინვესტიციო საქმიანობის კატეგორიაა, რომელიც გულისხმობს ერთი ქვეყნის რეზიდენტის მიერ სხვა ქვეყნის ტერიტორიაზე განლაგებულ საწარმოში წილის ფლობას და საწარმოსთან დაკავშირებულ სხვადასხვა ეკონომიკური ხასიათის ოპერაციების წარმოებას. პირდაპირი ინვესტიციები მოიცავს არა მხოლოდ კაპიტალის ჩადების საწყის ოპერაციას, არამედ ყოველ შემდგომ ოპერაციას პირდაპირ ინვესტორსა და პირდაპირი ინვესტირების საწარმოს შორის. პირდაპირია ინვესტორი, რომელიც ფლობს საწარმოს აქციების არანაკლებ 10%-ს და ასეთი მონაწილეობის ექვივალენტს. პირდაპირი ინვესტორის როლში შეიძლება გამოვიდნენ ფიზიკური პირები, კორპორირებული ან არაკორპორირებული კერძო და სახელმწიფო ორგანიზაციები.

ცნობილია უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ორი სახესხვაობა, ე.წ. "მწვანე ველის"(Green-Field) ინვესტიცია, რომელიც მოიცავს საზღვარგარეთ სრულიად ახალი საწარმოს დაფუძნებას; და მეორე ითვალისწინებს უცხო ქვეყანაში არსებული ფირმის შეძენას ან მასთან შერწყმას.

მნიშვნელოვანი განსხვავებაა უცხოურ პირდაპირ და პორთფელურ ინვესტიციებს შორის, განსხვავება ვლინდება იმაში თუ რა ხარისხით აკონტროლებს ინვესტორი მის მიერ დაბანდებულ კაპიტალს. პორთფელური ინვესტიცია არის ინდივიდის, ფირმის ან სახელმწიფო ორგანოს მიერ ფულის დაბანდება უცხო ქვეყნის ფინანსურ აქტივებში(მაგალითად, სა-

ხელმწიფო ობლიგაციები, უცხოური აქციები. ზოგადად პორტფელურ ინვესტიციებს უფრო დაწვრილებით მომდევნო თავებში შევეხებით).

უცხოური ინვესტიციების შესახებ არსებობს საკმაოდ ფართო ლიტერატურა, რომელთა მონაცემები მეტყველებს, რომ ჯერ კიდევ გადაუჭრელი მთელი რიგი პრობლემებიდან შეიმჩნევა აზრთა და შეფასებათა სხვადასხვაობა. მეორე მხრივ, მუდმივად ცვალებადი პირობები განაპირობებს საინვესტიციო პოლიტიკის დინამიზმს, იცვლება უცხოური ინვესტიციების მოძრაობა და ფორმები, რაც დღის წესრიგში აყენებს საინვესტიციო პროგრამების რეალობასთან შესაბამისობაში მოყვანის საკითხს. ამასთან დაკავშირებით, მნიშვნელოვანია, გაირკვეს უცხოური ინვესტიციების მდგომარეობა, მათი გამოყენების ეფექტიანობა და მისი შესაბამისობა განვითარების თანამედროვე ტენდეციებთან, ან უპირველეს ყოვლისა, საინვესტიციო პოლიტიკის საინვესტიციო პრაქტიკასთან.

ქვეყნებიდან კაპიტალის გატანის ძირითადი მიზეზია მისი სიჭარბე, რის გამოც მასზე მოგება დაბალია. სწორედ ამიტომ "კაპიტალი მიემართება იქ სადაც მასზე დიდი მოთხოვნაა და რჩება იქ, სადაც მას კარგად ეპყრობიან", ანუ სადაც არის ხელსაყრელი საინვესტიციო კლიმატი, ინვესტორისათვის მისაღები პოლიტიკური, ეკონომიკური, სამართლებრივი და იდეოლოგიური პირობები.

მეცნიერთა ერთი ნაწილი კაპიტალის გატანის პროცესს განიხილავს როგორც ორი, მკვეთრად გამოკვეთილი პროცესის ურთიერთქმედების შედეგს. ესენია: მსხვილი ეროვნული კაპიტალის დაგროვება და მსოფლიოში წარმოების ინტერნაციონალიზაცია. წარმოების ინტერნაციონალიზაციის შედეგად სხვადასხვა ქვეყანაში მიმდინარეობს კაპიტალის დაგროვების გამოთანაბრების პროცესები და აქედან გამომდინარე, უნდა აღინიშნოს ის, რომ კაპიტალის გატანა ძირითადად აიხსნება იმით, რომ მიმღებ ქვეყანაში მისი ზრდის პირობები უფ-

რო ხელსაყრელი გახდა. ამიტომ დებულებას იმის შესახებ, რომ წარმოების ინტერნაციონალიზაცია კაპიტალის გატანის მთავარი მიზეზია, ზოგიერთი მეცნიერი არასწორად მიიჩნევს.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების გაანგარიშება საქართველოში ხორციელდება 1997 წლიდან საერთაშორისო სავალუტო ფონდის(სსფ) მიერ შემუშავებული მეთოდოლოგიის "საგადასახდელო ბალანსის სახელმძღვანელო", ხოლო 2009 წლიდან "საგადასახდელო ბალანსისა და საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციის სახელმძღვანელოს" მიხედვით. გარდა ამისა, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ზუსტი განსაზღვრის, პირდაპირი ინვესტირების სანარმოო კავშირების სწორად დადგენისათვის და ზუსტი გაანგარიშების წარმოებისათვის გამოიყენება ასევე "პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განსაზღვრება", ასევე სსფ-ს მიერ 2008 წლის დეკემბერში გამოცემული "კოორდინირებული პირდაპირი ინვესტიციების გამოკვლევის სახელმძღვანელო".

საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის შესახებ სტატისტიკური გამოკვლევა ამჟამად მოიცავს საქართველოს ყველა რეგიონს(კონტროლირებად ტერიტორიებს) და 2000-მდე სამეწარმეო სუბიექტებს. გამოსაკვლევ ობიექტთა შერჩევა ხორციელდება შემდეგი ძირითადი კრიტერიუმების მიხედვით:

- საწარმოს ყავს არარეზიდენტი დამფუძნებელი;
- ახორციელებს ექსპორტ – იმპორტის ოპერაციებს;
- არარეზიდენტებისაგან აქვს აღებული ან გაცემული სესხი;
- დეპოზიტები აქვს განთავსებული არარეზიდენტ ბანკებში;
- ფლობს არარეზიდენტი საწარმოს საწესდებო ან საკუთრო კაპიტალის ათ პროცენტს ან მეტს;
- არარეზიდენტებს უწევს ან მათგან იღებს მომსახურებას.

დაზუსტებული მონაცემები განსხვავებულია წინასწარისაგან. ამის ერთ-ერთი ყველაზე მთავრი მიზეზი ისაა, რომ საწარმოები ყოველ წელიწადს წარმოადგენენ დაზუსტებული მოგება-ზარალის მაჩვენებლებს. ზოგადად, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების შემცირების მიზეზი შეიძლება იყოს: არარეზიდენტის მიერ წილის დათმობა რეზიდენტისთვის, არარეზიდენტი პირდაპირი ინვესტორის რეკლასიფიკაცია პორთფელის ინვესტორად, რეზიდენტი საწარმოს მიერ არარეზიდენტი პირდაპირი ინვესტორის მიმართ არსებული ვალდებულებების შემცირება.

უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს თუ განვიხილავთ ხანგრძლივ დინამიკაში არა მხოლოდ საქართველოს, არამედ მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნების მაგალითზე, ადვილი შესამჩნევია ტენდეცია, რომ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობა წლის მეორე ნახევარში აჭარბებს პირველი ნახევრის სიდიდეს.

თანამედროვე პირობებში საყოველთაო მოვლენად იქცა ცალკეული ქვეყნის ეროვნული ეკონომიკის მსოფლიო მეურნეობასთან ინტეგრაციის პროცესი. ამჟამად მსოფლიოში იშვიათად თუ მოიძებნება ისეთი ქვეყანა, რომელსაც არ გააჩნია ეკონომიკური კავშირის ან ურთიერთდამოკიდებულების რაიმე ფორმა სხვა ქვეყანასთან.

მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის გამწვავებამდე მრავალი ქვეყნისთვის დამახასიათებელი გახდა უცხოური კაპიტალდაბანდებების მნიშვნელოვანი წინმსწრები ტემპები მსოფლიო ვაჭრობისა და ერთობლივი მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობის ზრდის ტემპებთან შედარებით. პრაქტიკულად, თითქმის ყველა ქვეყანა გააქტიურდა საზღვარგარეთის ინვესტიციების მოზიდვით და საერთაშორისო კომპანიების სტრატეგიული გლობალიზაციით. უცხოური კაპიტალდაბანდებები არა მარტო ეკონომიკური განვითარების მძლავრი ფაქტორია, არამედ მნიშვნელოვან გავლენასაც ახდენს საგარეო ვაჭრობის დინამიკასა და სტრუქტურაზე, თანამედროვე

ტექნოლოგიების გავრცელებასა და საფინანსო რესურსების გადაადგილებაზე. ისინი ხელს უწყობენ: საერთაშორისო ეკონომიკურ სივრცეში ქვეყნის ინტეგრაციას, მოწინავე მენეჯმენტის გამოყენებას, საექსპორტო პოტენციალისა და ქვეყნის სავალუტო შემოსავლების ზრდას, სავაჭრო და საგადასახდელო ბალანსის გაუმჯობესებას, ახალი ტექნოლოგიების დანერგვას, ახალი სამუშაო ადგილების შექმნასა და დასაქმების ზრდას.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა და რაციონალური გამოყენება საქართველოში ეკონომიკური რეფორმის ერთერთი უმნიშვნელოვანესი პრობლემაა. ამ პრობლემის ოპტიმალურ გადაწყვეტაზეა დამოკიდებული ეკონომიკაში რეალური გარდაქმნის განხორციელება და საქართველოს ეკონომიკის ორგანული ჩართვა მსოფლიო მეურნეობაში. ამასთან, ამ პრობლემის მრავალი ასპექტი გადაუწყვეტელია მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტიციების მოზიდვის გაფართოების აუცილებლობაზე დღეს თითქმის არავინ დაობს. აქედან გამომდინარე, უცხოური ინვესტიციების გამოკვლევა, საქართველოს ეკონომიკის სპეციფიურობის გათვალისწინებით, საბაზრო ეკონომიკაზე წარმატებული გადასვლის გარანტიაა, რაც ეკონომიკური რეფორმების უზრუნველყოფის უმნიშვნელოვანეს ამოცანას წარმოადგენს.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის პრობლემის აქტუალობას ზრდის საქართველოს ეკონომიკაში ამჟამად შექმნილი მდგომარეობა: მნიშვნელოვანი საგარეო ვალი, უმუშევრობის მაღალი დონე, მოსახლეობის ცხოვრების დაბალი დონე, წარმოების ასამოქმედებლად საკუთარი სახსრების პრაქტიკული უქონლობა.

თავი IV.

უცხოური ინვესტიციები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ უცხოური ინვესტიციების ტიპებსა და ფორმებში;
განსაზღვროთ უცხოური ინვესტიციების ობიექტები;
გაერკვეთ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების კონცეფციებსა და დანიშნულებაში;
გაანალიზოთ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების "შემოდინებისა" და "გადინების" ძირითადი მიმართულებები;
განსაზღვროთ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელობა ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ამაღლების საქმეში;
შეიმუშაოთ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის ღონისძიებები;
გაანალიზოთ უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირების ძირითადი ასპექტები.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებისათვის დამახასიათებელი გლობალური ტენდენციები

ადრეული 1990-იანი წლების ყოფილი საბჭოთა კავშირის და ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნის გამოცდილებამ აჩვენა, რომ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ეკონომიკური ზრდა მოითხოვს დიდძალ კაპიტალს. ერთადერთი გზა, რითაც ქვეყანას შეუძლია ძირითადი კაპიტალის დაგროვება და მოდერნიზაცია არის ინვესტირება. მართალია არსებობს თეორიული შესაძლებლობები შიდა ინვესტირებისა, მაგრამ ის საჭიროებს ადგილობრივი დანაზოგების გარკვეულ დონეს და მნიშვნელოვან შემოსავალს ექსპორტიდან.

სწორედ ამაში მდგომარეობს გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების უპირველესი პრობლემა, რაც აბრკოლებს მათი განვითარების პროცესს. ამ ქვეყნებს აქვთ დანაზოგების (როგორც სახელმწიფო, ისე კერძო) ძალიან დაბალი დონე, ასევე შემოსავლების მობილიზების მწირი საშუალებები, რაც აუცილებელია სახელმწიფო დანაზოგების დონის ამაღლებისათვის. შედეგად, გვაქვს ძირითად კაპიტალში ინვესტირების ძალიან დაბალი მაჩვენებელი. უფრო მეტიც, გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების უმეტესობას რომც ჰქონოდათ საკმარისი შემოსავლები დანაზოგების აკუმულირების მაჩვენებლების გასაზრდელად, გაუმართავი ინფრასტრუქტურა შეუძლებელს გახდიდა ეკონომიკურ ზრდას ახლო მომავალში მხოლოდ შიდა ძალისხმევის ხარჯზე. ასეთ დროს, სუსტი ეკონომიკის ქვეყნებისათვის ფიზიკური და ფინანსური კაპიტალის შეხიდებითა და მოზიდვით, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები განაპირობებენ შესაძლებლობების, მატერიალური სიმდიდრისა და კეთილდღეობის გენერირებას, რაც წარმოქმნის ახალ სამუშაო ადგილებს. გარდა ამისა, უცხოური ინვესტორების მიერ გადახდილი გადასახადებიდან მიღებული ახალი შემოსულობები ზრდის საშემოსავლო კალათას და ეს იძლევა ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესებისა და არსებული ადამიანური კაპიტალის გაძლიერების შესაძლებლობას. ამრიგად, უცხოური კაპიტალის შემოდინების მნიშვნელობა და განსაკუთრებით გრძელვადიანი და სტაბილური პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, იძენს განსაკუთრებით დიდ მნიშვნელობას ასეთი ქვეყნებისათვის.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები წარმოადგენს ახალი ტექნოლოგიების ტრანსფერისა და დანერგვის ეფექტურ საშუალებას. როგორც წესი, მას მოაქვს მოწინავე ცოდნა პროდუქციის გადამუშავების მეთოდების, პროდუქციის შეფუთვისა და დიზაინის, საკომუნიკაციო ტექნოლოგიებისა და ასევე ბაზრის განვითარებისა და სტრატეგიის შემუშავების საკითხებში. ეს საწარმოო რესურსები და ნაკადები, როგორც

წესი, შემოედინება ინვესტიციების თანადროულად, რაც უზრუნველყოფს პროექტების მდგრადობას და იძლევა ტექნიკური ინოვაციების დინამიური ათვისების საშუალებას. ტექნოლოგიურ ტრანსფერს თან ახლავს უცხოელი ინვესტორების მიერ უწყვეტი ინიციატივები, რაც ორიენტირებულია მიმღები ქვეყნის ადამიანური რესურსების განვითარებისაკენ და გამოიხატება ადგილობრივი მუშახელის შრომის ნაყოფიერების ზრდის ხელშემწყობ ტრეინინგებში, თანამედროვე მენეჯმენტის პრაქტიკის და სხვადასხვა საორგანიზაციო ხასიათის ინოვაციების დანერგვაში.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები განიხილება, როგორც უფრო სტაბილური, გრძელვადიანი ინვესტიცია, რაც გულისხმობს ისეთი გადაწყვეტილების მიღებას და ვალდებულების აღებას, რომლის გადახედვა და შეწყვეტა იოლი არ იქნება.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები ხელს უწყობს და თავისი წვლილი შეაქვს მიმღები ქვეყნის ზოგადად მწირი კაპიტალური რესურსების შევსებაში. და ამავდროულად ის არ წარმოშობს საერთაშორისო ვალს.

პრაქტიკაში, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები შეიძლება განხორციელდეს სხვადასხვა ფორმით: სრულიად ახალი საწარმოს შექმნის გზით (**Greenfield investments**), საწარმოების შერწყმით და გაერთიანებით, ხელახლა ინვესტირებული შემოსავლით, კომპანიათაშორის სესხებით და კომპანიის საქმიანობაში უცხოური მონაწილეობის არაპირდაპირი ფორმით. მათ შორის უმნიშვნელოვანესია ახალი საწარმოს შექმნა, საწარმოების შერწყმა და გაერთიანება. ეს უკანასკნელი შეიცავს კერძო კომპანიების აქტივების შეძენას და სახელმწიფო საწარმოების პრივატიზაციას, მაშინ როცა სრულიად ახალი საწარმოს შექმნა მოიაზრებს საბაზო და ახალ კაპიტალურ ინვესტიციებს მრავალეროვნული საწარმოს მიერ უცხოური შვილობილი კომპანიების დაფუძნების მეშვეობით.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ძირითადი მახასიათებლები:

- შეუძლია მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანოს ტექნოლოგიების გადაცემასა და მათ ეფექტიან გამოყენებაში;
- ქმნის სამუშაო ადგილებს და აქვს შესაძლებლობა კონსტრუქციული წვლილი შეიტანოს საკადრო რესურსების გავითარებაში;
- ხელს უწყობს წარმოებას, ექსპორტსა და ინფრასტრუქტურის განვითარებას;
- ინვესტორს აძლევს საწარმოს მართვისა და კონტროლის უფლებას;
- ხშირად ხასიათდება ე.წ "ჩათრევის ეფექტით".

მიუხედავად იმისა, რომ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები უმეტესწილად ითვლება უმნიშვნელოვანეს ფაქტორად ქვეყნის განვითარებისათვის, უპი-ს პოტენციური შესაძლებლობები შეგვიძლია შევაჯამოთ შემდეგნაირად:

- კაპიტალის აკუმულირების და შიდა დანაზოგების შევსების გზით, უპი-ს ძალუძს ახალი საწარმოო რესურსების, ნედლეულისა და ნაკადების ინექცია წარმოებაში;
- პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს შესწევს უნარი გაზარდოს შრომის ნაყოფიერება და პროდუქტიულობა ტექნოლოგიების განახლებით, ადამიანური კაპიტალის ზრდისა და გაუმჯობესების გზით;
- უპი-ს მივყავართ ე.წ. "ტექნოლოგიური დიფუზიისაკენ" – იდეათა ტრანსფერი, ახალი ტექნოლოგიები და ცოდნა, შრომის ნაყოფიერების ზრდის მაპროვოცირებელი ეგზოგენური ეფექტი, ნოუ-ჰაუს გაზიარება და კულტივირება.

ყველა ეს ფაქტორი არის უმნიშვნელოვანესი ეკონომიკური განვითარებისათვის.

უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს შეუძლია გაზარდოს მიმღები ქვეყნის ეკონომიკის საწარმოო პოტენციალი და პროდუქტიულობა სხვადასხვა განვრცობითი ეფექტებით.

სხვა მნიშვნელოვანი ეკონომიკური ეფექტები უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებისა შეგვიძლია შემდეგნაირად შევაჯამოთ:

- უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები სტიმულს აძლევს სხვა მრავალნაციონალურ საწარმოებს/უცხოურ ფირმებს შევიდნენ ადგილობრივ ბაზარზე და შეიტანონ თავიანთი კაპიტალი და სხვა შესაძლებლობები მიმღებ ქვეყანაში;
- უპი აწესრიგებს და აუმჯობესებს გადასახადების აკრეფას ცენტრალურ და ადგილობრივ დონეებზე;
- უცხოელი ინვესტორები ეხმარებიან ადგილობრივ ფირმებს შეაღწიონ გლობალურ რეგიონალურ ქსელებში და სტრუქტურებში;
- უპი ზრდის კონკურენციას მიმღებ ქვეყანაში, რომელსაც საბოლოო ჯამში მივყავართ კეთილდღეობის გაუმჯობესებისაკენ;
- უპი ასოცირდება მაღალ ხელფასებთან, მოგებისა და რენტაბელურობის მაღალ კოეფიციენტებთან და შიდა ინვესტიციების შესაძლებელ ზრდასთან, რაც თავის მხრივ განპირობებულია კონკურენციის ზრდით (De Mollo, 1997);
- უპი განიხილება როგორც მყარი ვალუტის მნიშვნელოვანი წყარო და აძლევს საშუალებას ეროვნულ მთავრობებს დააფინანსონ საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტი.

უნდა აღინიშნოს, რომ ყველა ექსპერტი არ იზიარებს უპი-ს ამგვარ როლს მიმღებ ქვეყანაში. ზოგიერთი მათგანი თვლის, რომ უპი-ს გავლენა მიმღები ქვეყნის ეკონომიკაზე შეიძლება იყოს დადებითი ან უარყოფითიც კი, იმის მიხედვით, თუ რა გზით ხორციელდება ესა თუ ის ინვესტიცია. ექსპერტების ეს ნაწილი ყურადღებას ამახვილებს იმ ფაქტზე რომ საჭიროა უფრო დეტალური კვლევა სტრატეგიებისა და

ეფექტებისა, რათა მინიმუმამდე დავიდეს კაპიტალისა და საქონლო ბაზრების უპი-თ გამოწვეული შესაძლო უარყოფითი გვერდითი ეფექტები.

აფასებენ რა უპი-ს თანამდევ გარე ეფექტებს ზოგიერთი კრიტიკოსი ამტკიცებს, რომ პიდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს განვითარების საწყის ეტაპზე შესაძლოა ჰქონდეს ნეგატიური ეფექტები მიმღებ ქვეყანაში. ეს განსაკუთრებით ეხება "ბაზრის მისაკუთრების" ეფექტს, მაშინ როდესაც ადგილობრივი ფირმები არ არიან კონკურენტუნარიანი უცხოელ პარტნიორებთან შედარებით და ამის გამო ამ უკანასკნელთა მიერ განიდევნებიან ბაზრიდან.

ამ კრიტიკული ნაშრომების ავტორები თვლიან, რომ მოკლევადიან პერსპექტივაში უცხოურმა პირდაპირმა ინვესტიციებმა შეიძლება სრულიად დათრგუნონ ადგილობრივი ფირმები ბაზრის დიდი წილის დაკავებით და სრულიად დააკნინონ ამ ფირმების შესაძლებლობები.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების განვითარების სტრატეგიები

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების სრატეგია ნიშნავს:

- ინვესტიციების ქაოსური მოდინება ჩავრთოთ საერთო ეროვნული ამოცანების გადაწყვეტის კალაპოტში;
- შევინარჩუნოთ დასაქმება;
- გავზარდოთ დაბეგვრის ბაზა;
- უზრუნველვყოთ ეკოლოგიური უსაფრთხოება;
- გავზარდოთ ,,პროდუქტიული" ინვესტიციების მოცულობა;
- შევამციროთ ,,სპეკულაციური" ინვესტიციების მასშტაბი;

- უზრუნველვყოთ მრეწველობის სტრუქტურული გარდაქმნა;
- აუცულებელია უპი-ს სტრუქტურაში გაიზარდოს კაპიტალდაბანდებების წილი ისეთ წარმოებაში, რომელიც დასაქმებასა და ექსპორტის ზრდას შეუწყობს ხელს.

და ბოლოს საყოველთაოდ ცნობილია, რომ ინვესტირება არის ერთ-ერთი იმ სამი კომპონენთაგან (ინვესტიცია, მოხმარება და დაგროვება), რომელიც თამაშობს ერთ-ერთ უმთავრეს როლს ქვეყნის ეკონომიკის წარმოებაში. რაც უფრო მეტ ინვესტიციებს ახორციელებს ქვეყანა ინსფრასტრუქტურის განვითარებისა და ძირითადი კაპიტალის აკუმულირებისათვის, "მით უფრო მაღალია დონე წარმოების, დასაქმების, შემოსავლების, მსყიდველობითუნარიანობის, მოხმარების და დაგროვების". შესაბამისად, კაპიტალი (ინვესტიცია) წარმოადგენს გრძევადიანი ეკონომიკური ზრდის არსებით და მამოძრავებელ ძალას.

უკანასკნელი 20 წლის განმავლობაში მსოფლიო ეკონომიკაში აღინიშნება როგორც უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ნაკადების მატება, ასევე მისი მარაგების ზრდა. 1975-2000 წლებში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების საშუალო წლიური ნაკადები გაიზარდა 25 მილიარდი დოლარიდან 1.3 ტრილიონ დოლარამდე, ხოლო 2003 წლისთვის ადგილი ქონდა ამ პროცესების შენელებას და მათი მოცულობა დაეცა 653 მილიარდ დოლარამდე. მაგრამ მიუხედავად ამისა, შეიმჩნეოდა უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ნაკადების უფრო სწრაფი ზრდა, ვიდრე მსოფლიო ვაჭრობისა და წარმოების მოცულობისა. მაგალითად, 1992-2002 წლებში ყველა ქვეყანაში შეიმჩნეოდა უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების უფრო სწრაფი ზრდა– 279 პროცენტი, მაშინ, როდესაც ვაჭრობა გაიზარდა 69, წარმოება კი – 28 პროცენტით. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების საკმაოდ დიდი მოცულობის ბრუნვის შედეგად 2002 წელს მათი გლობალური მარაგი აჭარბებს 7 ტრი-

ლიონ დოლარს. საერთო ჯამში, 64000-მა კომპანიამ შეიერთა 870000-მდე ფილიალი უცხოურ ბაზარზე. მათ დაასაქმეს 53 მილიონი ადამიანი და წარმოებულმა პროდუქციამ შეადგინა დაახლოებით გლობალური მშპ-ის ერთი მეათედი. უცხოური მულტიეროვნული ფილიალების წილმა გლობალურ ვაჭრობაში შეადგინა 17.7 ტრილიონი დოლარი, დაახლოებით ორჯერ მეტი ვიდრე გლობალურმა ექსპორტმა, რომელმაც შეადგინა 8 ტრილიონი დოლარი.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობის უპირატესი ზრდა მსოფლიო ვაჭრობასა და მწარმოებლურობასთან შედარებით გამოწვეული იყო გარკვეული მიზეზებით. მიუხედავად სავაჭრო ბარიერების ზოგადი კლებისა, რომელიც მიმდინარეობდა უკანასკნელი 30 წლის განმავლობაში, ფირმები ჯერ კიდევ უფრთხიან პროტექციონისტული პოლიტიკის აქტიურ გავლენას. აშშ-ის აღმასრულებელი ხელისუფლება უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს მიიჩნევდა და მიიჩნევს როგორც მომავალში სავაჭრო ბარიერების შემამცირებელ ფაქტორს. აღსანიშნავია ისიც, რომ თანამედროვე ეტაპზე უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ზრდის ტემპი გამოწვეულია იმ პოლიტიკური და ეკონომიკური ცვლილებებით, რომლებსაც ადგილი ჰქონდათ მსოფლიოს მრავალ განვითარებად ქვეყანაში. დემოკრატიულ პოლიტიკაზე და თავისუფალ საბაზრო ეკონომიკაზე ორიენტირებულმა პოლიტიკურმა თუ ეკონომიკურმა ცვლილებებმა ასტიმულირა უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები. აზიის, აღმოსავლეთ ევროპისა და ლათინური ამერიკის ქვეყნებში ეკონომიკურმა ზრდამ, კერძო პროგრამებმა, რომლებიც ხელმისაწვდომია უცხოელი ინვესტორებისთვის და ამ ივესტიციების გარშემო არსებული მრავალი შეზღუდვის აღმოფხვრამ, ეს ქვეყნები გახადა მეტად მიმზიდველი უცხოური მულტინაციოანალური კომპანიებისთვის. გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის მონაცემებით, 2002-2008 წლებში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მარეგულირებელ კანონებში მომხდარმა 1641 ცვლილებამ შექ-

მნა უპი-სთვის მეტად მოხერხებული გარემო. მთავრობათა სურვილი, გაადვილებულიყო მათი განხორციელება, აისახა ორმხრივი ინვესტიციების ხელშეკრულებათა რაოდენობის მკვეთრ ზრდაში. ეს ხელშეკრულებები ემსახურებოდა ორ ქვეყანას შორის არსებული ინვესტიციების დაცვასა და ზრდას. 2002 წელს არსებობდა 181 ასეთი ხელშეკრულება, 2008 წელს კი – 2181 ხელშეკრულება, რომელიც აერთიანებდა 160-ზე მეტ ქვეყანას.

მსოფლიო ეკონომიკის გლობალიზაციამ, როგორც ეკონომიკურმა ფენომენმა, დადებითი გავლენა იქონია უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობაზე. ამ ინვესტიციების ძირითადი ნაწილი მაღალგანვითარებული ქვეყნების კომპანიების შერწყმისა და შთანთქმის რაოდენობის ზრდით აიხსნება. ამავე დროს, მუდმივად იზრდება ინვესტიციები განვითარებადი და გარდამავალი ქვეყნებიდან, ვინაიდან კონკურენცია და ეკონომიკური ზრდა აზიასა და სხვა განვითარებად ეკონომიკებში მათ კომპანიებს სხვა ქვეყნებში გაფართოებისკენ უბიძგებს.

გრძელვადიანი პერიოდის ტენდენციისგან განსხვავებით, 2005 წლიდან 2008 წლის ჩათვლით, უპი-ის ღირებულება დაეცა თითქმის 60 პროცენტით, 1.3 ტრილიონი დოლარიდან დაახლოებით 643 მილიარდ დოლარამდე. ყველაზე შესამჩნევი იყო ტრანსსაზღვრული შერწყმებისა და შენაძენების დონის დაცემა, რომელიც 1980-იანი წლებიდან უპი-ს გლობალური შენაკადების მთავარი მამოძრავებელი იყო. 2000 წელი იყო პიკი, შედგა 7900 ტრანსსაზღვრული გარიგება, რომელთა ღირებულება შეადგენდა 1.1 ტრილიონ დოლარს. შემდგომ გარიგებების რაოდენობა და ღირებულება მცირდებოდა შემდეგი სამი წლის განმავლობაში. 2008 წელს 4200 ტრანსსაზღვრული შენაძენი განხორციელდა, რომლის ღირებულებაც 270 მილიარდ დოლარს შეადგენდა. უპი-ის შემცირება ყველაზე მეტად დაეტყო განვითარებულ ქვეყნებს.

2005-2008 წლებში დაფიქსირებული უპი-ს შენელება სავარაუდოდ დროებით ხასიათს ატარებდა, რასაც განაპირობებდა შემდეგი მოვლენები:

პირველი – მსოფლიო ეკონომიკის საერთო ზრდის სიჩქარის შენელება;

მეორე – გაზრდილი გეოპოლიტიკური გაურკვევლობა, რომელიც 11 სექტემბრის მოვლენებს მოყვა;

მესამე – გლობალური ფინანსური კრიზისი, რომელიც დაიწყო აშშ-ში და შეზღუდა მულტინაციონალური კომპანიების უნარი, რომ გაეზარდათ ის დამატებითი კაპიტალი, რომელიც აუცილებელი იყო უპი-ის დასაფინანსებლად.

გაერთიანებული ერების და სხვა ინსტიტუტების მიერ ჩატარებულმა გამოკვლევებმა გვიჩვენეს, რომ კორპორაციების უმეტესობა უახლესი პერიოდის განმავლობაში კვლავ აპირებს გააგრძელოს პირდაპირი ინვესტიციების დაბანდება სხვადასხვა ქვეყნის ეკონომიკაში. ეს მოტივირებულია იმით, რომ მულტინაციონალური ფირმები ახდენენ უცხოურ პირდაპირ ინვესტირებას იმ მიზნით, რომ შეაღწიონ და დაიმკვიდრონ ადგილი ეროვნულ ბაზრებზე. მათ სტრატეგიაში შედის იმ ქვეყნების პოვნა, სადაც წარმოება და რეგიონალური ბაზარების მომსახურება უფრო იაფია.

ისტორიულად, უპი-ს ყველაზე დიდი რაოდენობა მსოფლიოს განვითარებულ ქვეყნებზე მოდიოდა, რადგან ფირმები, რომლებიც განვითარებულ ქვეყნებში არსებობდნენ, დებდნენ ფულს სხვა ქვეყნების ბაზრებში. ამერიკის შეერთებული შტატები ყოველთვის სასურველი ქვეყანა იყო ინვესტიციების დასაბანდებლად. ეს ტენდენცია გაგრძელდა 1990-იანი წლების ბოლომდე, როდესაც აშშ დარჩა ინვესტიციების ყველაზე დიდ მიმღებად. 2000 წელს, ამერკის შეერთებულმა შტატებმა კვლავ ყველაზე დიდი რაოდენობით მიიღო ინვესტიციები, დააგროვა რა 281 მილიარდი დოლარი, როდესაც მსოფლიო უპი შეადგენდა 1.3 ტრილიონ დოლარს, ხოლო ევროპაში უპი-ის ნაკადები შეადგენდა 633 მილიარდ დოლარს. მიუხედავად

ამისა, 2008 წლისთვის აშშ-სა და ევროპის ნაკადები დაეცა 30 მილიარდ და 374 მილიარდ დოლარამდე. შესაბამისად, ამის ახსნა შეიძლება გლობალური ფინანსური კრიზისით. ისტორიულად, აშშ ყოველთვის მიმზიდველი "სამიზნე" იყო ინვესტიციებისთვის, მისი ფართო და მდიდარი ბაზრის, დინამიური და სტაბილური ეკონომიკის, სასურველი პოლიტიკური მდგომარეობისა და ინვესტიციებისადმი გახსნილობის გამო.

განვითარებულ ქვეყნებზე მოდის უპი-ის უდიდესი წილი, მაგრამ სულ უფრო და უფრო იზრდება ინვესტიციები განვითარებად ქვეყნებშიც. ასე მაგალითად, 1985-დან 1990 წლამდე განვითარებად ქვეყნებში უპი-ის ყოველწლიური ნაკადები საშუალოდ 27 მილიარდი დოლარით გაიზრდა. 1990-იან წლებში, ინვესტიციების ნაკადი განვითარებად ქვეყნებში იყო 35-40 პროცენტი, ხოლო 2000-2008 წელს იგი დაეცა 25 პროცენტამდე. შედარებით ახალი ინვესტიციების ნაკადი შეინიშნება სამხრეთ, აღმოსავლეთ და სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნების სწრაფად მზარდ ეკონომიკებში. იზრდება აგრეთვე გარდამავალი და განვითარებადი ქვეყნების წილი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების შემოსულ ნაკადებშიც. 2006-2007 წლებში მან შეადგინა მთელი ინვესტიციების 4 პროცენტი. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების კონცენტრაცია ამ რეგიონში, რომელშიც საქართველოც შედის, საკმაოდ მაღალი იყო: შემოსული ნაკადის 75 პროცენტი მხოლოდ სამ ქვეყანაზე – რუსეთზე, უკრაინასა და რუმინეთზე მოდიოდა. დიდი მნიშვნელობა გააჩნდა აგრეთვე ჩინეთის ეკონომიკის განვითარებაშიც უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოტივაცია და მამოძრავებელი ძალა განსხვავდება ქვეყნების და ეკონომიკის დარგების მიხედვით. ზოგადად, აღმოსავლეთი და ცენტრალური ევროპა სულ უფრო იზიდავს შედარებით მაღალი დამატებული ღირებულების შემქმნელ წარმოებას (როგორიცაა ელექტრონიკა და მანქანათმშენებლობა), რომელიც გამოირჩევა წარმოების გეოგრაფიული კონცენტრაციით, საბოლოო

მწარმოებლებთან სიახლოვითა და ხარისხის კონტროლის მაღალი მოთხოვნით.

გარდამავალი და განვითარებადი ქვეყნების, როგორც ინვესტორი ქვეყნების როლის ზრდა შეიძლება გლობალიზაციის მზარდი ზეწოლით აიხსნას, რაც კომპანიებს აიძულებს კონკურენციისათვის იბრძოლონ როგორც შიდა, ისე გარე ბაზრებზე; ამის ახსნა ხარჯების შემცირების აუცილებლობითაც შეიძლება და აქტივების გაუმჯობესების საჭიროებითაც, რაც ე. წ. აქტივების გაფართოების ინვესტიციებით ხორციელდება. ამასთან HT-ი აღნიშნავს, რომ გარდამავალი და განვითარებადი ქვეყნები თავიანთ ინვესტიციებს, სავარაუდოდ, ასეთივე ტიპის სხვა ქვეყნებში დააბანდებენ და რომ ეს ინვესტიციები მიმღები ქვეყნების განვითარების მნიშვნელოვანი ფაქტორი იქნება, ვინაიდან ინვესტორი ქვეყნები მსგავს ტექნოლოგიებსა და წარმოების შედარებით შრომატევად მეთოდებს იყენებენ. ზემოთქმულიდან გამომდინარე, შეიძლება დავასკვნათ, რომ საქართველოს შეუძლია დიდი სარგებლობა მიიღოს ისეთი აღმოცენებადი მეზობელი ბაზრების ინვესტიციებით, როგორიცაა თურქეთი ან უკრაინა.

ბოლო წლების მანძილზე განხორციელებული ინვესტიციების მიხედვით შეიძლება ითქვას, რომ საქართველო ინვესტორებისათვის სულ უფრო მიმზიდველი ხდება. ამავე დროს ისიც აღსანიშნავია, რომ დარგობრივ სტრუქტურაში მომსახურების სფერო დომინირებს. საინვესტიციო პოტენციალის შეფასებისა და მეტი კაპიტალის მოსაზიდად ადეკვატური პოლიტიკის განსაზღვრისათვის, მნიშვნელოვანია იმ კომპანიების მოტივაციის გაანალიზება, რომლებიც საქართველოში აბანდებენ კაპიტალს. ანუ სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უნდა შევისწავლოთ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მიკროსაფუძვლები, ვინაიდან მთლიანი და აგრეგირებული ციფრები ხშირად არასწორ შთაბეჭდილებას გვიქმნიან და მცდარ სტრადეგიულ გადაწყვეტილებებამდე მივყავართ. მაგალითად, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ 2003 წლიდან მოყო-

ლებული ინვესტიციების უდიდესი ნაწილი ჯერ ბაქო-თბილისი-ჯეიჰანის ნავთობსადენის, მოგვიანებით კი, სამხრეთ-კავკასიური გაზსადენის მშენებლობას უკავშირდება. საერთაშორისო კონსორციუმების წილმა 2005 წელს საინვესტიციო ნაკადების 75 პროცენტი შეადგინა, 2006 წელს – 60, ხოლო 2007 წელს – 50 პროცენტი. კიდევ ერთი ფაქტორი, რომელიც საქართველოში ინვესტიციების სტრუქტურის ანალიზის დროს უნდა იქნეს მხედველობაში მიღებული, არის ის, რომ მათ მამოძრავებელ ძალას წარმოადგენდა პრივატიზაცია ქსელურ ინდუსტრიებში (ტელეკომუნიკაციები, ელექტროენერგიის წარმოება და განაწილება, პორტები, ნავთობტერმინალები, მედია), უძრავ ქონებაში (სასტუმროები), მძიმე მრეწველობაში ან ნედლეულის მოპოვებაში (შავი ლითონები, სასუქები). პრივატიზების შედეგად მიღებული საინვესტიციო ნაკადები ერთჯერადია, თუ მათ არ მოყვება შემდგომი მსხვილი კაპიტალდაბანდებები. უძრავი ქონება, მძიმე მრეწველობა და ნედლეულის მოპოვება შედარებით ნაკლებად უწყობს ხელს ეკონომიკის ზრდას, ვინაიდან ისინი არ ზრდიან საწარმოო სიმძლავრეებს და დასაქმებისა და დამატებითი ეკონომიკური ეფექტების შექმნის შეზღუდული შესაძლებლობები გააჩნიათ. უძრავ ქონებასა და ქსელურ ინდუსტრიებში განხორციელებული კაპიტალდაბანდება დადებით გავლენას ახდენს ქვეყნის ინფრასტრუქტურაზე, რაც მეტად მნიშვნელოვანია ინვესტიციების მოზიდვის თვალსაზრისით, მაგრამ წარმოებისა და ექსპორტის ხელშეწყობის თვალსაზრისით ნაკლებ ეფექტიანია.

ამდენად, თუ გავაანალიზებთ საქართველოს ამჟამინდელ მდგომარეობას უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის თვალსაზრისით, შემოსული საინვესტიციო ნაკადები ფრანგმენტული და ნაკლებად მდგრადია. საშუალოვადიან პერსპექტივაში მათ უნდა დაემატოს კაპიტალდაბანდებები ისეთ წარმოებაში, რომელიც დასაქმებისა და ექსპორტის ზრდას შეუწყობს ხელს. პოზიტიური ცვლილებები შეიმჩნევა ისეთ დარგებში, როგორიც კვების პროდუქტების გადამუშავებაა (ღვინო,

თხილი, მინერალური წყლები და სხვა), საექსპორტო საქონლის გადამუშავებაში ინვესტირების ცალკეული შემთხვევები აღინიშნება საფეიქრო მრეწველობაშიც. საზოგადოდ, საქართველომ ვერ შეძლო წარმატების მიღწევა ახალ მაღალტექნოლოგიურ წარმოებაში კაპიტალის მოზიდვაში (Greenfild investments) ანუ ისეთი გლობალურად მობილური ინვესტიციების მოზიდვა, რომელთა დაბანდებაც ბევრ ადგილას შეიძლება. არსებულ ინვესტიციებს განაპირობებს ისეთი ადგილობრივი ფაქტორები, როგორებიც ბაზრის მოთხოვნა თუ რესურსების ხელმისაწვდომობა, ან კიდევ ისეთი განსაკუთრებული პროდუქტები, როგორიც მილსადენის მშენებლობაა.

დღევანდელ მსოფლიოში საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობები ქვეყნისთვის ძალიან მნიშვნელოვანია, და ეს იმითაც არის განპირობებული, რომ გლობალურმა პროცესებმა დიდი მასშტაბები მიიღო. ქვეყანა დღეს ვერ იქნება ეკონომიკურად ძლიერი და ეკონომიკურ ზრდას ვერ მიაღწევს თუ მას ექნება ჩაკეტილი ეკონომიკა.

ქვეყანამ უნდა უზრუნველყოს პარტნიორ ქვეყნებთან სწორი და მომგებიანი ეკონომიკური პოლიტიკის გატარება, აგრეთვე აქტიური მონაწილეობა უნდა მიიღოს გლობალურ პროცესებში. საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობების უმთავრესი მიზანია ქვეყნის ეკონომიკური ზრდა, ქვეყნის იმიჯის განმტკიცება მსოფლიოში. ქვეყნის ეკონომიკური ზრდა მიიღწევა ექსპორტზე ორიენტირებული პოლიტიკით, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ზრდით, რაშიც ქვეყნის იმიჯი დიდ როლს თამაშობს.

საქართველო წარმოადგენს ხიდს, რომელიც რამოდენიმე ეკონომიურ რეგიონს აკავშირებს და იგი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი სატრანზიტო ქვეყანაა. ევროპისა და აზიის გზაჯვარედინზე მყოფი, იგი ბუნებრივი სატრანსპორტო დერეფნის როლს ასრულებს. საქართველო ყველაზე მოკლე სატრანზიტო მარშუტია დასავლეთსა და ცენტრალურ აზიას შო-

რის ნავთობისა და გაზის, ისევე, როგორც მშრალი ტვირთის ტრანსპორტირებისათვის. 2003 წლის შემდეგ საქართველოს მთავრობის მიერ საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესების მიზნით განხორციელებულმა რეფორმებმა და ინიციატივებმა დადებითი შედეგები გამოიღო, რაც საერთაშორისო კვლევებითა და შეფასებებითაც დასტურდება.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და ეკონომიკური ზრდა

გლობალური ეკონომიკის ახალი გამოწვევის პირობებში იზრდება ეკონომიკური პოლიტიკის და ეკონომიკური მექანიზმების არჩევის აქტუალურობა, რომელსაც შეუძლია უზრუნველყოს ქვეყნისა და მისი ეროვნული ბიზნესის – მრეწველობის, საბანკო სექტორის – განვითარების შიდა საფუძველი და მსოფლიოში ღირსეული ადგილის დაკავება. ამასთან ერთად აუცილებელია ეკონომიკური განვითარების ეროვნული პრიორიტეტების უზრუნველყოფის მიზნით გავატაროთ აქტიური პოლიტიკა სამრეწველო, საბიუჯეტო, საგადასახადო და ფულად საკრედიტო პოლიტიკასთან კავშირში. თუმცა, ისიც ნათელია, რომ საქართველოში მიმდინარე და სტრატეგიული ამოცანების გადაწყვეტისას, ეკონომიკური ზრდა მნიშვნელოვან წილად დამოკიდებულია მსოფლიო კონიუნქტურაზე და უცხოელი ინვესტორების სურვილზე, განახორციელონ ან არ განახორციელონ ეკონომიკური პროექტების დაფინანსება ჩვენს ქვეყანაში. ერთ-ერთი ფაქტორი, რომელიც გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებს აძლევს საშუალებას შეამსუბუქოს ზოგიერთი შიდა პრობლემა და ეკონომიკურ განვითარებას მისცეს დადებითი იმპულსი, არის თავიანთი ბაზრების გახსნა უცხოური ფირმებისა და ერთობლივი კომპანიებისათვის, რაც ხორციელდება კიდეც საქართველოში. პრაქტიკულად მსოფლიოს ყველა ქვეყანას, თავისი ეკონომი-

კის ჩარჩოებში, აქვს უცხოური სექტორი, რომელიც შედგება უცხოურ ინვესტიციებზე დაფუძნებული საწარმოებისაგან. ეს პროცესი საქართველოშიც მიმდინარეობს, თუმცა არასაკმარისად.

მსოფლიო ეკონომიკაში ინტეგრაციის პირობებში, საგარეო სფერო და ის უზარმაზარი რესურსები, რომლებიც იმყოფება ფინანსურ ბაზარზე, იძლევა დიდ შესაძლებლობას ეკონომიკური ზრდის დაფინანსებისათვის.

ქვეყანა-რეცეპიენტის ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფაში უცხოური კაპიტალდაბანდებების როლის შეფასების პრობლემას ხანრგძლივი ისტორია აქვს. ერთ-ერთი ადრეული მიდგომა არის ვ. ლეონტიევის კლასიკური დიფერენციალური მოდელი, რომლის მიხედვითაც საბაზისო წლის ფაქტობრივი მდგომარეობის მიუხედავად, „გარდატეხის წერტილი" ეკონომიკური განვითარების ტემპის მიმართ მანამდე არ მიიღწევა, სანამ მიმღებ ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციების საშუალო წლიური ზრდის ტემპი არ იქნება მშპ-ის 5%, ხოლო მომდევნო წლებში, ინტენსიურად უნდა ხდებოდეს მათი მოცულობის გადიდება.[6] საქართველოში უცხოური ინვესტიციების ზრდის საშუალო წლიური მოცულობა არის 3% მშპ-ის მიმართ. ხოლო რაც შეეხება მათი მოცულობის ზრდას, იგი ასე გამოიყურება: თუ 1998 წელს შეადგენდა მშპ-ის 7,9%, მომდევნო წლებში მათი მოცულობის მკვეთრ დაცემას აქვს ადგილი: 1999 წ. – 2,9%; 2000 წ. – 1,9%; მაშინ, როდესაც ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპის მრავალ ქვეყანაში და ლათინურ ამერიკაში დაგროვილი უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ მშპ-ის 4-5%-ზე მეტს მიაღწია. რაც შიდა დაგროვების მნიშვნელოვან წილს შეადგენს. მნიშვნელოვანია ის ფაქტიც, რომ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში თვალსაჩინოდ ახდენენ იმ ჭეშმარიტების დემონსტრირებას, რომ გადამწყვე-

[6] *Леонтьев В., Экономическое эссе. Теории, исследования, факти и политика. М., 1990. стр. 204-205.*

ტია არა იმდენად იმპორტირებული კაპიტალის მოცულობა, რამდენადაც მისი სტრუქტურა, უპი-ს განაწილება სექტორებისა და დარგების მიხედვით. როგორც ამერიკელი ეკონომისტი ტ. ხილი აღნიშნავს, არსებობს მჭიდრო კორელაციური კავშირი მშპ-ის ზრდის ტემპსა და მშპ-ში მანქანა-მოწყობილობაზე დანახარჯების წილს შორის.[7] მაგალითად, ძირითადი განსხვავება ცენტრალურ – აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებსა და საქართველოს შორის აიხსნება იმით, რომ ინვესტიციების დიდი ნაწილი მიემართება ფინანსურ სექტორსა და მანქანათმშენებლობაზე. საქართველოში კი, მანქანათმშენებლობასა და ფინანსურ სექტორში დაბანდებული უცხოური კაპიტალის მოცულობა ძალზედ უმნიშვნელოა (იხ. ცხრ. 4.1).

ცხრილი 4.1.

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დარგობრივი გადანაწილება ცენტრალურ-აღმოსავლეთ ევროპის სამ ქვეყანასა და საქართველოში 2000 წ. (%)

	საქართველო	უნგრეთი	პოლონეთი	ჩეხეთი
კვების მრეწველობა	6	9	13	7
მანქანათმშენებლობა	0.0	21	14	12
კავშირგაბმულობა	7.1	8	6.9	
საბინაო კომუნალური მეურნეობა	0.8	17	1	5
ვაჭრობა	0.1	11	10	17
ფინანსური სექტორი	2.1	11	22	15

[7] *World Inversment Report. 2000. p. 410.*

რა ფაქტორებით განისაზღვრება უპი-ს პოზიტიური ზემოქმედება მიმღები ქვეყნის ეკონომიკაზე? შესაძლებელია თუ არა უპი-ის ზრდით უზრუნველვყოთ დანაზოგებისა და კაპიტალდაბანდებების ფორმირება და საფუძველი შევუქმნათ მომავალ გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას?

ხშირად გამოთქვამენ მოსაზრებას იმის შესახებ, რომ უპი სასურველ გავლენას ახდენს კაპიტალდაბანდების პროცესზე იმ შემთხვევაში, როდესაც ისინი მიემართება ახალი საწარმოების მშენებლობისათვის და არა შერწყმისა და შთანთქმის განხორციელების მიზნით, რომლებიც შესამჩნევ ადგილს იკავებს უპი-ს მსოფლიო ნაკადებში. ეს არის დამოკიდებული კონკრეტულ პირობებზე და მნიშვნელოვან წილად განისაზღვრება შიდა ეკონომიკური პოლიტიკით, ვიდრე უცხოური ინვესტიციების პირდაპირი გავლენით ქვეყნის ძირითად კაპიტალის ფონდზე. ფირმები, უცხოურ ქვეყნებში შეღწევისას, ხშირად უპირატესობას შერწყმისა და შთანთქმის გზას ანიჭებენ, რამდენადაც არსებული ფირმის შეძენით, უცხოური კომპანია თავის ბალანსში ღებულობს უკვე მოქმედ საწარმოოს და არ არის საჭირო დაიწყოს ყველაფერი ნულიდან. თუმცა, ამგვარ შენაძენს მოსდევს ახალი უპი (ე. ი. დაბანდებები მოდერნიზაციასა და სიმძლავრეების განვითარებაში), რომელსაც შეუძლია გადააჭარბოს თავდაპირველ გარიგების ოდენობას.

საერთაშორისო სტატისტიკაში საკმარისი მონაცემები არის დაგროვილი, რათა დაწვრილებით გავაანალიზოთ უცხოურ კაპიტალზე დაფუძნებული წარმოების როლი და გამოვავლინოთ ამ სფეროში ფორმირებული კანონზომიერებანი და ტენდენციები. თუ უცხოურ სექტორში დასაქმებულთა წილს ავღნიშნავთ – L-ით და მათ მიერ გამოშვებული პროდუქციის წილს – Q-თი, შეგვიძლია გამოვთვალოთ მისი შეფარდებითი მწარმოებლურობა, ე. ი. უცხოური სექტორის შრომის მწარმოებლურობის თანაფარდობა მწარმოებლურობასთან საშუა-

ლოდ ქვეყნების მიხედვით ე. ი. $P_f = (Q.L)100\%$. ანალოგიურად შეგვიძლია გამოვთვალოთ ეროვნული სექტორის შეფარდებითი შრომის მწარმოებლურობა: $P_d = [(I-Q)/(I-L)]100\%$. თუ შევუფარდებთ მიღებულ ციფრებს ერთმანეთს, მივიღებთ შეფარდებითი გარღვევის კოეფიციენტებს უცხოურ და ეროვნულ სექტორის შრომის მწარმოებლურობაში:

$$P = (Q/L)/[(I-Q)/(I-L)]100\%.$$[8]

გამოთვლების შედეგად, მიღებული მონაცემების საფუძველზე, შეიძლება მოვახდინოთ შემდეგის ინტერპრეტაცია: შრომის წმარმოებლურობის მიხედვით უცხოური საწარმოები დაახლოებით ორჯერ უფრო ეფექტიანია სამამულოზე, რაც განპირობებულია მათი ტექნოლოგიური ლიდერობით, მოწივანე ტექნოლოგიების ფლობით. ისინი ჩვეულებრივ ეკუთვნის მსხვილ, ყველაზე განვითარებულ და შედარებით კონკურენტუნარიან კომპანიებს, რომლებიც დამოუკიდებლად ეწევიან მეცნიერულ-კვლევით და საცდელ – საკონსულტაციო სამუშაოებს და იყენებენ მის შედეგებს წარმოების ყველა სტადიაზე: გასაღების ბაზრის ორგანიზაციისა და სხვადასხვა ქვეყნებში საწარმოო სიმძლავრეების განთავსებამდე. გასაგებია, რომ თანამედროვე ეკონომიკაში ძირითად მწარმოებლებად გამოდიან გლობალურად მოქმედი ფირმები, რომლებიც ეძებენ მიმწოდებლებს და ბაზარზე შეღწევის შესაძლებლობას. უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს შეუძლია შეიტანოს მნიშვნელოვანი წვლილი ტექნოლოგიების გადაცემასა და მათ ეფექტიან გამოყენებაში. უფრო კონკრეტულად უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებს მიმღები ქვეყნის ტექნოლოგიური პროცესი შეუძლია უზრუნველყოს სამი მიმართულებით:

---

[8] *Frischtak, Claudio R., and Richard S. Newfarmer, eds (1993). Transnational corporations: Market Structure and Industrial Performance, United National Libery on Transnational Corporations, vol. 15 (London and New-York: Routledge on Behalf of the United Nation).*

მას შეუძლია უზრუნველყოს ახალი ტქნოლოგიების დანერგვა, რომელიც მოცემულ ეტაპამდე იყო გამოყენებული ეროვნულ ეკონომიკაში და მაშასადამე, აქვთ შესაძლებლობა ახალი საქონლის წარმოებისა და მოხმარების პირობების შექმნისა;

- უცხოური ინვესტიციები, ტექნოლოგიური კომპონენტებით, ჩვეულებრივ მოითხოვენ ახალი ჩვევების ფორმირებას ან განვითარებას, რომელიც აუცილებელია მოცემული ტექნოლოგიების გამოყენებისათვის;
- სამამულო ინოვაციური საქმიანობა დამოკიდებულია ეროვნულ ეკონომიკაში იდეების რაოდენობაზე. ამგვარად ახალი იდეების გამოჩენა აფართოებს და ასტიმულირებს ინოვაციურ საქმიანობას ეროვნულ დონეზე.

ყველა ეს თეზისი საკმაოდ დამაჯერებელია და მათ ჭეშმარიტებაში თითქმის ეჭვი არავის არ ეპარება. თუმცა, სახელმწიფო რეგულირების პოლიტიკის შემუშავებისას, მნიშვნელობა ენიჭება წარმოებაში მიმდინარე დიფუზიური პროცესების მასშტაბისა და სიჩქარის განსაზღვრას. მართალია ტექნოლოგიების გადატანა ინდუსტრიალურად განვითარებული ქვეყნებიდან და მისი ადაპტაცია შეიძლება განვითარების საწყისი ეტაპის ინტერესებს პასუხობდეს, მაგრამ განვითარების უფრო მაღალ ეტაპზე, სიმძიმის ცენტრმა უნდა გადაინაცვლოს ეროვნულ საკვლევ-საკონსტრუქტორო ბაზაზე, რაც სამეცნიერო ტენქიკური პროგრესის აქტიურ ფაზაზე გადასვლის აუცილებელი წინაპირობაა. მით უმეტეს, რომ აუცილებელი არ არის ინოვაციური პროექტები შეიქმნას საბაზისო ქვეყანაში, როგორც ეს იყო ადრე, როდესაც ისინი იქმნებოდა ძირითად კომპანიებში და შემდგომ გადაეცემოდა საზღვარგარეთულ ფილიალებს. კვლევითი ცენტრები ტნკ-ის მიერ იქმნება მრავალ ქვეყანაში, სადაც ამისათვის არსებობს კვალიფიციური კადრები და აუცილებელი წინაპირობა.

უცხოურ რესურსებთან ერთად, უცხოური კომპანიები აქტიურად იყენებენ მიმღები ქვეყნის შრომით რესურსებს. საქართველოში, სადაც არასრული დასაქმება და მაღალი უმუშევრობის დონე ქრონიკული პრობლემაა, უმუშევრობის დაძლევის მცდელობა ისეთი მექანიზმებით, როგორიცაა სახელმწიფო სექტორში სამუშაო ადგილების შექმნა იშვიათად აღმოჩნდება შედეგიანი. უპი კი, ქმნის სამუშაო ადგილებს და აქვთ შესაძლებლობა კონსტუქციული წვლილი შეიტანოს საკადრო რესურსების განვითარებაში, ადგილობრივი პერსონალის გადამზადებასა და პროფესიული ცოდნის გადაცემის საშუალებით, რომელიც არ არსებობს ან არის დეფიციტი მიმღებ განვითარებად ქვეყანაში.[9] როგორც ცნობილია პროფესიული გადამზადება, უშუალოდ სამუშაო პროცესში, ქმნის მნიშვნელოვან საგარეო ეფექტს და ამ მიზეზის გამო, უზრუნველყოფს საზოგადოებისათვის გადამზადების სასურველ დონეს. უცხოურ ინვესტიციებს თან ახლავს მიმღები ქვეყნიდან, მეზობელი ქვეყნების ბაზარზე ან თავად იმ ქვეყნის ბაზარზე, სადაც მდებარეობს ტნკ-ის მთავარი ოფისი, ექსპორტის ზრდა. ეს ექსპორტი უზრუნველყოფს მტკიცე ვალუტას, რაც სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია მდგრადი ეკონომიკური განვითარებისათვის. მტკიცე ვალუტა აუცილებელია საგარეო ვალების დაფარვისათვის, იმპორტული საქონლის შესყიდვისა და შიდა ინვესტირების დაფინანსებისათვის. რა თქმა უნდა, ექსპორტიდან მიღებული უცხოური ვალუტის გამოყენების სურვილი ამ ქვეყნებს აიძულებს შეამციროს სავაჭრო შეზღუდვები, რაც განაპირობებს მათ ინტეგრაციას მსოფლიო ეკონომიკაში. არანაკლებ მნიშვნელოვანია ის, რომ უცხოური ინვესტიციები ეხმარებიან ქვეყნებს გააფართოვონ თავიანთი ექსპორტის ნომენკლატურა. ახალი საექსპორტო პროდუქციის ხარისხობრივი ზრდა, რომელსაც ეწოდება არატრადიციული ექსპორტის

[9] *nderwick, Peter, ed. Transnational Corporations, voll 16 (London and Newyork, Routledge on Behalf of the United National) 1993. pp. 257.*

პროდუქცია, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია განვითარებადი ქვეყნებისათვის, რომლებიც ტრადიციულად ახდენენ ნედლეულის ექსპორტირებას. საექსპორტო პროდუქციის ნომენკლატურის გაფართოება ზრდის ქვეყნის დაცულობას.

ამგვარად, შეგვიძლია ვამტკიცოთ, რომ უცხოური სექტორი ხელს უწყობს მიმღები ქვეყნის საგარეო ეკონომიკურ ექსპანსიას და აძლიერებს მის პოზიციებს მსოფლიო ბაზარზე. უცხოურ კაპიტალზე დაფუძნებულ საწარმოსათვის, ეს არის კიდევ ერთი არგუმენტი მათი ფართო დაშვებასა და ეროვნულ ეკონომიკასთან ინტეგრირების სასარგებლოდ. ერთერთი საინტერესო აღმოჩენა უპი-ს შესახებ არის ის, რომ გააჩნიათ შიდა ინვესტიციების „ჩათრევის" დიდი შესაძლებლობა (იხ. ცხრ. 4.2).

ცხრილი 4.2.

უცხოური სექტორის საექსპორტო და შრომითი მონაწილეობის პარამეტრები მსოფლიოს ზოგიერთ ქვეყანაში[10] (%)

	წელი	უცხოური სექტორის წილი დასაქმების საერთო რიცხოვნობაში	უცხოური სექტორის წილი ექსპორტის საერთო მოცულობაში	ექსპორტის წილის თანაფარდობა დასაქმების წილთან
იაპონია	1985	0.3	2.0	6.7
აშშ	1995	0.5	5.0	10.0
ავსტრია	1996	9.9	24.7	2.5
მექსიკა	1993	3.3	18.2	5.5
ჩინეთი	1997	4.1	36.1	8.8
რუსეთი	1997	0.7	7.3	10.4

[10] *World InvcineTietsment: Report. 1998. p. 323.*

მოცემული ეფექტი მოქმედებს შემდეგი მიმართულებით: სასაქონლო და ფინანსურ ბაზრებზე კონკერუნციის სტიმულირებისა და მიმღებ ქვეყანაში ტექნიკური ეფექტიანობის გადიდების საშუალებით. ტნკ-ებს შეუძლიათ შიდა ფირმების გააქტიურება. ეს ხდება იმ შემთხვევაში, როდესაც აღწევენ განვითარებადი ქვეყნების ადგილობრივ ბაზარზე, სადაც უკვე საქმიანობას ეწევა სამამულო ფირმები. მსხვილ განვითარებად ქვეყნებშიც კი, შიდა ბაზარი როგორც წესი არ არის დიდი და მასზე მოქმედებს პირობები, რომელიც განაპირობებს ოლიგოპოლიის ან მონოპოლიის განვითარებას. ასეთ პირობებში, ადგილობრივ ბაზარზე უცხოური ფირმების შეღწევას, რომლებიც ფლობენ თანამედროვე ტექნოლოგიებს, შეუძლია უზრუნველყოს სამამულო ფირმების აქტიურობა და უბიძგებს მათ ეფექტიანობის ამაღლებისაკენ. ემპირიული ანალიზი ადასტურებს, რომ ტნკ-ების შეღწევამ რიგი ქვეყნების ზოგიერთ დარგში დადებითი გავლენა მოახდინა ადგილობრივი ფირმების მწარმოებლურობაზე.[11] თუმცა არის საშიშროება, რომ მსხვილმა ტნკ-ებმა კონკრეტული უპირატესობისა და აგრესიული ტაქტიკის გამოყენებით გამოიწვიოს საბაზრო კონცეტრაციის გაძლიერება და ადგილობრივი წარმოების შევიწროება. რა მდგომარეობაა ამ მხრივ საქართველოში? რამდენად დიდია უცხოური სექტორის ინვესტიციური პოტენციალი და რა გავლენას ახდენს უპი საერთო საინვესტიციო აქტიურობაზე? „ჩათრევის" და „გამოდევნის" ეფექტის ანალიზი მოითხოვს ზოგიერთი რაოდენობრივი მაჩვენებლის გამოყენებას. ამისათვის ჩავწეროთ ტოლობის ძირითადი ბალანსი:

$$I_t = D_t + F_t \qquad \text{სადაც,}$$

I – ინვესტიციების ერთობლივი ნორმაა;

[11] *nderwick, Peter, ed. Transnational Corporations, voll 16 (London and New-york, Routledge on Behalf of the United National) 1993. pp. 263.*

D– შიდა ინვესტიციების ერთობლივი წილი მშპ-ში;

F – უცხოური ინვესტიციების წილი მშპ-ში;

t – დრო.

უპი-ს მარტივი მახასიათებლის მიხედვით, შიდა ინვესტიციების ფორმირების თვალთახედვით, შეგვიძლია გამოვიყენოთ შიდა ინვესტიციების აბსოლუტური ელასტიკურობის კოეფიციენტი (E) უცხოურთან მიმართებაში:[12]

$$E = \Delta D / \Delta F \qquad (1)$$

D და F მნიშვნელობებში ძლიერი სხვაობის თავიდან აცილებისათვის, რასაც ადგილი აქვს უპი-ს მოზიდვის საწყის სტადიაზე, შეგვიძლია გამოვიყენოთ შიდა ინვესტიციების შეფარდებითი ელსატიკურობის კოეფიციენტი (G) უცხოურთან მიმართებაში:

$$G = (\Delta D / D) / (\Delta F / F) \quad (2)$$

თუ E > 0, მაშინ ეკონომიკაში ადგილი აქვს უცხოური და შიდა ინვესტიციების მულტიპლიკაციურ ეფექტს, როდესაც პირველი ჩართავს მეორეს და ამით იძლევა საშუალებას მით უფრო აქტიურად წარმართოს კვლავწარმოების პროცესი, ასეთ ეფექტს ეწოდება „ჩათრევის ეფექტი". თუ E < 0, ადგილი აქვს ერთი სახეობის ინვესტიციების მიერ მეორეთი გამოდევნას, ე. ი. „გამოდევნის ეფექტს". იმ შემთხვევაში, თუ ΔF < 0 და ΔD > 0, მაშინ შიდა ინვესტიციები შთანთქავენ უცხოურს, ხოლო ΔF > 0 და ΔD < 0, პირიქით უცხოური ინვესტიციები დევნის ადგილობრივს. ნათელია, რომ „ჩათრევის ეფექტი" ნიშნავს მაქსიმალურად კომფორტულ საინვესტიციო კლიმატს,

[12] *nderwick, Peter, ed. Transnational Corporations, voll 16 (London and New-york, Routledge on Behalf of the United National) 1993. pp. 263.*

ხოლო გამოდევნის ეფექტი დამახასიათებელია ისეთი სიტუაციისათვის, როდესაც ადგილი აქვს შიდა და უცხოურ ინვესტიციებს შორის კონკურენციას (იხ. ცხრ. 4.3).

ცხრილი 4.3.

უცხოური და შიდა ინვესტიციების ელასტიკურობის მაჩვენებელი საქართველოში[13]

დროის ინტერვალი	ელასტიკურობის აბსოლუტური კოეფიციენტი	ელასტიკურობის შეფარდებითი კოეფიციენტი
1996-1997	-0.195	-0.19
1997-1998	0.206	0.09
1998-1999	-0.865	-0.24
1999-2000	-0.343	-0.4

(1) და (2) მაჩვენებლების გამოყენებით მიღებული გათვლების შედეგი, რომელიც მოტანილია მეორე ცხრილში შემდეგი დასკვნების გამოტანის საშუალებას იძლევა. პირველი, როგორც მე-3 ცხრილიდან ჩანს საქართველოში უპი-ს მოდინება მიმდინარეობს არათანაბრად, რყევებით, გამოხატავს როგორც ეკონომიკურ ზრდას, ასევე ფინანსური კრიზისის გავლენას და ქვეყანაში შექმნილ მაკროეკონომიკურ და პოლიტიკურ არასტაბილურობას. მეორე, როგორც მესამე ცხრილიდან ჩანს 1996-1997, 1998-1999, 1999-200 წლებში ადგილი ჰქონდა „გამოდევნის ეფექტს“ და მხოლოდ 1997-1998 წლებში შეიმჩნეოდა „ჩათრევის ეფექტი“. ამგვარად, როგორც ჩანს, ოთხი გაანალიზებული დროის ინტერვალიდან სამში შეიმჩნეოდა „გამოდევნის ეფექტი“. მოცემული ეფექტის წარმოქმნის მიზეზი კი შეიძლება იყოს შემდეგი:

[13] *გაანგარიშებულია საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტის მონაცემების მიხედვით.*

- საქართველოში კონკურენციის დაცვის სუსტი მექანიზმების არსებობა;
- ადგილობრივი საკადრო რესურსების და სამეწარმეო უნარის მქონე სუბიექტების დეფიციტი;
- მიმწოდებელი და მომხმარებელი დარგების განვითარების დაბალი დონე;
- უპი-ს შეუძლია გამოდევნოს სამამულო ფირმები ადგილობრივი ბაზრებიდან, თუ მსხვილი უცხოური ფირმები ახორციელებენ სესხის აღებას ეროვნულ ფინანსურ ბაზრებზე: შიდა საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, რაც იწვევს მცირე და საშუალო ეროვნული ფირმების საინვესტიციო პროექტების სიცოცხლისუნარიანობის შემცირებას. ამასთან, ადგილობრივი ბანკირები რისკის შემცირების და მოგების გადიდების მიზნით შეიძლება იყვნენ მნიშვნელოვანწილად დაინტერესებულნი მსხვილი ფირმებისათვის (ისეთი როგორიცაა ტნკ) სესხის გაცემით და არა მრავალი ეროვნული ფირმებისათვის, რომლებიც სიდიდით მცირე ზომისანი არიან.

ამგვარად, აუცილებელია განხორციელდეს აქტიური მიზანმიმართული პოლიტიკა უპი-სთან მიმართებით, რათა უახლოეს მომავალში შეეძლოთ „ჩათრევის ეფექტის" მოქმედების სტადიაზე გადასვლა. მოცემული მიზნის მიღწევა კი დამოკიდებულია მთავრობის მიერ გათვლილ კომპლექსური ზომების რეალიზაციაზე, რომელიც უზრუნველყოფს საქართველოს ეკონომიკის მიმზიდველობის გადიდებას, პირველ რიგში, სამამულო კომპანიების მხრიდან.

საინვესტიციო აქტივობის ანალიზი საქართველოში

საქართველო, სამწუხაროდ, იმ ქვეყანათა რიცხვს მიეკუთვნება, რომელსაც უცხოური კაპიტალის გარეშე ეკონომი-

კის აღორძინება და ზოგადად ეკონომიკის, როგორც დარგის განვითარება, ძალიან გაუჭირდებოდა. უპი განიხილება, როგორც უფრო სტაბილური, გრძელვადიანი ინვესტიცია, რაც გულისხმობს ისეთი გადაწყვეტილების მიღებას და ვალდებულების აღებას, რომლის გადახედვა და შეწყვეტა იოლი არ იქნება. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები ხელს უწყობს და თავისი წვლილი შეაქავს მიმღები ქვეყნის ზოგადად მწირი კაპიტალური რესურსების შევსებაში და ამავდროულად ის არ წარმოშობს საერთაშორისო ვალს.

მიუხედავად ამისა საზოგადოებაში ხშირად არის აზრთა სხვადასხვაობა იმასთან დაკავშირებით, სასარგებლოა თუ არა ქვეყნისათვის უცხოური კაპიტალის შემოსვლა, ქართული ობიექტების გასხვისება და ა. შ. თვალშისაცემია, რომ საქართველოში საინვესტიციო ბაზარი დაუბალანსებელია, თუმცა აუცილებლად უნდა აღინიშნოს, ისიც, რომ ასეთი სახარბიელო და მომხიბვლელი გარემო ინვესტორებისათვის არასოდეს ყოფილა საქართველოში. ამ და სხვა მიმართულებებითაც საინვესტიციო აქტივობის ზრდის უმთავრეს მიზეზებს საქართველოში განაპირობებს:

- პოლიტიკური და ლიბერალური ეკონომიკური რეფორმები;
- მიმზიდველი მაკროეკონომიკური გარემო;
- კონკურენტული სავაჭრო წესები;
- ლიბერალური საგადასახადო კოდექსი;
- სახელმწიფო ქონების პრივატიზაცია;
- მოდერნიზებული ბიზნეს ლიცენზიების სისტემა;
- რეფორმირებული ტექნიკური რეგულრიების სისტემა;
- სტრატეგიული გეოგრაფიული ადგილმდებარეობა;
- კონკურენტული საბანკო სექტორი;
- საქართველო, როგორც უძველესი კულტურისა და ტრადიციების მქონე ქვეყანა.

ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციების შემოდინებას, არსებულ საკანონმდებლო ბაზასთან ერთად, საქართველოს გეოგრაფიული მდებარეობაც უწყობს ხელს. მსოფლიო ბაზრების დამაკავშირებელი საზღვაო, სარკინიგზო, საავტომობილო და მილსადენი მარშუტები საქართველოში წარმოებული ბიზნესისათვის სატრანსპორტო ხარჯების შემცირებისა და ფართო საერთაშორისო კავშირების განვითარების წინაპირობაა.

განვითარების თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს მიზანია მსოფლიოს ეკონომიკურ სივრცეში ინტეგრაცია, რაც მიიღწევა ბიზნეს გარემოს ჰარმონიზაციით ამ სფეროში მსოფლიოს ძირითად მოთხოვნებთან. ქვეყანაში უმუშევრობის და შესაბამისად სიღარიბის დაძლევის ძირითადი გზა არის ინსტიტუციური რეფორმები, საინვესტიციო აქტიურობის გადიდება. ამ თვალსაზრისით ადგილობრივი კაპიტალის შესაძლებლობები მოკრძალებულია. ამიტომაც არის, რომ ქვეყნის წინაშე მდგარი პრიორიტეტული ამოცანების რიცხვში უმთავრესია უცხოური კაპიტალის მოზიდვა. საერთაშორისო საინვესტიციო კაპიტალის მოსაზიდად და ექსპორტის მოცულობის მხრივ უფრო მაღალ ნიშნულზე გასასვლელად, საქართველომ უნდა გააააგრძელოს ძალისხმევა სხვადასხვა სფეროებში კონკურენტული უპირატესობების განვითარების მიზნით. საქართველოს მთავრობის თავისუფალი ეკონომიკის კურსი უზრუნველყოფს სწრაფ ეკონომიკურ ზრდას, მოქალაქეებს, მეწარმეებსა და ინვესტორებს კი მისცემს შესაძლებლობას, სრულად გამოავლინონ პოტენციალი და უზრუნველყონ დასაქმება. ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ საქართველოს ორგანული კანონის მიღება უზრუნველყოფს ამ კურსის მდგრადობასა და შეუქცევადობას. ეკონომიკური კურსი უზრუნველყოფილი იქნება დაბალი და მარტივი გადასახადებით, ხარისხიანი საგადასახადო ადმინისტრირებით, გონივრული და ზომიერი რეგულირებით. საგადასახადო და მარეგულირებელი ადმინისტრირების ტვირთი პროპორციული იქნება მეწარმეთა სიმძლავრის, რაც დამატებით სტიმულს

მისცემს მცირე და საშუალო მეწარმეობას. ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების შესახებ ხელშეკრულებები და მათი რაოდენობის ზრდა მეტ კომფორტს შეუქმნის არარეზიდენტ პირებს საქართველოში საქმიანობისათვის. ყოველივე აღნიშნული ხელს შეუწყობს საუკეთესო საინვესტიციო გარემოს შექმნას და მდგრადი ეკონომიკური განვითარების მიღწევას. ინვესტიციების მაქსიმალურად მოსაზიდად აუცილებელია ქვეყანამ შეინარჩუნოს და გააუმჯობესოს მისი პოზიციები, როგორც ლიდერმა კორუფციასთან ბრძოლის, ბიზნესის კეთების სიმარტივის და სხვა მნიშვნელოვანი პარამეტრების კუთხით. დაბალი გადასახადები, სწრაფი და ხარისხიანი მომსახურების სერვისები, ლიბერალური კანონმდებლობა, ქვეყნის სტაბილური განვითარების მაჩვენებლები, რეგიონში მოწინავე პოზიციები და ამ ყველაფრის ამსახველი შესაბამისი ინფორმაციის აქტიური მინოდება მსოფლიო საზოგადოებისათვის უზრუნველყოფს ქვეყანაში საუკეთესო საინვესტიციო გარემოს ჩამოყალიბებას, რაც თავის მხრივ ქვეყნის ეკონომიკის მდგრადი განვითარების, ახალი სამუშაო ადგილების შექმნის და მოსახლეობის ეკონომიკური და სოციალური უსაფრთხოების გაუმჯობესების საწინდარია.

უცხოური კაპიტალის მოზიდვა მეტად რთული ამოცანაა, რადგან საქართველოს მცირე ოდენობით გააჩნია ის სტრატეგიულ-ენერგეტიკული რესურსები, რომლებიც მიმზიდველია უცხოელი ინვესტორებისათვის. ამითაა მოტივირებული ის, რომ საქართველო მიმართავს ღია ეკონომიკურ პოლიტიკას, რომელიც გამომდინარეობს იმ ქვეყნების გამოცდილებიდან, რომლებიც XX-ის 60-იანი წლებიდან განვითარების მაღალი ტემპებით გამოირჩევიან. საუბარია „აზიურ ვეფხვებზე“ – ტაილანდზე, სინგაპურზე, ჰონკონგზე, რომელთა ეკონომიკური წარმატების საწინდარია ღია ეკონომიკური პოლიტიკა და მიმზიდველი ბიზნესგარემოს შექმნა. ამის საწინდარი კი ძლიერი ინსტიტუციური ცვლილებებია.

ეკონომიკურმა რეფორმებმა საქართველოს მსოფლიო მასშტაბით დაუმკვიდრა ერთ-ერთი სწრაფად განვითარებადი ქვეყნის იმიჯი. წარმატების ფაქტორთა შორისაა ის, რომ რეფორმები ატარებს სისტემატურ ხასიათს, რის გამოც ამ სფეროში იმკვიდრებს ლიდერის ადგილს. სტრატეგიული გეოპოლიტიკური მდგომარეობა ქვეყანას ეკონომიკური განვითარების დაჩქარებისთვის ამ მეტად მნიშვნელოვანი რესურსის ათვისების და გამოყენების შესაძლებლობას აძლევს. საინვესტიციო გარემოს შესაფასებლად, მნიშვნელოვანია ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსის გაანალიზება. აღნიშნული ინდექსი არის ეკონომიკური თავისუფლების მაჩვენებელი, რომელსაც ადგენენ საერთაშორისო სტრუქტურები სახელმწიფოს სტრუქტურებთან და სხვადასხვა ინსტიტუტებთან მიმართებაში, რომლის მიხედვითაც დგინდება ქვეყნებს შორის სხვაობა ეკონომიკური თავისუფლების მიხედვით.

ფრეზერის ინსტიტუტის 2010 წლის მსოფლიო ეკონომიკური თავისუფლების მოხსენების მიხედვით, საქართველო, წინა წელთან შედარებით 22 პოზიციით დაწინაურდა და 141 ქვეყანას შორის 23-ე ადგილზე (7,47 ქულით) იმყოფება. აღნიშნული დაწინაურება განპირობებულია შემდეგი ფაქტორებით: ქვეყანაში სახელმწიფო დანახარჯების წილის შემცირება; მდგრად ვალუტაზე ხელმისაწვდომობის ზრდა (ფულის მოცულობის ზრდა ეკონომიკაში და დაბალი ინფლაციის სტანდარტული გადახრა); საერთაშორისო ვაჭრობის ზრდა, სავაჭრო ბარიერების, ბიზნესის რეგულირების ბიუროკრატიული დანახარჯებისა და პროცედურების შემცირება, ბიზნესის დაწყების გამარტივება და სხვა. ინდექსი ზომავს ქვეყნის ეკონომიკურ თავისუფლებას 5 ძირითადი სფეროს მიხედვით: მთავრობის ზომა (ხარჯები, გადასახადები და საწარმოები); სამართლებრივი სტრუქტურა და საკუთრების უფლების დაცვა; მდგრადი ვალუტის ხელმისაწვდომობა; საერთაშორისო ვაჭრობის თავისუფლება; კრედიტების, შრომისა და ბიზნესის რეგულირება.

HERITAGE FOUNDATION-ის მიერ ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსის გაანგარიშება ემყარება 10 მაჩვენებლის განსაზღვრას: ბიზნესის თავისუფლება; ვაჭრობის თავისუფლება; ფისკალური თავისუფლება; სახელმწიფოსგან თავისუფლება; მონეტარული თავისუფლება; საინვესტიციო თავისუფლება; ფინანსური თავისუფლება; საკუთრების უფლება; კორუფციისგან განთავისუფლება; შრომის თავისუფლება. ქვემოთ წარმოდგენილია საქართველოში ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსების 2011 წლის მაჩვენებლები:

ინდექსის დასახელება	2011 წლის მონაცემები
მუშახელის თავისუფლება	92,1
კორუფციისაგან თავისუფლება	41
საკუთრების თავისუფლება	40
ფინანსური თავისუფლება	60
ინვესტიციების თავისუფლება	70
მონეტარული თავისუფლება	76,7
ხელისუფლებისაგან თავისუფლება	60,3
ფისკალური თავისუფლება	87,5
ვაჭრობის თავისუფლება	89,2
ბიზნესის თავისუფლება	87,3

HERITAGE FOUNDATION–ი ინდექსის მიხედვით, ქვეყნებს 5 ჯგუფად ჰყოფს: 1. თავისუფალი (80-100%); 2.უპირატესად თავისუფალი (70-79.9%); 3.ზომიერად თავისუფალი (60-69.9%); 4. უპირატესად არათავისუფალი (50-59.9%); 5.რეპრესიული (0-49.9%) .

2011 წლის ინდექსის მიხედვით, საქართველოს ეკონომიკამ შეინარჩუნა „ძირითადად თავისუფალი" ქვეყნის სტატუსი, ვინაიდან ეკონომიკური თავისუფლების მთლიანი ინდექსი საქართველოში არის 70,4. აღნიშნული მაჩვენებლით იგი მსოფლიოში 29-ე, ხოლო ევროპის რეგიონის 43 ქვეყნიდან

მე-15 ადგილზეა. მისი მთლიანი მაჩვენებელი (70,4) მსოფლიოს საშუალო მაჩვენებელზე (59,7) მაღალია. რუსეთის შემოჭრის და მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის გავლენის მიუხედავად, ეკონომიკა განიცდის საშუალოდ 4,8%-იან წლიურ ზრდას ბოლო 5 წლის განმავლობაში. კორუფცია მძიმედ აწვება ეკონომიკური თავისუფლების მთლიან ინდექსს, მაგრამ ანტიკორუფციულმა ღონისძიებებმა 2003 წლიდან გარკვეული პროგრესი განიცადეს. ნახაზზე წარმოდგენილია საქართველოს ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსის დინამიკა 1995-2011 წლებში.

მსოფლიო ბანკის „ბიზნესის კეთების" მონაცემთა ბაზა უზრუნველყოფს ბიზნესის რეგულირების და ბიზნეს გარემოს ობიექტურ შეფასებას და ამ შეფასების შედეგად შესაბამისი ინდიკატორების მიღებას. 2011 წლის ივნისში მოხდა 183 ქვეყნის ეკონომიკის გრადაცია ბიზნესის კეთების სიმარტივის მიხედვით. აღნიშნულ გრადაციაში საქართველომ მე-16 ადგილი დაიკავა, ხოლო რეგიონში 1-ლი.

ცხრილი 4.4.

	183 ქვეყანას შორის	აღმ.ევროპისა და ცენტ. აზიის რეგიონში
ბიზნესის დაწყების სიმარტივე	7	2
ლიცენზიის მიღება	4	1
თანამშრომელთა დაქირავება	89	8
ქონების რეგისტრაცია	1	1
კრედიტის მიღება	8	2
ინვესტორთა დაცვა	17	4
გადასახადების გადახდა	42	5
საგარეო ვაჭრობა	54	5
კონტრაქტების აღსრულება	41	8
ბიზნესის დახურვა	109	19
ბიზნესის კეთება (საერთო ინტეგრირებული ინდექსი)	16	1

ფონდის შეფასებით, კვლავინდებურად დაბალია ქვეყანაში კერძო საკუთრების დაცვის მაჩვენებელი. უცხოელი და ქართველი ინვესტორები კვლავაც ეჭვის თვალით უყურებენ სასამართლოს უნარს, რომ ის დაიცავს კერძო საკუთრებას და კონტრაქტებს, სუსტია ინტელექტუალური საკუთრების დაცვის მხრივ კანონის აღსრულება. მსოფლიო ბანკის რეიტინგით, ბიზნესის სიმარტივის მიხედვით, საქართველო მე-7 ადგილზეა, თუმცა დგას მისი შენარჩუნების პრობლემა, რადგან ძლიერი პოლიტიკური რისკების პირობებში ძალიან იოლია ბიზნესის დაკარგვა. ამ კვლევაში არის ნეგატიური მომენტებიც, მაგალითად, გადასახადების გადახდის სიმარტივით საქართველო არის მხოლოდ 42-ე ადგილზე. მსოფლიო ბანკის რეიტინგი უარყოფითად აფასებს გაკოტრების პროცედურას და ამ მხრივ საქართველო 109-ე ადგილზეა. საერთო მაჩვენებლით საქართველო უსწრებს ისეთ ქვეყნებს, როგორიცაა: გერმანია, იაპონია, ლატვია, ესტონეთი, ბელგია, საფრანგეთი, პორტუგალია, ნიდერლანდები, ავსტრია, ისრაელი, ესპანეთი, მექსიკა და სხვ.

საქართველო საერთაშორისო რეიტინგებში ასე გამოიყურება:

- "ბიზნესის კეთების სიადვილე" (Doing Business) – 2006 წელს 112-ე ადგილიდან 2010 წელს მე-11 ადგილზე გადაინაცვლა. (გაუმჯობესება 101 ადგილით);
- "ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსი" (Fraser Institute) – 2004 წელს 81-ე ადგილიდან 2007 წელს 46-ე ადგილზე გადაინაცვლა (გაუმჯობესება 35 ადგილით);
- "ეკონომიკური თავისუფლების ინდექსი" (Heritage Foundation) – 1997 წელს 125-ე ადგილიდან 2010 წელს 26-ე ადგილზე გადაინაცვლა (გაუმჯობესება 99 ადგილით);

- "კორუფციის აღქმის ინდექსი" (Transparency International) – 2005 წელს 130-ე ადგილიდან 2009 წელს 66-ე ადგილზე გადაინაცვლა (გაუმჯობესება 64 ადგილით);
- "შიდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განხორციელების ინდექსი" (UNCTAD msoflio investiciebis angariSi) – 1995 წელს 119-ე ადგილიდან 2009 წელს 30-ე ადგილზე გადაინაცვლა (გაუმჯობესება 89 ადგილით);
- "ბერტელსმანის გარდაქმნის ინდექსი 2010" (BertelsmannFoundation angariSi): მენეჯმენტის ინდექსი – 42-ე ადგილი; სტატუსის ინდექსი – 52-ე ადგილი.

2011-2012 წლის ანგარიშის "გლობალური კონკურენტუნარიანობის ინდექსის" მიხედვით საქართველოს რეიტინგი 5 ადგილით გაუმჯობესდა და 93-ე პოზიციიდან 88-ე პოზიციაზე გადმოინაცვლა.

საქართველოს ხელისუფლების ერთ-ერთი ყველაზე სერიოზული მიღწევა იყო სისტემური კორუფციის დაძლევა, შეიზღუდა ჩრდილოვანი ეკონომიკის წილიც. საქართველო კორუფციის მაღალი დონით ხასიათდებოდა საბჭოთა პერიოდიდან. კორუფციული ქმედებები, ერთის მხრივ, იწვევს პრობლემებს მაკრო-ფისკალური მიმართულებით, ამცირებს ნაყოფიერი ინვესტიციების შესაძლებლობებს, ართულებს სიღარიბესთან ბრძოლას და სამუშაო ადგილების შექმნას, ხოლო, მეორეს მხრივ, ხელს უწყობს საზოგადოების მხრიდან იმედგაცრუებისა და საჯარო ინსტიტუციების მიმართ ნდობის დაკარგვის შესაძლებლობებს. კორუფციასთან აქტიური ბრძოლა ქვეყანაში 2003 წლის შემდეგ დაიწყო. ფუნდამენტური ანტიკორუფციული რეფორმების შედეგად გარდაიქმნა და კორუფციისაგან გათავისუფლდა განათლების, სამედიცინო, სასამართლო და სასჯელაღსრულების სისტემები, პოლიცია, და მთლიანად საჯარო სექტორი. გაიზარდა საჯარო ინსტიტუტე-

ბის გამჭვირვალობა, ხალხისადმი ანგარიშვალდებულების ხარისხი და ხალხის მხრიდან ნდობა. საერთაშორისო ორგანიზაცია „გლობალური პატიოსნების" 2010 წლის ანგარიშში აღნიშნულია, რომ საქართველო ამოღებულია მასშტაბური კორუფციის ქვეყნების სიიდან.

მიუხედავად წინსვლისა, არადამაკმაყოფილებელია მდგომარეობა ხალხის ცხოვრების დონის ამაღლების თვალსაზრისით, რაც აისახება დაბალ შემოსავლებში, მერყევ ინფლაციასა და უმუშევრობაში, რაც მძიმე ტვირთად აწვება მოსახლეობას.

2010 წელს უმუშევრობის მაჩვენებელი წინა წელთან შედარებით შემცირდა და შეადგინა 16,3%. სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემების მიხედვით, სამუშაო ძალა 1944,9 ათასია და მათი 83,7 % დასაქმებულად ითვლება. დასაქმებულებში ჭარბობს თვითდასაქმებულთა წილი (61,9%), თუმცა 2010 წელს 2009 წელთან მიმართებაში დაქირავებით დასაქმებულთა რაოდენობის ზრდამ და თვითდასაქმებულთა რაოდენობის შემცირებამ გამოიწვია აღნიშნული მაჩვენებლის ორი პროცენტული პუნქტით შემცირება.თუმცა დასაქმებულის გარკვეული ნაწილის შემოსავალი საარსებო მინიმუმზე ნაკლებია, რაც არ შეიძლება ჩაითვალოს დასაქმებად.

ცხრილი 4.5.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
სამუშაო ძალა	2041,0	2023,9	2021,8	1965,3	1917,8	1991,8	1944,9
დასაქმებული (ათასი კაცი)	1783,3	1744,6	1747,3	1704,3	1601,9	1656,1	1628,1
უმუშევარი (ათასი კაცი)	257,6	279,3	274,5	261,0	315,8	335,6	316,9
უმუშევრობის დონე(%-ში)	12,6	13,8	13,6	13,3	16,5	16,9	16.3

ქვეყანას, მისი რესურსებიდან და ადგილმდებარეობიდან გამომდინარე, მუდამ გააჩნდა იმის პოტენციალი, რომ

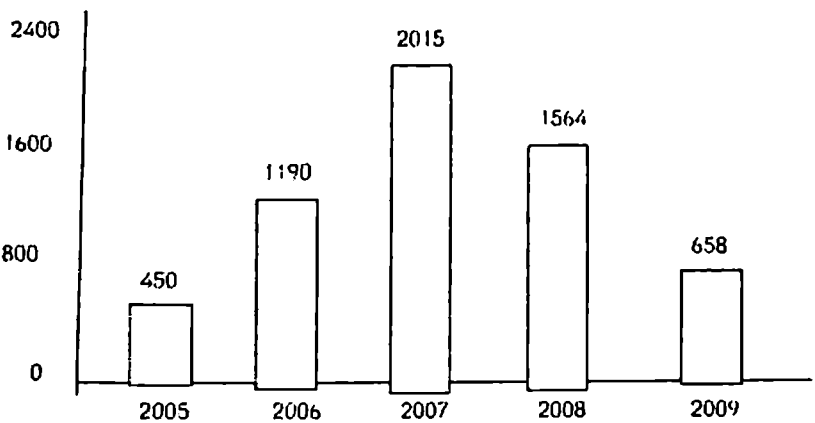
გამხდარიყო საინვესტიციო პროექტების განხორციელებისთვის მიმზიდველი ადგილი. მას შემდეგ, რაც ის დაადგა განვითარების საბაზრო ეკონომიკურ გზას, ინვესტიციური აქტივობის სტიმულირების მიზნით გადაიხედა კანონები ,,ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის", ,,უცხოური ინვესტიციების" შესახებ. მოხდა ამ სფეროს სრული ლიბერალიზაცია, რის საფუძველზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა უცხოური ინვესტიციების ხვედრითი წილი ქვეყნის ეკონომიკაში. 2008 წლიდან მსოფლიო მოიცვა გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა, რის გამოც, როგორც მთელ მსოფლიოში, ასევე საქართველოში ინვესტიციების მოცულობა მკვეთრად შემცირდა. ამ პროცესს მნიშვნელოვნად შეუწყო ხელი 2008 წლის აგვისტოში რუსეთ-საქართველოს ომმა და ამის შედეგად მისი ტერიტორიების რუსეთის მიერ ოკუპაციამ. კრიზისის შემდეგ, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა საქართველოს მთავრობის მთავარ გამოწვევად რჩება. ქვეყანა იბრძვის რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კრიზისის წინა დონეს მიაღწიოს. საქართველო დიდწილად არის პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე დამოკიდებული, რაც, თავის მხრივ, ეკონომიკური ზრდის საკმაოდ არასტაბილური წყაროა; ბევრ ქვეყანაში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კლებამ სერიოზული მაკროეკონომიკური პრობლემები გამოიწვია. კრიზისის შემდეგ კონკურენცია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვაში კიდევ უფრო გამწვავდა. გარდა ამისა, თავისუფალი კაპიტალის ხელმისაწვდომობამ იკლო იმის გამო, რომ განვითარებული კაპიტალის ბაზრის მქონე ქვეყნებს დიდი ვალები წარმოეშვათ. მაშინ, როცა ქვეყანას საკუთარი ეკონომიკის განვითარება დაუხმარებლად არ შეუძლია, უცხოურ ინვესტიციებს არსებითი მნიშვნელობა აქვს ქვეყნის ეკონომიკური ზრდისთვის. როგორც აღინიშნა, ქვეყანაში საინვესტიციო პროექტებს არეგულირებს შესაბამისი კანონი „ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის შესახებ", რომლის მიზანია, ინვესტიციების განხორციელების ხელშეწყობა,

ინვესტიციების დაბანდებისა და სამეწარმეო საქმიანობისათვის აუცილებელი პროცედურების გაუმჯობესება და ამ დარგში დამატებითი სამართლებრივი რეჟიმის შექმნა. საკანონმდებლო ბაზის სრულყოფა იყო ქვეყანაში ინვესტიციური აქტივობის (2008 წელს 1 მლრდ 564 მლნ $ ინვესტიცია) მნიშვნელოვანი ზრდის ერთ-ერთი მიზეზი. ამ პერიოდში მსხვილ ინვესტორებს მიეკუთვნებოდნენ: დიდი ბრიტანეთი, აშშ, ყაზახეთი, თურქეთი, აზერბაიჯანი. ამ პერიოდში ექსპერტების ნაწილი ეჭვით უყურებდა ყაზახური ინვესტიციების მოძალებას და მიაჩნდა, რომ რამდენიმე ყაზახური კომპანიის უკან რუსული ინტერესები იდგა.

საქართველოს ინვესტიციების დარგობრივ სტრუქტურაში მომსახურების სფერო დომინირებს. უნდა აღინიშნოს, რომ 2003 წლიდან მოყოლებული ინვესტიციების უდიდესი ნაწილი ჯერ ბაქო-თბილისი-ჯეიჰანის ნავთობსადენის, მოგვიანებით კი სამხრეთ-კავკასიური (შაჰ-დენიზის) გაზსადენის მშენებლობას უკავშირდება (საერთაშორისო კოსორციუმების წილმა 2005 წელს საინვესტიციო ნაკადების 75% შეადგინა, 2006 წელს 60%, ხოლო 2007 წელს კი 50%). 2000-2006 წლებში ინვესტორი ქვეყნების რიგითობას უმთავრესად მილსადენებში ინვესტიციები განსაზღვრავდა და საერთო მოცულობა 1034140 ათას აშშ დოლარს გაუტოლდა. აღსანიშნავია, რომ საქართველოში "ვარდების რევოლუცის" შემდეგ, მთავრობის შეცვლამ გამოიწვია ერთგვარი ინტერესი განვითარებული ქვეყნების მხრიდან და საქართველო თანდათან ყალიბდება ინვესტორებისათვის მიმზიდველ ქვეყნად. 2006 წელს ინვესტორი ქვეყნების რიცხვი წინა წელთან შედარებით 38 ქვეყნამდე გაიზარდა და ინვესტიციების საერთო მოცულობამ სულ 1190 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, 2007 წელს დაფიქსირებული იყო უცხოური პირდაპირი ინევსტიციების ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი – 2015 მლნ აშშ დოლარი. 2008 წლის საომარი მოქმედებების შედეგად უპი-ს შემოდინება საქართველოში

მკვეთრად შემცირდა და მიუხედავად მნიშვნელოვანი ღონისძიებებისა, რომელიც ხელისუფლების მხრიდან ხორციელდებოდა, 2009 წელს მხოლოდ 658 მლნ აშშ დოლარს გაუტოლდა:

საქართველოში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობა 2005-2009 წწ. (მლნ აშშ დოლარი)



საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის ინფორმაციით, 2010 წელს, დაზუსტებული მონაცემებით, საქართველოში განხორციელებული უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობამ 8145 მილიონი აშშ დოლარი შეადგინა, რაც 156.1 მილიონი აშშ დოლარით მეტი იყო წინა წელთან შედარებით. მათ შორის ევროკავშირის წევრი ქვეყნებიდან – 248.2 მლნ აშშ დოლარი (უცხოეთიდან საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი ინვესტიციების მთლიანი მოცულობის 30.5 პროცენტი), დსთ-ის ქვეყნებიდან 91.2 მლნ აშშ დოლარი (შესაბამისად, 11.2 პროცენტი), ხოლო დანარჩენი ქვეყნებიდან კი – 475.1 მლნ აშშ დოლარის ოდენობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია განხორციელდა (უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 58.3 პროცენტი).

2010 წელს უმსხვილესი ინვესტორ ქვეყნები იყვნენ: აშშ – 135.8 მლნ დოლარი (მთლიანი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 16.7 პროცენტი), თურქეთი – 91.8 მლნ აშშ დოლარი (11.3 პროცენტი), ნიდერლანდები – 73.4 მლნ აშშ დოლარი (9.0 პროცენტი), დიდი ბრიტანეთი – 59.0 აშშ დოლარი (7.2 პროცენტი), აზერბაიჯანი – 58.0 მლნ აშშ დოლარი (7.1 პროცენტი), არაბთა გაერთიანებული საემიროები – 55.5 მლნ აშშ დოლარი (6.8 პროცენტი), დანარჩენი ქვეყნებიდან საქართველოში შემოსულმა ინვესტიციებმა 341.1 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, ანუ მთლიანი უცხოური ინვესტიციების 41.9 პროცენტი.

საქართველოს ეკონომიკის ცალკეული დარგების მიხედვით, 2010 წელს ყველაზე მნიშვნელოვანი ოდენობით უცხოური პირდაპირი ინვესტიცია განხორციელდა მოპოვებით და დამამუშავებელ მრეწველობაში (228.8 მლნ აშშ დოლარი, მთლიანი ინვესტიციების 28.1 პროცენტი), ტრანსპორტსა და კავშირგაბმულობაში (215.1 მლნ აშშ დოლარი, 26.4 პროცენტი), უძრავ ქონებაში (119.3 მლნ აშშ დოლარი, 14.6 პროცენტი) და საფინანსო სექტორში (107.4 მლნ აშშ დოლარი, 13.2 პროცენტი). დანარჩენ სექტორებში დაბანდებული იყო 143.9 მლნ აშშ დოლარის ოდენობის პირდაპირი ინვესტიცია, რაც მთლიანი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 17.7 პროცენტს შეადგენდა. დაზუსტებული მონაცემებით, 2010 წელს, საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ 81.4 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც 24 პროცენტით აღემატება 2009 წლის და 47 პროცენტით 2010 წლის წინასწარ მონაცემებს.

ცხრილი 4.6 ასახავს მოცემული მაჩვენებლის დინამიკას 2008-2010 წლებში.

2010 წელს უმსხვილესი პირდაპირი ინვესტოირი ქვეყნების წილმა საქართველოში 58% შეადგინა. ამასთან, ევროკავშირის წევრი ქვეყნებიდან განხორციელებულმა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა 248 მლნ აშშ დოლარი და მთლიანი ინვესტიციების 30% შეადგინა, ხოლო დსთ-ის წევრი

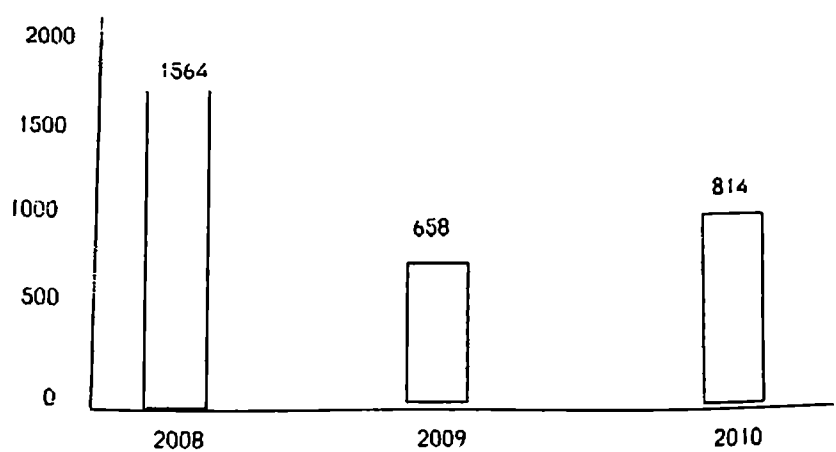
ქვეყნებიდან 91 მლნ აშშ დოლარი და შესაბამისად 11 პროცენტი. ქვეყნების მიხედვით პოზიციები ასე განაწილდა (ცხრ. 4.7).

ცხრილი 4.6.

უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები საქართველოში 2008-2010 წწ (მლნ აშშ დოლარი)[14]

	2008		2009		2010	
	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)
უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები	1 564.0	-22.4	658.4	-57.9	814.5	23.7

დიაგრამა №1



[14] *ცვლილება გაანგარიშებულია წინა წელთან შედარებით.*

ცხრილი 4.7.

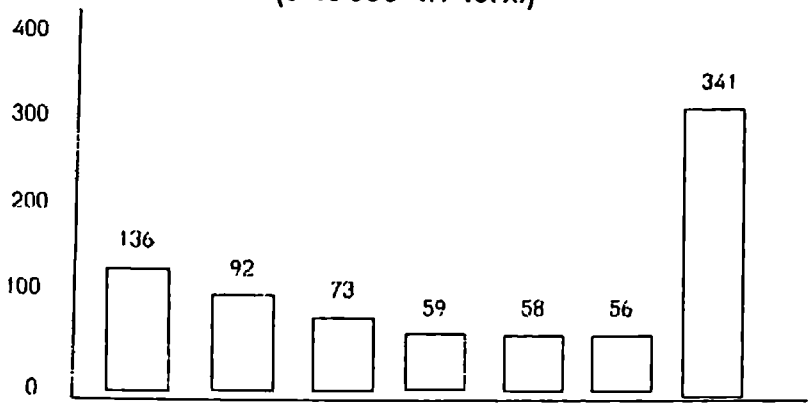
ძირითადი ინვესტორ ქვეყნები საქართველოში 2010 წლის მიხედვით

	2008		2009		2010	
	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)
სულ	1564.0	100.0	658.4	100.0	814.5	100.0
მათ შორის: ევროკავშირის ქვეყნები	476.7	30.5	224.7	34.1	248.2	30.5
დსთ-ს ქვეყნები	94.7	6.1	1.0	0.2	91.2	11.2
აშშ	167.9	10.7	-10.0	-1.5	135.8	16.7
თურქეთი	164.5	10.5	97.9	14.9	91.8	11.3
ნიდერლანდები	135.9	8.7	32.6	4.9	73.4	9.0
გაერთიანებული სამეფო	148.9	9.5	72.3	11.0	59.0	7.2
აზერბაიჯანი	23.9	1.5	29.8	4.5	58.0	7.1
არაბეთის გაერთიანებული ემირატები	306.6	19.6	162.8	24.7	55.5	6.8
დანარჩენი ქვეყნები	616.2	39.4	273.0	41.5	341.1	41.9

უმსხვილესი ინვესტორი ქვეყნების პროცენტული სტრუქტურა 2010 წელს განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მიხედვით გვიჩვენებს სექტორული დიაგრამა, რომლის მიხედვით პირველ ადგილზე აშშ იმყოფება – 17 პროცენტით, მეორეზე თურქეთი – 11 პროცენტით, მესამეზე ნიდერლანდები – 9 პროცენტით, ხოლო მომდევნო პოზიციებს გაერთიანებული სამეფო, აზერბაიჯანი და არაბეთის გაერთიანებული ემირატები იკავებენ დაახლოებით 7-7 პროცენტით.

დიაგრამა №2

უმსხვილესი ინვესტორი ქვეყნები 2010 წელს
(მლნ აშშ დოლარი)



პირდაპირი უცხოური ინვსტიციების განაწილება ეკონომიკის სექტორების მიხედვით მოცემულია ცხრილი 4.8.

ცხრილი 4.8.

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ეკონომიკის სექტორების მიხედვით 2008-2010 წწ.

	2008		2009		2010	
	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)	მლნ აშშ დოლარი	ცვლილება (%)
სულ	1564.0	100	658.4	100.0	814.5	100
ტრანსპორტი და კავშირგაბმულობა	422.7	27.0	98.4	14.9	215.1	26.4
უძრავი ქონება	277.8	17.8	147.4	22.4	119.3	14.6
საფინანსო სექტორი	8.5	0.5	49.7	7.5	107.4	13.2
დანარჩენი სექტორები	647.7	41.4	223.1	33.9	143.9	17.7

წინა წლებთან შედარებით უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მცირე მოცულობის მიუხედავად მზარდი ტენდენცია განსაკუთრებით აღსანიშნავია ჯანდაცვის სექტორში. 2010 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების წილმა მშპ-ში 7 პროცენტი შეადგინა, 2008 წელს ანალოგიური მაჩვენებელი 12 პროცენტით განისაზღვრა, ხოლო 2009 წელს 6 პროცენტი იყო.

ცხრილი 4.9.

მშპ და უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები

	2008	2009	2010
მშპ მიმდინარე ფასებში (მლნ აშშ დოლარი)	12801	10767	11663
პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია (მლნ აშშ დოლარი)	1564	569	814
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციის წილი მშპ-ში- (%)	12	6	7

საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური აწარმოებს ბიზნეს სუბიექტების საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის სტატისტიკურ გამოკვლევას კვარტალური და წლიური პერიოდულობით. აღნიშნული კვლევის შედეგების საფუძველზე გაიანგარიშება ქვეყნისათვის ისეთი მნიშვნელოვანი მაჩვენებელი, როგორიცაა საქართველოში განხორციელებული უცხოური პირდაპირი ინევსტიციები.

კვარტალური გამოკვლევის საფუძველზე მიღებული მონაცემები, როგორც წესი, წინასწარია და ექვემდებარება დაზუსტებას წლიური გამოკვლევის შედეგებით. საერთაშორისო ორგანიზაციების რეკომენდაციით, აგრეთვე სასურველია მაჩვენებლის რევიზია განხორციელდებს 3-5 წელიწადში ერთხელ და მოხდეს მაქსიმალურად შესაძლებელი ხანგრძლივი პერიოდისათვის დინამიკური მწკრივების დაზუსტება.

საქართველოში განხორციელებული უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 2010 წლის დაზუსტებული მონაცემები წინასწართან შედარებით 47 პროცენტითაა გაზრდილი. ასეთი მკვეთრი განსხვავების ძირითად მიზეზებს შორის აღსანიშნავია უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების გაანგარიშების ახალ მეთოდოლოგიაზე გადასვლა, რომელიც მოითხოვს კომპანიების კონსოლიდარული ფინანსური მაჩვენებლების გამოყენებას, რის გამოც გაიზარდა გამოსაკვლევი ბიზნეს სუბიექტების რაოდენობა. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ საწარმოები წელიწადში ერთხელ ახორციელებენ საანგარიშგებო პერიოდის საბალანსო მონაცემების დაზუსტებას. ამ ფაქტის გათვალისწინებით საქსტატი წინასწარ წლიურ მონაცემებს ანგარიშობს ოთხი კვარტლის შეჯამებით, ხოლო წელიწადში ერთხელ ატარებს წლიური პერიოდულობის გამოკვლევას (სტატისტიკური გამოკვლევა „მონაცემები საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის შესახებ"). მიღებული შედეგების საფუძველზე წარმოებს კვარტალური მონაცემების შესწორება და დაზუსტებული წლიური მაჩვენებლის გაანგარიშება.

2011 წლის პირველ ნახევარში სულ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ოდენობამ 377.1 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, ანუ 2010 წლის პირველ ნახევართან შედარებით 2.3 მლნ აშშ დოლარით მეტი. ევროკავშირის წევრი ქვეყნებიდან, 2011 წლის პირველ ნახევარში, საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობამ 142.7 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, (პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მთლიანი ოდენობის 37.8 პროცენტი), დსთ-ის წევრი ქვეყნებიდან – 70.8 მლნ დოლარი (18.8 პროცენტი), ხოლო დანარჩენი ქვეყნებიდან (საერთაშორისო ორგანიზაციების ჩათვლით) – 163.7 მლნ აშშ დოლარი (43.4 პროცენტი).

2011 წლის პირველ ნახევარში უმსხვილესი ინვესტორი ქვეყნები იყვნენ: კვიპროსი (57.3 მლნ დოლარი, მთლიანი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 15.2 პროცენტი), ნიდერლანდები (44.8 მლნ დოლარი, 11.9 პროცენტი), თურქეთი (35.9

მლნ დოლარი, 9.5 პროცენტი), დიდი ბრიტანეთი (32.8 მლნ დოლარი, 8.7 პროცენტი), საერთაშორისო ორგანიზაციები (31.6 მლნ დოლარი, 8.4 პროცენტი) და სხვ.

საქართველოს ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, 2011 წლის პირველ ნახევარში ყველაზე მნიშვნელოვანი ოდენობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია განხორციელდა: მრეწველობაში – 112.3 მლნ დოლარი (მთლიანი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 29.8 პროცენტი), საფინანსო სექტორში – 74.1 მლნ დოლარი (19.7 პროცენტი), ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობაში – 57.8 მლნ დოლარი (15.3 პროცენტი), უძრავ ქონებაში – 56.0 მლნ დოლარი (14.9 პროცენტი), მშენებლობაში – 26.9 მლნ დოლარი (7.1 პროცენტი), სასტუმროებსა და რესტორნებში – 12.2 მლნ დოლარი (3.2 პროცენტი), ჯანდაცვასა და სოციალურ დახმარებაში – 5.0 მლნ დოლარი (1.3 პროცენტი). ამ დარგებზე მოდიოდა 2011 წლის პირველ ნახევარში საქართველოში დაბანდებული უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების 91 პროცენტზე მეტი.

უცხოურ რესურსებთან ერთად, უცხოური კომპანიები აქტიურად იყენებენ მიმღები ქვეყნის შრომით რესურსებს. საქართველოში, სადაც არასრული დასაქმება და მაღალი უმუშევრობის დონე ქრონიკული პრობლემაა. როგორც უკვე არაერთხელ აღვნიშნეთ, უმუშევრობის დაძლევის მცდელობა ისეთი მექანიზმებით, როგორიცაა სახელმწიფო სექტორში სამუშაო ადგილების შექმნა, იშვიათად აღმოჩნდება შედეგიანი. უპი კი, ქმნის სამუშაო ადგილებს და აქვს შესაძლებლობა კონსტრუქციული წვლილი შეიტანოს საკადრო რესურსების განვითარებაში, ადგილობრივი პერსონალის გადამზადებასა და პროფესიული ცოდნის გადაცემის საშუალებით, რომელიც არ არსებობს ან არის დეფიციტი მიმღებ განვითარებად ან გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყანაში.

მრავალი დასავლური კომპანია ჯერ კიდევ არასაკმარისად არის ინფორმირებული საქართველოში დარგობრივი განვითარების ტენდენციებისა და შესაძლო პარტნიორობის შე-

საძლებლობების შესახებ. ასეთი გაურკვევლობა ამუხრუჭებს ინვესტიციების შემოდინებას ქვეყანაში. ამ მხრივ განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია პოტენციური უცხოელი ინვესტორების ინფორმაციით უზრუნველყოფა, რომელიც მოიცავს ქვეყნის საინვესტიციო შესაძლებლობებზე არსებული ინფორმაციის მთელ სპექტრს.

ერთობლივი ბრძოლა ტერორიზმთან აძლიერებს საქართველოს თანამშრომლობას დასავლეთის ქვეყნებთან, რაც პოლიტიკური იზოლაციიდან გამოსვლის მნიშვნელოვანი ფაქტორია, რომელიც ასტიმულირებს უცხოური ინვესტიციების ქვეყანაში შემოსვლასაც. საქართველოს საგარეო ვალი, როგორც კრედიტორებთან მოლაპარაკების ფაქტორი, არის უცხოური ინვესტიციების მიღების ერთ-ერთი შანსი, რადგან საგარეო ვალის რეგულარულად დაბრუნება შესაძლებელია მხოლოდ ეკონომიკური განვითარების დონის ამაღლებით.

საქართველოში საბაზრო ურთიერთობის ფორმირების საწყის სტადიაზე, უცხოურმა კაპიტალმა ვერ შეასრულა მნიშვნელოვანი როლი როგორც პრივატიზაციის, ასევე პროექტების პირდაპირ დაფინანსების თვალსაზრისით. ეს მნიშვნელოვნად გამოწვეული იყო ქვეყნის იმ პრობლემების სპეციფიკით, რომელიც ამ პერიოდში წარმოიქმნა. ეკონომიკის მოულოდნელმა ლიბერალიზაციამ და სტიქიურმა პრივატიზაციამ გამოიწვია ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის დაცემა. 2003 წელს ქვეყნის სათავეში მოსული ხელისუფლების ეკონომიკური პოლიტიკა აღმოჩნდა ის ძირითადი ფაქტორი, რომელმაც გაზარდა უცხოელი ინვესტორის ნდობა. მიმღები ქვეყნის ეფექტიანი ეკონომიკური პოლიტიკა ამცირებს ეკონომიკური არასტაბილურობის ალბათობას, ხოლო ეკონომიკური არასტაბილურობა უარყოფითად მოქმედებს სამამულო და უცხოელი ინვესტორების საქმიანობაზე.

ქვეყნის მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მნიშვნელოვან პირობად გვევლინება დაბალი და პროგნოზირებადი ინფლაცია. მსოფლიო გამოცდილებით, ფინანსური სტაბილი-

ზაცია მყარდება მაშინ, როდესაც ფასების წლიური ზრდა არ აღემატება 20%-ს, ხოლო საშუალო თვიური 2%-ს. თუ ეს დონე მაღალია, ინვესტიციური აქტივობა მცირდება. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებით, 2011 წლის საშუალო წლიური ინფლაცია შეადგენს 8,5%-ს. საქართველოს პრაქტიკამ ნათლად დაგვანახა, რომ ინფლაციის შემცირება საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივაში ჯერ კიდევ არ არის საკმარისი პირობა ინვესტიციური აქტიურობისათვის, მასთან ერთად აუცილებელია ქვეყნის პოლიტიკური და ეკონომიკური სტაბილიზაცია, საფონდო ბაზრის განვითარება.

ინფლაციის დაძლევასა და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებაში დიდ როლს ასრულებს სავალუტო კურსის მდგრადობა. მყარი ვალუტის პოლიტიკა უზრუნველყოფს ეკონომიკის მოდერნიზებას, საგარეო ვალების მომსახურების პირობების გაუმჯობესებას. სავალუტო კურსის რეალური გადიდება განაპირობებს კაპიტალის გადინების შემცირებას, ინვესტიციების (მათ შორის უცხოურის) ზრდას. ეროვნული ვალუტის – ლარის განმტკიცება ასტიმულირებს მანქანა-მოწყობილობების იმპორტის გადიდებას, რაც წარმოების მოდერნიზების მნიშვნელოვანი ფაქტორია. თუმცა, ამგვარი პოლიტიკის გატარებისას აუცილებელია თანაფარდობა ვალუტის განმტკიცებასა და განხორციელებულ ინსტიტუციურ, სტრუქტურულ და სოციალურ გარდაქმნებს შორის რაციონალური თანაფარდობის შენარჩუნება. პირველ რიგში იგულისხმება საგადასახადო სისტემის სრულყოფა, საგადასახადო ტვირთის შემცირება, გადასახადების ადმინისტრირების სერიოზული გაუმჯობესება, საწარმოთა რესტრუქტურიზაცია, კონკრეტული ბაზრების ჩამოყალიბება და ა.შ. ლარის აწეული კურსი თუ არ არის უზრუნველყოფილი შრომის მწარმოებლურობის ზრდით, შემდგომში ასეთი კურსის შენარჩუნება ეკონომიკური ზრდის ტემპების შენელებას გამოიწვევს. საგადასახადო ტვირთის შემსუბუქება ხელს შეუწყობს საწარმოო სიმძლავრეების ამოქმედებას, მაგრამ ამგვარი მეთოდით გამოწვეული საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, არსებულ ვი-

თარებაში არ გამოიწვევს უცხოური კაპიტალის მოდინებას იმის გამო, რომ საქართველოში კაპიტალი ნაკლებად მობილურია, რადგან მიუხედავად წარმოების პრივატიზაციისა, ყველაზე მძლავრი ინვესტიციების წყარო – საფონდო ბირჟა ქვეყანაში პრაქტიკულად არ ფუნქციონირებს.

მსოფლიო გამოცდილებამ დაგვანახა, რომ დაგვჭირდება შიდა ინვესტიციების შედარებით მნიშვნელოვანი და ხანგრძლივი ზრდა იმისათვის, რომ უცხოელმა ინვესტორებმა მონაწილეობა მიიღონ ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაში, უცხოელი ინვესტორი კაპიტალს არ დააბანდებს პარალიზებულ შიდა ინვესტიციური აქტიურობის მქონე ქვეყანაში. შიდა ინვესტიციური საქმიანობის გამოცოცხლება შეიძლება განვიხილოთ, როგორც ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთი პირობა და უცხოური ინვესტიციების გადიდების კატალიზატორი.

უცხოელ ინვესტორთან საკრედიტო შეთანხმების მიღწევა, ინვესტიციური აქტიურობის ზრდა, მნიშვნელოვანწილად დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებასთან, რომელიც საბანკო სისტემასთან ერთად, შეიძლება მიჩნეულ იქნეს ფინანსური რესურსების ინვესტიციებში ტრანსფორმაციის მექანიზმად.

სასურველი საინვესტიციო გარემოს შექმნა და გრძელვადიანი სახსრების დაბანდების მექანიზმის ამოქმედება დიდად არის დამოკიდებული იმ ღონისძიებებზე, რომელიც მოითხოვს საბაზრო და ინვესტიციური საქმიანობის მიზანმიმართული სახელმწიფო რეგულირების ოპტიმალურ შეხამებას. სახელმწიფომ მნიშვნელოვანწილად თავის თავზე უნდა აიღოს იმ სფეროების დაფინანსება, რომელიც მოითხოვს მასშტაბურ, გრძელვადიან და დაბალშემოსავლიან ინვესტიციებს, რომლის ათვისება კერძო ბიზნესს არ შეუძლია. უნდა შეიქმნას ბიზნესსაქმიანობის ნორმალური პირობები და სტაბილური საერთო-ეკონომიკური საინვესტიციო კლიმატი. ამ მხრივ, მიზანშეწონილია, გამოვიყენოთ წამყვან ქვეყნებში აპრობირებული „მიზნობრივი" დაფინანსების პრაქტიკა. უნდა

შეიქმნას სპეციალური ფონდების ქსელი, რომელიც მონაწილეობას მიიღებენ როგორც სოციალური, ასევე ბიზნესის განვითარების პროგრამების დაფინანსებაში.

ინვესტიციური პროცესის სახელმწიფო სტრატეგიის განმასხვავებელი ნიშან-თვისებაა სახსრების დაბანდება „ადამიანისეულ კაპიტალში". ამის გამო, საქართველოს მთავრობას დიდი პასუხისმგებლობა აკისრია ისეთი ძირითადი ფაქტორების შექმნაში, როგორიცაა დაწყებითი და საშუალო განათლების სისტემა, ქვეყნის საბაზრო ინფრასტრუქტურა და სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების სფერო. სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითადი პრინციპი კერძო ინვესტორებთან მიმართებით, არის ის, რომ არ ჩაერიოს მათ საქმიანობაში, მაქსიმალურად შეუსაბამოს საკანონმდებლო ბაზა საინვესტიციო აქტიურობის პროცესს და უზრუნველყოს დაბანდებული სახსრების საიმედო დაცვა.

საქართველოში საინვესტიციო აქტივობის ზრდის უზრუნველსაყოფად აუცილებელია ინვესტიციების ხელსეწყობის ეფექტიანი რეჟიმის შექმნა, რომლის უმთავრეს ელემენტებს წარმოადგენს:

- საქართველოს განვითარების საერთო სტრატეგიაში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მნიშვნელობის გააზრება;
- ინვესტიციების ხელშეწყობის სააგენტოს განვითარება;
- ინვესტიციების ხელშეწყობის სტრატეგიის ჩამოყალიბება;
- ეფექტიანო პარტნიორობის დამყარება;
- საქართველოს იმიჯის გაუმჯობესება;
- საინვესტიციო შესაძლებლობების განსაზღვრა და გენერირება;
- ინევსტორთა მომსახურება;
- საინფორმაციო ტექნოლოგიების გამოყენება.

თავი V.

ინვესტიციური პროექტი, როგორც ინვესტიციური გადაწყვეტილების რეალიზაციის ფორმა

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ინვესტიციური პროექტის არსს, ამოცანებსა და მიზნებში;
განასხვაოთ ინვესტიციური პროექტების სახეები და სასიცოცხლო ციკლის სტადიები;
განახორციელოთ ინვესტიციური პროექტების ექსპერტიზა;
შეიმუშაოთ ეფექტური საინვესტიციო პოლიტიკის განსახორციელებლად საინვესტიციო პროექტების შეფასების ძირითადი მაჩვენებლები;
გაეცნოთ ინვესტიციური პროექტის შეფასების კომპლექსურ სისტემას.

ინვესტიციური პროექტი და მისი დანიშნულება

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ცნება „პროექტის" ერთგვაროვანი განმარტება არ ჩამოყალიბებულა. უცხოურ ლიტერატურაში „პროექტი" განმარტებულია, როგორც წინასწარ დადგენილი, გარკვეული მიზნების რეალიზაციის პროცესი, რომლის მიღწევა დამოკიდებულია პროექტის წარმატებულობაზე.

მსოფლიო ბანკის მიერ მოცემულ განმარტებაში პროექტი განხილულია, როგორც ურთიერთდაკავშირებული ღონისძიებების კომპლექსი, რომლის მიზანს წარმოადგენს დროის განსაზღვრულ მომენტში განსაზღვრული ბიუჯეტის მეშვეობით კონკრეტული მიზნების განხორციელება. აქვე მოცემულია „პროექტის" ზოგადო განმარტება, რომელიც აერთიანებს

მის ძირითად ნიშნებს. ეს ნიშნებია: ცვალებადობა, დროითი შეზღუდულობა, სიახლის კრიტერიუმი და სხვ. „ინვესტიციური პროექტი – ესაა ეკონომიკური, ტექნიკური და ტექნოლოგიური პრობლემების, ამოცანების გადაჭრის პროგრამა; მასში ჩადებული შეზღუდული საშუალებები და რესურსები იძლევიან უკუგებას. პროექტის განხორციელების შემდეგ შემოსავლის მიღების მაქსიმილიზაცია მისი ძირითადი მიზანია".

თავისი ფორმითა და შინაარსით არსებობს ერთმანეთისაგან ფრიად განსხვავებული ინვესტიციური პროექტები, რომელთა ერთიანი კლასიფიკაცია პრაქტიკულად შეუძლებელია. ინვესტიციური პროექტების სახეებია: სოციალური, მეცნიერულ-ტექნიკური, საწარმოო-ტექნოლოგიური, ხარისხის ამაღლებისა და სამუშაოების ეფექტიანობის, საორგანიზაციო, საინფორმაციო და სხვ.

ზემოთ ჩამოთვლილი პროექტების კლასიფიკაციის ჩარჩოებში შეიძლება არსებობდეს სხვა სახეობის ინვესტიციური პროექტებიც. აგრეთვე გარკვეული სპეციფიკური პროექტებიც, რომლებიც ზემოთ ჩამოთვლილ სახეობებში არ არის წარმოდგენილი.

მიუხედავად ინვესტიციური პროექტების ასეთი მრავალგვაროვნებისა, მათ, როგორც წესი, გააჩნიათ საერთო ნიშან-თვისებები, რაც გამოიხატება იმაში, რომ ყველა ინვესტიციური პროექტი განიცდის ძირითადი შინაარსის ცვლილებას, პროექტის ხანგრძლივობა განისაზღვრება დროის ფაქტორით, შეზღუდულია საჭირო რესურსები, ყველა პროექტში არსებობს „სიახლის" კრიტერიუმი და ა. შ.

საბაზრო ეკონომიკურ პრაქტიკაში „ინვესტიციური პროექტი" შეიძლება გავიგოთ როგორც მეწარმეობრივი საქმიანობის სახე, რომელიც ხორციელდება ინვესტიციური ციკლის განმავლობაში.

ინვესტიციურ ციკლში (წარმოების და ნაკეთობის სასიცოცხლო ციკლისგან განსხვავებით) იგულისხმება პროცესი, რომელიც მოიცავს გარკვეულ სტადიებს, ეტაპებს, პროცედუ-

რებს, ჩანაფიქრიდან მის საბოლოო რეალიზაციამდე, პროექტის წინასწარ დასახული ეფექტიანობის მაჩვენებლების მიღწევამდე. ინვესტიციური ციკლი იწყება ინოვაციის დანერგვამდე გაცილებით ადრე და მთავრდება მისი დასრულების შემდეგ. ინვესტიციური ციკლის ცნება კაპიტალდაბანდების ცნებაზე ფართოა.

მთელ ამ პერიოდს – ინვესტიციური საქმიანობის დაწყებიდან მისი საბოლოო შედეგის მიღებამდე – პროექტის სასიცოცხლო პერიოდს, ანუ სასიცოცხლო ციკლს უწოდებენ.

საზღვარგარეთის გამოცდილების გათვალისწინებითა და დასავლურ ტექნოლოგიაზე დაყრდნობით ინვესტიციურ ციკლში შეიძლება გამოვყოთ შემდეგი ფაზები:

- წინასაინვესტიციო;
- ინვესტიციური;
- ექსპლუატაციის (ოპერატიული);
- და ზოგჯერ გამოყოფენ მეოთხე ფაზასაც – ლიკვიდაციურს.

ციკლის **პირველი ფაზის** ეტაპზე პროექტის დასაბუთებისას ხორციელდება გამოკვლევები, მზადდება საპროექტო დოკუმენტაცია. მოცემულ ფაზაში ხდება პროექტის ეკონომიკური, ტექნიკური და ტექნოლოგიური დამუშავება. ეკონომიკური, უპირველეს ყოვლისა, დაიყვანება ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთების (ტედ) და პროექტის ბიზნესგეგმის შემუშავებამდე, ტექნიკური და ტექნოლოგიური სამუშაოების შედეგების გამოყენებით. ამ ამოსავალ ფაზაში შემუშავდება პროექტის განხორციელების ორგანიზაციული საფუძველი, იგეგმება ინვესტიციების წყაროები, განისაზღვრება პროექტის შედგენის მონაწილეები.

პირველ ფაზას ეწოდება წინასაინვესტიციო, რამდენადაც იგი წარმოადგენს ძირითადი ინევსტიციების პროექტში დაბანდების წინაპირობას. მოცემული სახელწოდება არ არის

სრულყოფილი, მაგრამ არ ეწინააღმდეგება დაპროექტების ლოგიკას.

წინასაინვესტიციო პერიოდის შემუშავება შეიძლება დაიყოს სამ ნაწილად: -– შესაძლებლობების გამოკვლევა, – მოსამზადებელი (წინასაპროექტო) გამოკვლევები, – განხორციელების შეფასება.

ტექნიკურ-ეკონომიკური გამოკვლევების მომზადების „სახელმძღვანელოში", რომელიც გამოცემულია გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის სპეციალური კოორდინატორის – United Nations Industrial Development Organisation (UNIDO)-ის მიერ, გათვალსიწინებულია ინვესტიციური პროექტის დასაბუთებისათვის საჭირო დოკუმენტების შემდეგი სტრუქტურა:

1. პროექტის მიზანი, მისი ორიენტაცია, იურიდიული უზრუნველყოფა (გადასახადები, სახელმწიფო მხარდაჭერა და სხვ.);
2. მარკეტინგი (გასაღების შესაძლებლობები, კონკურენტული გარემო, გასაღების პერსპექტიული პროგრამა, პროდუქციის ნომენკლატურა, ფასთა პოლიტიკა);
3. მატერიალური დანახარჯები (მატერიალური რესურსების მოთხოვნები, ფასები, მასალების, ნედლეულისა და ენერგორესურსების მომარაგების პირობები);
4. ობიექტების განთავსების ადგილი, ტექნოლოგიური, კლიმატური, სოციალური და სხვა ფაქტორების გათვალსიწინებით;
5. საპროექტო-საკონსტრუქტორო ნაწილი (ტექნოლოგიის შერჩევა, მოწყობილობების სპეციფიკურობა და მისი დამონტაჟების პირობები, მშენებლობის მოცულობა, საკონსტრუქტორო დოკუმენტაცია და ა. შ.);
6. მართვის ორგანიზაცია და დამატებითი დანახარჯები (მართვის ორგანოები, გასაღება და პროდუქციის განაწილება, იჯარის პირობები, მოწყობილობის ამორტიზაციის ვადა და ა. შ.);

7. კადრები (მოთხოვნა, უზრუნველყოფა, მუშაობის გრაფიკი, ანაზღაურების პირობები, მომზადების აუცილებლობა);
8. პროექტის განხორციელების გრაფიკი (მშენებლობის, მონტაჟის ვადები, ობიექტის ფუნქციონირების პერიოდი და სქემა);
9. პროექტის კომერციული (ფინანსური და ეკონომიკური) შეფასება.

მეორე ფაზა, როგორც წესი, ინვესტიციურია. ამ ფაზის ძირითადი დანიშნულებაა გამოყოფილი ფულადი ინვესტიციების რეალურ საწარმოო ფაქტორად გარდასახვა. ეს არის ყველაზე ძვირადღირებული ფაზა, რომელიც მოითხოვს ინვესტიციების ძირითად მოცულობას. მაგრამ გარკვეული დროიდან, როცა საქონლის პირველი პარტიის გასაღება მოხდება და მიიღება მოგება, პროექტი იძენს როგორც ხარჯვით სახეს, ასევე შემოსავლითსაც.

ინვესტირების **მესამე ფაზაში**, შემცირებული მოცულობით, საჭიროა გარკვეული დანახარჯები წარმოების შენარჩუნებისათვის, მისი ზრდისათვის, მოწყობილობის ამორტიზაციის დასაფარავად. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ პროდუქციის რეალიზაციის შედეგად მიღებული შემოსავალი მოცემულ ფაზაში ბევრად აღემატება ინვესტიციურ დანახარჯებს, აქედან გამომდინარე, გარკვეულ მომენტში შემოსავლების საერთო ჯამი იმ კაპიტალის ღირებულებას უტოლდება, რომლებიც ჩადებულ იქნა პროექტში.

გარკვეული პერიოდის გავლის შემდეგ კი პროექტი თანდათან ძველდება, მის პროდუქციაზე მოთხოვნა მცირდება, ფასი ეცემა, რაც საბოლოო ჯამში პროექტის შემოსავლიანობის შემცირებას იწვევს. ამ დროისათვის უკვე პროექტის ძირითადი საშუალებებიც იცვითება როგორც მორალურად, ასევე ფიზიკურად, რაც დაკავშირებულია დამატებით ინვესტიციებთან. გასაგები ხდება, რომ პროექტის სასიცოცხლო

ციკლი მიდის დასასრულისკენ, რის გამოც მიზანშეწონლია მისი დახურვა.

პროექტის საერთო მახასიათებლებზე განსაკუთრებულ ზეგავლენას ახდენს **მესამე – საექსპლოატაციო ფაზის** ხანგრძლივობა. რაც უფრო მაღალი იქნება ამ ფაზის ზედა ზღვარი, მით მეტი იქნება შემოსავლების საერთო დონეც. საინვესტიციო პროექტის სასიცოცხლო ციკლის ხანგრძლივობის კრიტერიუმს სწორედ ფულადი შემოსავლების ოდენობა წარმოადგენს, შეფასებული ინვესტორის თვალსაზრისით.

ინვესტიციური პროექტი – ეს არა მხოლოდ მიღებული ინვესტიციური გადაწყვეტილების რეალიზაციის, არამედ ამ გადაწყვეტილების მიღების პროცესში წამოჭრილი წინააღმდეგობების გადაჭრის ფორმაცაა. ეს წინააღმდეგობები პირობითად შეიძლება დავყოთ შემდეგ ჯგუფებად:

- ინვესტიციური პროექტის შეფასებისას ობიექტურ და სუბიექტურ ფაქტორებს შორის;
- ინვესტორსა და რეციპიენტს შორის;
- ინევსტიციური პროერქტის შიდა და გარე ფაქტორების;
- წარმოშობილ მიზნებსა და არსებულ საშუალებებს შორის და სხვ.

მოცემული პრობლემის გადაჭრა შესაძლებელია მხოლოდ ინვესტიციური პროექტის კომპლექსური შეფასების საფუძველზე, როდესაც გათვალსიწინებული იქნება ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღების პროცესში წამოჭრილი ყველა წინააღმდეგობა.

საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის განსაზღვრისას უნდა გაანალიზდეს შესაძლო შემოსავლების და დანახარჯების, კაპიტალური დაბანდებების სტრუქტურა, პროდუქციის ან მომსახურების გასაღების პოტენციური ბაზრები, პროექტების განხორციელების ვადები და მათი სიცოცხლისუნარიანობა სხვა პროექტებთან შედარებით.

ამ ამოცანების გადასაწყვეტად ინვესტორების მიერ იქმნება სპეციალური განყოფილებები, რომლებშიც გაერთიანებულნი იქნებიან:

- ექსპერტები, რომლებიც შეაფასებენ პროექტის იდეას და კაპიტალის დაბანდების ეკონომიკურ მიზანშეწონილობას;
- მწარმოებლები, რომლებიც შეაფასებენ პროდუქციის გამოშვების ან მომსახურების გაწევის შესაძლებლობებს არსებული ან შესაძლო ტექნიკის და ტექნოლოგიის მეშვეობით;
- ფინანსისტები, რომლებიც შეაფასებენ პროექტის განხორციელების შესაძლებლობას საკუთარი ან ნასესხები სახსრების მეშვეობით;
- მარკეტინგის სპეციალისტები, რომლებიც განსაზღვრავენ შესაძლო ბაზრებს და ფასების პოლიტიკას.

ანალიზის, რომლის მიზანია საინვესტიციო პროექტის განხორციელების ეკონომიკური მიზანშეწონილობის **შეფასება,** ინვესტორი სპეციალისტთა ჯგუფთან ერთად შეიმუშავებს კონცეფციას. პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის შესაფასებლად ადარებენ პროექტის ვარიანტებს ისეთი მაჩვენებლების მიხედვით, როგორიცაა: *ღირებულება, განხორციელების ვადები და ანაზღაურების პერიოდი.* პროექტის განხორციელების პერიოდი არ უნდა აღემატებოდეს (აჭარბებდეს) გამოსაშვები პროდუქციის ან მომსახურების სასიცოცხლო ციკლს.

პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის შეფასების ანალიზის განხორციელების ორი ტიპი არსებობს:

- პროექტის ალტერნატიული ვარიანტებიდან უნდა შეირჩეს ყველაზე უფრო სიცოცხლისუნარიანი, რა დროსაც ფასდება საინვესტიციო და საოპერაციო საქმიანობის მაჩვენებლები; აგრეთვე გაანგარიშდება მოსალოდნელი რენტაბელობის, ბრუნვადობის, ფი-

ნანსური მდგრადობის, ლიკვიდურობის და სხვა მაჩვენებლები;

- პროექტის არჩეული ვარიანტისათვის შეირჩევა დაფინანსების მეთოდები და ინვესტიციების სტრუქტურა, რომლებიც უზრუნველყოფენ პროექტის მაქსიმალურ სიცოცხლისუნარიანობას.

საინვესტიციო პროექტის **ბიზნეს-იდეის** ფორმულირების შემდეგ დგება საკითხი, თუ რამდენად შეუძლია კომპანიას ამ იდეის განხორციელება, რისთვისაც კეთდება ანალიზი ეკონომიკის იმ დარგის მდგომარეობის, რომელსაც ეკუთვნის აღნიშნული კომპანია. მოცემული ანალიზი შეადგენს საინვესტიციო პროექტის წინასწარ დამუშავების და ანალიზის სტადიის შინაარსს. დასავლური საპროექტო ანალიზის პრაქტიკაში გამოიყენება ორი კრიტერიუმი:

- დარგის მოწიფულობა;
- კომპანიის კონკურენტუნარიანობა (მისი მდგომარეობა ბაზარზე).

დარგის მოწიფულობის ანალიზისას განიხილავენ, განვითარების რომელ სტადიას განეკუთვნება დარგი: ემბრიონალურს, მზარდს, მოწიფულს თუ ხანდაზმულს.

მეორე კრიტერიუმის მიხედვით დგინდება კომპანიის კონკურენტუნარიანობა იმ დარგის ფარგლებში, რომელსაც განეკუთვნება. ამისათვის ხდება მოცემული კომპანიის სხვა კომპანიებთან შედარება, რომლითაც ვლინდება მისი მდგომარეობა საქონლისა და მომსახურების მიზნობრივ ბაზარზე.

გამოიყენება კომპანიის მდგომარეობის ექვსი ძირითადი მახასიათებელი: დომინირებული, ხელსაყრელი, ძლიერი, არა მყარი, სუსტი, არა სიცოცხლისუნარიანი.

წინასწარი ანალიზის დასკვნები უნდა ეფუძნებოდეს ხარისხობრივ შეფასებას და მისი საჭიროება განისაზღვრება შემდეგი ორი მიზეზით:

• სტრატეგიულ ინვესტორთან შემდგომი ურთიერთობისას დარგის მოწინფულობის და კომპანიის კონკურენტუნარიანობის საკითხის წინ წამოსაწევად;

• თუ კომპანიის მენეჯერები არ გააკეთებენ ამ ანალიზის, სტრატეგიული ინვესტორი თავად გააკეთებს ამას, ხოლო მისი დასკვნები შესაძლებელია არც თუ ისე სახარბიელო იყოს.

მიუხედავად პროექტების სხვადასხვაგვარობისა, მათი ანალიზი გარკვეულწილად ემყარება საერთო სქემას, რომელიც იყოფა შემდეგ ნაწილებად: ***კომერციული, ტექნიკური, ფინანსური, ეკონომიკური და ინსტიტუციონალური.***

ყველა პროექტი აუცილებლად უნდა დასრულდეს ***რისკის*** ანალიზით.

არსებობს ორი ძირითადი მიდგომა საინვესტიციო პროექტის შეფასებისათვის: ***კაპიტალური*** და ***ეკონომიკური.***

კაპიტალური მიდგომა ეყრდნობა ორ მცნებას – "ლიკვიდურობას" და "შემოსავლიანობას".

"ლიკვიდურობა" გვიჩვენებს თუ რამდენად სწრაფად მოხდება დაბანდებების გამოსყიდვა, ხოლო "შემოსავლიანობა"- მიღებულ შემოსავალს კაპიტალური დაბანდებიდან.

ეკონომიკური, საფინანსო მიდგომა განსაზღვრავს ფინანსურ წარმატებას და იგი ეხება აქციონერების კეთილდღეობის, მაქსიმიზაციის და რისკების საკითხების განხილვას. კაპიტალური დაბანდების ანალიზში ამ შემთხვევაში მონაწილეობს ფულადი ღირებულების დროის ასპექტი, როგორც სამომავლო დანახარჯების განსაზღვრის საშუალება. რაც უფრო მაღალია საინვესტიციო რისკი, მით უფრო მეტი მოგება სჭირდება ინვესტორს ალბათობის კომპენსირებისათვის.

სწორედ რისკის შემცირებამ განაპირობა საფინანსო ანალიზის მიდგომის შექმნა, ტრადიციული საბუღალტროსგან განსხვავებით. საბუღალტრო აღრიცხვის მეთოდებს მიეკუთვნება ინვესტიციების ვადის (paybek period-pp) ანგარიში, რომ-

ლის თანახმად, მით უფრო უკეთესია პროექტი, რაც უფრო სწრაფად გამოისყიდის დანახარჯებს, ანუ აქცენტი კეთდება არა შემოსავლის დონესა და საერთო მოგებაზე, არამედ გამოსყიდვის სიჩქარეზე. აღნიშნული მეთოდი არ ითვალისწინებს ფულადი დანახარჯების დროის ასპექტს, ამიტომ იყენებენ ინვესტიციების გამოსყიდვის დისკონტირებულ ვადას. აღრიცხვის მეორე მეთოდს წარმოადგენს მოგების საანგარიშო ნორმის განსაზღვრა. შემოსავლების მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრისათვის გამოიყენება რთული საპროცენტო განაკვეთის და დისკონტირების მეთოდები. მოცემულ საკითხებზე დაწვრილებითი საუბარი გვექნება მომდევნო თავში, როდესაც განვიხილავთ საინვესტიციო აქტივობის შეფასების ეკონომიკურ მაჩვენებელთა სისტემას.

საინვესტიციო პროექტის შეფასების სიძნელე მდგომარეობს იმაში, რომ (ფულადი სახსრები დღეს უფრო ძვირია იგივე ნომინალური ღირებულების თანხაზე გარკვეული დროის შემდეგ) ფულადი სახსრები "გაედინება" და "შემოედინება" პროექტის რეალიზაციის სხვადასხვა დროს. ამიტომ, ფულადი სახსრების ნაკადის ღირებულება უნდა გამოისახოს დროის ერთ კონკრეტულ მომენტში. ასეთ მომენტად კი ირჩევენ საწყის ანუ "0" პერიოდს.

ამ შემთხვევაში ყოველი მომავალი ფულადი ნაკადი განიცდის ტრანსფორმირებას იმგვარად, რომ მივიღოთ მისი "დაყვანილი ღირებულება" **(present value)**, ანუ მისი ღირებულება "0" პერიოდისათვის, რისთვისაც იყენებენ დისკონტირების ფაქტორს.

თუ შევაჯამებთ მომავალი ფულადი ნაკადების დაყვანილ ღირებულებებს და შევადარებთ მათ პროექტის პირველად დანახარჯებს, შესაძლებელი იქნება გავაკეთოთ დასკვნა კონკრეტული პროექტის განხორციელების მიზანშეწონილობის შესახებ.

ინვესტიციური პროექტის შეფასების კომპლექსური სისტემა

ეკონომიკურ ლიტერატიურაში შემოთავაზებულია ინვესტიციური პროექტის კომპლექსური შეფასება უშუალოდ პროექტის დანახარჯებისა, შემოსავლების შესწავლისა და მათი ზეგავლენის დადგენის საფუძველზე, ეკონომიკურ გარემოზე, ბუნებრივ და სოციალურ სფეროზე. პროექტის საერთო ეკონომიკური შედეგი, ეფექტიანობის საერთო ეკონომიკური შეფასება უნდა ითვალისწინებდეს პროექტის რეალიზაციის შედეგებს საზოგადოებაში მთლიანად.

ინვესტიციური პროექტი უნდა ითვალისწინებდეს ეკონომიკურ და ტექნიკურ შეხედულებებსაც. ამავე დროს მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული არა მარტო ტექნოლოგიური ასპექტები, არამედ მისი მართვის სისტემა, დაფინანსება და მომგებიანი პროექტის სიცოცხლისუნარიანობა და ხანგრძლივობა.

სპეციალურ ლიტერატურაში წარმოდგენილია აგრეთვე საინვესტიციო პროექტის კომპლექსური ანალიზის ჩატარების მეთოდოლოგია შემდეგი განყოფილებების მიხედვით:

- ტექნიკური;
- კომერციული (ფინანსური და ეკონომიკური);
- ეკოლოგიური;
- ორგანიზაციული;
- სოციალური (ზოგ შემთხვევაში ემატება ინსტიტუციონალური განყოფილება).

ინვესტიციური პროექტის ტექნიკური ანალიზის ამოცანა მდგომარეობს პროექტის ტექნიკურ განხორციელებასა და მისი მიზანშეწონილობის განსაზღვრაში. ტექნიკური გეგმის ზოგიერთი პრობლემა დამახასიათებელია მხოლოდ ცალკეული პროექტისათვის და მათი განხილვა მხოლოდ ამ ასპექტშია მიზანშეწონილი, მაგრამ რიგი პრობლემებისა დამახასიათებე-

ლია თითქმის ყველა ინვესტიციური პროექტისათვის. ესენია: ადგილმდებარეობა, მასშტაბურობა, ნაგებობათა პარამეტრები, გამოყენებული ტექნოლოგიები და სხვ.

პროექტის კომერციული ანალიზის მიზანს წარმოადგენს ფინანსური მდგომარეობის შეფასება – ფინანსური გეგმის შემუშავება. კომერციული კრიტერიუმები მოიცავენ ინვესტიციის მოცულობის მონაცემებს, პროექტის განხორციელების საწყის დანახარჯებს, მოსალოდნელი მოგების ნორმას, პროექტის შესაბამისობას ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის კრიტერიუმებთან, კრედიტების მოზიდვის მოცულობას და მის ხვედრით წილს ინვესტიციების მოცულობაში, რისკის დონეს.

ინვესტიციური პროექტის ეკოლოგიური ანალიზი ეხება გარე სამყაროს დაბინძურებისაგან დაცვის პრობლემებს, ამ საკითხთან დაკავშირებით ზარალის თავიდან აცილებას ან მის მინიმუმამდე დაყვანას, რაც უშუალოდაა დაკავშირებული პროექტის განხორციელებასთან.

ორგანიზაციული ანალიზის მიზანს წარმოადგენს რეკომენდაციებისა და შეფასებების შემუშავება იმ ორგანიზაციული, სამართლებრივი, პოლიტიკური და ადმინისტრაციული პირობების გათვალისწინებით, სადაც უნდა მოხდეს პროექტის რეალიზაცია და ექსპლუატაცია.

საბოლოო, სოციალური ანალიზის ამოცანას კი წარმოადგენს მოცემული პროექტის მიზანშეწონილობის განსაზღვრა იმ მოსახლეობისათვის, სადაც უნდა განხორციელდეს ის. აქ მხედველობაში უნდა იქნეს გათვალისწინებული საზოგადოების აზრი მოცემული პროექტის განხორციელებაზე, დასაქმებასა და სხვა სოციალურ პრობლემებზე.

ზემოთ განხილულ მიდგომებს გააჩნიათ ბევრი საერთო და, ამავე დროს განმასხვავებელი ნიშანი, რაც განპირობებულია თვით ანალიზისა და ინვესტიციური პროექტების მიზნების თავისებურებებით.

ჩვენი აზრით, ინვესტიციური პროექტების შეფასების კომპლექსური სისტემის შემუშავება მიზანშეწონილია რეალიზებულ იქნეს ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემების საფუძველზე. ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემა ეკონომიკურ ლიტერატურაში განიხილება, როგორც ინვესტიციური პროექტების შეფასების საფუძველი.

ინვესტიციური პროექტების კომპლექსური შეფასების სამუშაოები, მიუხედავად მათი დარგობრივი მიკუთვნებისა, სირთულის ხარისხისა და გამოყენებული მეთოდებისა, მოიცავას ხუთ ეტაპს:

- საწყისი მონაცემების შეგროვება;
- გაანგარიშებების შესრულება, პროექტის „ვიწრო" ადგილების გამოვლენა და მისი ფინანსური მდგომარეობის შეფასება;
- მონაცემების კორექტირება ან შევსება წინასწარი გაანგარიშების ან ფინანსური შეფასების საფუძველზე;
- საბოლოო გაანგარიშებების ჩატარება, მიღებული ინფორმაციის გაფართოებული ანალიზი, ინვესტიციების ეფექტიანობისა და რისკის შეფასება;
- ანალიზის შედეგების ინტერპრეტირება და პროექტის განხორციელების მიზანშეწონილობის შესახებ ანგარიშის მომზადება.

ამ ეტაპების უმრავლესობა, თავის მხრივ, გულისხმობს წინასწარი ინფორმაციის შეგორვებისა და ანალიზის პროცესში მიდგომების გარკვეულ უნიფიკაციას.

ინვესტიციური პროექტების მომზადების, ანალიზისა და შეფასების სტანდარტული მიდგომების გამოყენების აუცილებლობამ გამოიწვია ე. წ. „ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემების" კონცეფციის პრაქტიკაში დანერგვა.

მოცემული კონცეფციის შესაბამისად, ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემა უნდა პასუხობდეს შემდეგ მოთხოვნებს:

- ერთიან ინფორმაციულ სტანდარტს;
- სრულყოფილებას (ინფორმაციულობას);
- ურთიერთდაკავშირებულობას;
- უნივერსალურობას.

ინფორმაციის წარდგენის ერთიანი სტანდარტი გულისხმობს საწყისი მონაცემების მომზადებისა და გაანგარიშების შედეგების გაფორმებისას ბიუჯეტური მიდგომის ან ფულადი საშუალებების ნაკადის მეთოდის გამოყენების აუცილებლობას. ყველა ცხრილს უნდა ჰქონდეს ერთიანი დროითი მასშტაბი, რომელიც საშუალებას მოგვცემს შევუდაროთ ეს მონაცემები ერთმანეთს.

ინფორმაციის სრულყოფილება გულისხმობს ინფორმაციის დაწვრილებით მიწოდებას თავისი კომენტარებითა და განმარტებებით.

ურთიერთდამოკიდებულების პრინციპი ნიშნავს, რომ ერთი ფორმის მზა ინფორმაცია, როგორც წესი, მეორისთვის წარმოადგენს – საწყის მონაცემებს. აქვე უნდა აღინიშნოს აგრეთვე ფინანსური შეფასების საბაზო ფორმების ურთიერთშესაბამისობა.

საბოლოო მოთხოვნას ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემის გამოყენებისას წარმოადგენს უნივერსალურობა. ეს გულისხმობს ამ მეთოდის გამოყენების შესაძლებლობას ნებისმიერი ინვესტიციური პროექტისათვის, მისი მასშტაბების, ხანგრძლივობისა და საქმიანობის სფეროს მიუხედავად.

ჩვენ მიერ შემუშავებული ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემის სტრუქტურაში გამოყოფილია ხუთი მოდული, თითოეული მოდული კი შედგება ბლოკებისაგან (ნახ. №4).

ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემის სტრუქტურის პირველ მოდულში გამოყოფილია პირველადი ინფორმაციის ხუთი ბლოკი:

- მოგება (ერთობლივი შემოსავალი);
- ინევსტიციური დანახარჯები;

- მიმდინარე დანახარჯები;
- დაფინანსების წყაროები;
- გაანგარიშების ალგორითმები.

პირველი ბლოკი – მოგება (ერთობლივი შემოსავალი) – გვიჩვენებს ინვესტიციური პროექტის მთელი სასაქონლო პროდუქციის შემადგენლობასა და მოცულობას.

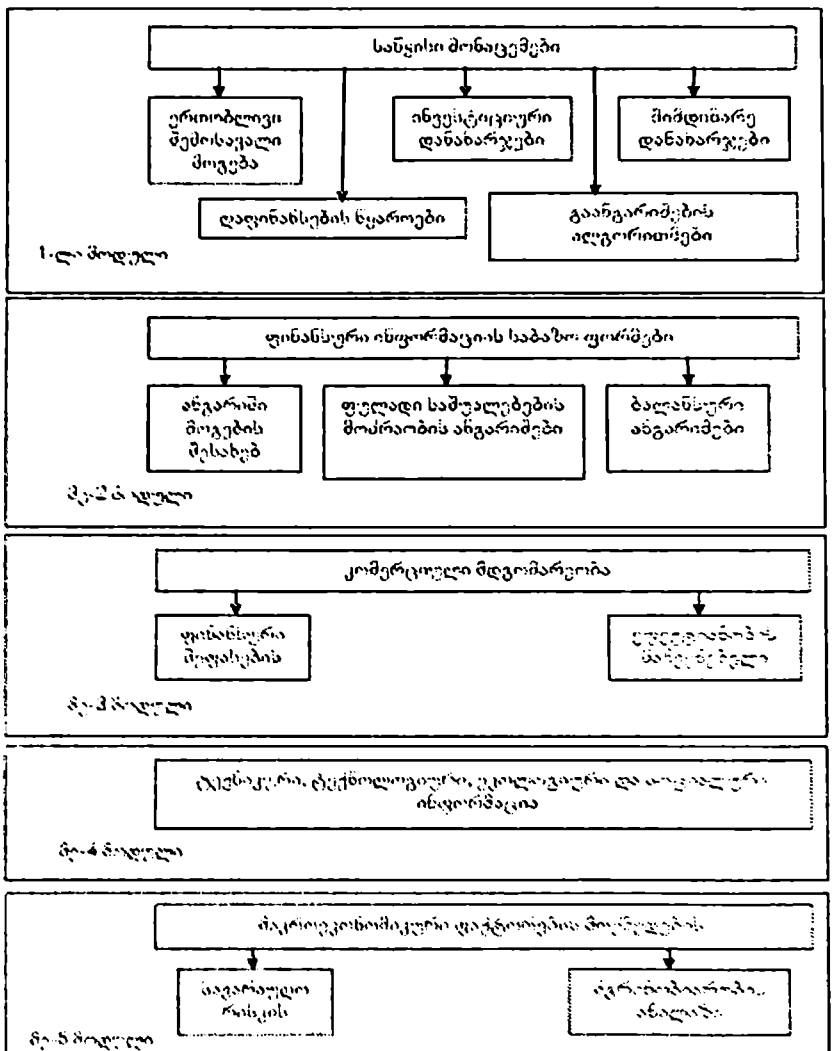
„ინვესტიციური დანახარჯების" ბლოკი ამა თუ იმ სახით უნდა მოიცავდეს საბრუნავი კაპიტალის დანახარჯებისა და მოთხოვნის გაანგარიშების ხარჯთაღრიცხვას. ამისათვის კი აუცილებელია გამოვიყენოთ ინფორმაცია მიმდინარე დანახარჯების სტრუქტურის შესახებ. მოცემული მოდულის ყველაზე მნიშვნელოვან ბლოკს წარმოადგენს „მიმდინარე დანახარჯები". მისი საბოლოო მომზადებისათვის საჭიროა დამხმარე ფორმების გაანგარიშებაც, მაგალითად: „პირდაპირი მატერიალური დანახარჯები", „შრომის ანაზღაურება" და ა. შ.

საწყისი მონაცემების მეოთხე ბლოკი მოიცავს ინფორმაციას პროექტში გამოყენებული რესურსების დაფინანსების შესახებ. რესურსებში იგულისხმება „გარე" წყაროები: აქციონერული ან საწესდებო კაპიტალი (საკუთარი საშუალებები), სესხები და კრედიტები (ნასესხები საშუალებები), სუბსიდიები და სხვ. დაგროვილი გაუნაწილებელი მოგების მოცულობა და მუდმივი აქტივების ცვეთის თანხა (შიდა წყაროები) განისაზღვრება უშუალოდ გაანგარიშების პროცესში. ამავე ბლოკში უნდა იქნეს მითითებული პროცენტისა და დივიდენდების გაცემის პირობები და, აგრეთვე, განისაზღვროს სესხების განაღდების ან ობლიგაციების გამოსყიდვის ვადებიც.

„გაანგარიშების ალგორითმის" ბლოკის საწყისი მონაცემების მომზადებისას მნიშვნელოვანია ფულადი ერთეულის შერჩევა.

ინევსტიციათა ეფექტიანობის გაანგარიშების მსოფლიო პრაქტიკაში ამ ფუნქციას, როგორც წესი, ასრულებს აშშ დოლარი.

ნახ. №4 ინვესტიციური პროექტის კომპლექსური შეფასების ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემა.



მუდმივი (რეალური) ფასების გამოყენება აადვილებს ღირებულებითი მაჩვენებლების (ამონაგები, დანახარჯები, მოგება და ა. შ.) ზუსტ განსაზღვრას პროექტის მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში. ეს კი ამარტივებს საწყისი მონაცემების შეგროვებას, გაანგარიშების პროცესს და მიღებული შედეგების ანალიზს. არანაკლებ მნიშვნელოვანია ხანგრძლივპერიოდიანი ფულადი საშუალებების ნაკადის აღწერისათვის საწყისი მონაცემების მომზადების პროცესის გამარტივებაც. სწორედ ამ შეხედულებებიდან გამომდინარე, წინასაინვესტიციო პერიოდის ანალიზისას ერთადერთ სწორ მეთოდად მიჩნეულია მუდმივ (რეალურ) ფასებში ჩატარებული გაანგარიშებები. ეს მეთოდია რეკომენდირებული ჩვენს მიერ „UNIDO"-ს წინასაინვესტიციო გამოკვლევების მეთოდიკის მოთხოვნათა შესაბამისად.

მუდმივ (რეალურ) ფასებში გაანგარიშების ალტერნატივას წარმოადგენს მიმდინარე (ნომინალურ) ფასებში ჩატარებული გაანგარიშებები, როდესაც პროგნოზირებადი ფულადი საშუალებების ნაკადი გამოიხატება შესაბამის დროში. რა თქმა უნდა, გასაგებია, რომ გაანგარიშებების ჩატარება მიმდინარე (ნომინალურ) ფასებში წარმოქმნის მნიშვნელოვან სირთულეებს, მაგრამ ეს იძლევა საშუალებას პირდაპირ იქნეს გამოყენებული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები და, აქედან გამომდინარე, გავითვალსიწინოთ ინფლაციის როგორც საერთო, ისე სტრუქტურული ფაქტორი.

ამრიგად, პრაქტიკაში გამოიყენება გაანგარიშების სამი ძირითადი ფორმა: „კლასიკური" ანუ გაანგარიშებები მუდმივ ფასებში; გაანგარიშებები მიმდინარე ფასებში; გაანგარიშებები მყარ ვალუტაში.

გაანგარიშებათა პირველ ორ ფორმას გააჩნია, როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი მხარეებიც. „კლასიკური" გაანგარიშების უპირატესობას წარმოადგენს საწყისი მონაცემების მომზადებისა და გაანგარიშების სიმარტივე, აგრეთვე ფულადი ნაკადების რიცხობრივი მაჩვენებლების შედარების შესაძ-

ლებლობა სხვადასხვა დროის ინტერვალში. მოცემული ფორმის ნაკლოვანებას წარმოადგენს გაანგარიშებისას რეალური (ინფლაციისგან თავისუფალი) კაპიტალის ღირებულებების გამოყენების აუცილებლობა, საპროცენტო და დივიდენდის მოქმედი (ნომინალური) თანხების განსაზღვრის სირთულე, ინფლაციის ზეგავლენის დადგენის სირთულე საბრუნავ კაპიტალში და ა. შ.

მიმდინარე ფასებში განხორციელებული გაანგარიშებები განსხვავდება იმით, რომ ყველა ფასი გამოხატულია ფულად ერთეულებში მსყიდველობითუნარიანობის გათვალისწინებით, რომელიც იცვლება ინფლაციის ტემპების ცვლილების შესაბამისად. მოცემული სახის გაანგარიშებების უპირატესობას წარმოადგენს: საპროგნოზო ფულადი ნაკადის სიდიდის მიახლოება რეალურთან, შესაძლებლობა იმისა, რომ გაანგარიშებებში პირდაპირ იქნეს გამოყენებული კაპიტალის ნომინალური ღირებულება (საპროცენტო განაკვეთი, დივიდენდების გადახდის დონე, მოგების ნორმა).

სუსტ მხარეს კი წარმოადგენს ფულადი ნაკადების ნომინალური სიდიდის ალგორითმების გაანგარიშების სირთულე, რთულდება აგრეთვე ფულადი ნაკადის რიცხობრივი მაჩვენებლების შედარების შესაძლებლობა საინვესტიციო პროექტთან დროის სხვადასხვა ინტერვალში.

მსოფლიო პრაქტიკაში ფართოდ გამოიყენება აგრეთვე მესამე ფორმაც – გაანგარიშებები მყარ ვალუტაში. ამ გაანგარიშებების თავისებურება გამოიხატება იმაში, რომ ყველა ფასი „დაკავშირებულია“ მყარ ვალუტასთან. გაანგარიშებების გამოყენების ასეთ ფორმას გააჩნია იგივე უპირატესობანი და ნაკლოვანებანი, რაც „კლასიკურს“, იმ განსხვავებით, რომ მკვეთრადაა გამარტივებული ურთიერთობები უცხოელ პარტნიორებთან; ხოლო უპირატესობას მოცემული სახის გაანგარიშებას ანიჭებს საკუთარი და უცხოური ინვესტიციური პროექტების შედარების გამარტივებული შესაძლებლობა,

რაც დაკავშირებულია საყოველთაო, მყარი ვალუტის გამოყენებასთან.

მეორე მოდული ახორციელებს ინვესტიციური პროექტის ფინანსური მდგომარეობის შეფასებას და ემყარება ფინანსური ანგარიშგების სამ ფორმას, რომელსაც ეკონომიურ ლიტერატურაში უწოდებენ „ფინანსური შეფასების საბაზისო ფორმებს". ესენია:

1. ანგარიში მოგების შესახებ;
2. ანგარიში ფულადი საშუალებების მოძრაობის შესახებ;
3. საბალანსო ანგარიში.

საბაზისო ფორმების სტრუქტურა უზრუნველყოფს პროექტის განვითარების დინამიკაზე დაკვირვების შესაძლებლობას მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში. ამავე დროს, შესაძლებელია გაანგარიშებულ იქნეს ფინანსური საქმიანობის ფრიად განსხვავებული მაჩვენებლები, გაანალიზებულ იქნეს პროექტის დაფინანსების წყაროებიც. ინფორმაციის წარდგენის ეს უნიფიცირებული მიდგომა საშუალებას გვაძლევს შევუდაროთ ერთმანეთს სხვადასხვა პროექტებისა და ვარიანტების გაანგარიშებების შედეგები.

ანგარიში მოგების შესახებ წარმოადგენს ფინანსური საქმიანობის ფორმას. იგი აუცილებელია, აგრეთვე, მიმდინარე სამეურნეო საქმიანობის ეფექტიანობის შეფასებისათვის. მოცემული ფორმის კიდევ ერთ ფუნქციას წარმოადგენს საგადასახადო სიდიდეებისა და დივიდენდების მოცულობის განსაზღვრაც.

ფულადი საშუალებების შესახებ ანგარიში – ინვესტიციური პროექტის შეფასების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფორმაა. ამასთან პროექტის ფინანსური მდგომარეობის განსაზღვრასთან დაკავშირებულია ე. წ. „ბიუჯეტური მიდგომა". მოცემული ანგარიშის მომზადების აუცილებლობა განპირობებულია იმით, რომ „შემოსავლები" და „დანახარჯები", რომლებიც გამოიყენება მოგების შესახებ ანგარიშში, არ ასახავს ფულადი

საშუალებების მოძრაობის სრულყოფილ სურათს. საქმე ეხება საწარმოს (პროექტის) ფინანსურ და საინევსტიციო საქმიანობას.

ფულადი საშუალებების მოძრაობის შესახებ ანგარიში – ესაა ინფორმაცია ფინანსური რესურსების წყაროებისა და მათი გამოყენების შესახებ.

პროექტის წყაროებს შეიძლება წარმოადგენდეს:

- საკუთარი კაპიტალის ზრდა (ახალი აქციების ემისიის გზით);
- სესხების გაზრდა (ახალი სესხების აღებით ან ობლიგაციების გამოშვებით);
- მოგება (ერთობლივი შემოსავალი) და სხვა შემოსავლები.

ფულადი საშუალებების გამოყენება შეიძლება მიმართული იყოს:

- ინვესტიციების მუდმივ აქტივებში ან საბრუნავი კაპიტალის ზრდაში;
- მიმდინარე საწარმოო საქმიანობის განხორციელებაში;
- საგარეო დავალიანების მომსახურებაში (პროცენტების გადახდა ან დავალიანების დაფარვა);
- ბიუჯეტთან ანგარიშსწორებაში (გადასახადების გადახდა);
- დივიდენდების გადახდაში.

მნიშვნელოვანი მომენტია ისიც, რომ საამორტიზაციო ანარიცხები, რომლებიც დანახარჯების ერთ-ერთ მუხლს წარმოადგენს, არ აღნიშნავს მოცემული პროექტის ფულადი საშუალებების შემცირებას. პირიქით, მუდმივი აქტივების დაგროვილი ცვეთა ფინანსური პროექტის ერთ-ერთი წყაროა.

ბალანსური ანგარიში – ესაა ტრადიციული ბუღალტრული ბალანსი. ანალიზის ჩატარების სიმარტივისათვის საპროექტო პრაქტიკაში გამოიყენება აგრეგირებული ანუ გაფარ-

თოებული ფორმით განხორციელებული ბალანსი. ამგვარ ბალანსს ეწოდება აგრეთვე „ანალიტიკური“ ან „სინთეზური“.

ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემის მესამე მოდული მოიცავს ფინანსური შეფასების კოეფიციენტებსა და ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობის მაჩვენებლებს. ინვესტიციური პროექტის განხორციელებამ ბიზნესში უნდა გადაწყვიტოს ორი ძირითადი ამოცანა: მაქსიმალური მოგების მიღება და მყარი ფინანსური მდგომარეობის შენარჩუნება. რამდენად წარმატებით გადაწყდება მოცემული ამოცანები, დამოკიდებულია ფინანსური შეფასების კოეფიციენტების გამოყენების დონეზე.

მოცემული ინფორმაციის საფუძველზე ფინანსური შეფასების საბაზისო ფორმებში გაიანგარიშება კოეფიციენტები, რომლებიც შეიძლება დავყოთ სამ ჯგუფად:

- რენტაბელობის მაჩვენებლები (საერთო აქტივების, ინვესტიციური კაპიტალის, აქციონერული კაპიტალის და სხვ.);
- გამოყენებული ინვესტიციების შეფასება (საერთო აქტივების, მუდმივი და აქციონერული კაპიტალის ბრუნვადობა);
- ფინანსური მდგომარეობის შეფასება.

რენტაბელობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს პროექტში ჩადებული კაპიტალდაბანდებების უკუგების დონეს დროის განსაზღვრულ ინტერვალში.

ფინანსური კოეფიციენტების მეორე ჯგუფიც ინვესტირებული კაპიტალის გამოყენების დონეს ახასიათებს. ამგვარად, ორივე ჯგუფის მაჩვენებლები ფაქტობრივად საწარმო და მარკეტინგული პოლიტიკის მახასიათებლებს წარმოადგენენ.

ფინანსური მდგომარეობის შემფასებელი მაჩვენებლები პროექტის ფინანსურ მდგომარეობასა და მის კრედიტუნარიანობას განსაზღვრავს. ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანო-

ბის კრიტერიუმების ანალიზს ჩვენ შემდეგ თავში ჩავატარებთ, ახლა კი შევეცადეთ ჩამოგვეყალიბებინა ეფექტიანობის დადგენის მეთოდიკის ამოსავალი დებულებები.

ინფორმაციის ინტეგრირებული სისტემის მეოთხე მოდული (ტექნიკური, ტექნოლოგიური და ეკოლოგიური ინფორმაცია) მოიცავს იმ ობიექტური შეფასების მნიშვნელოვან ნაწილს, რომელიც ხორციელდება ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღების პროცესში. მოცემულ ეტაპზე მიღებული დასკვნები და რეკომენდაციები ინტეგრირებული სისტემის სტრუქტურის შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს.

სტრუქტურის მეხუთე მოდული საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ ინვესტიციურ პროექტზე გარეშე ფაქტორების ზემოქმედების დონე და სიმძაფრე, და თვით პროექტის რეაქცია ამ ზემოქმედებაზე.

როგორც წესი, რისკის ანალიზი უნდა განხორციელდეს შემდეგი თანმიმდევრობით:

- გამოვლენილ იქნეს შიდა და გარე ფაქტორები, რომლებიც ამცირებენ ან ზრდიან რისკის კონკრეტულ სახეს:
- ჩატარდეს გამოვლენილი ფაქტორების ანალიზი;
- განხორციელდეს კონკრეტული სახის რისკის ფინანსური შეფასება;
- დაზუსტდეს დასაშვები რისკის დონე;
- ამორჩეული რისკის დონის მიხედვით განხორციელდეს ცალკეული ოპერაციების ანალიზი.

პროექტის მიღების დადებითი შედეგის შემთხვევაში მეექვსე ეტაპზე განიხილება რისკის შემცირების ღონისძიებათა მთელი კომპლექსი.

ყველა ფაქტორი, რომელიც ზემოქმედებს რისკის ხარისხზე, შეიძლება პირობითად დავყოთ ორ ჯგუფად: ობიექტური ფაქტორები (ინფლაცია, კონკურენცია, პოლიტიკური და ეკონომიკური კრიზისები, გადასახადები, ეკოლოგია და ა.

შ.) და სუბიექტური ფაქტორები, რომლებიც უშუალოდ ფირმის მართვისა და ორგანიზაციის ეფექტურობასთანაა დაკავშირებული (საწარმოო პოტენციალი, ტექნიკური აღჭურვილობა, სპეციალიზაციის დონე, შრომის ორგანიზაცია, შრომის ნაყოფიერების დონე და ა. შ.).

ინვესტიციური პროექტის მგრძნობიარობის ანალიზის მიზანს წარმოადგენს ფაქტორთა ზეგავლენის ხარისხის განსაზღვრა პროექტის ფინანსურ შედეგებზე.

მგრძნობიარობის ანალიზისას, ჩვენი აზრით, უნდა ავირჩიოთ ერთი რომელიმე ფაქტორის ცვლილება გარკვეულ დიაპაზონში და შემდეგ განვსაზღვროთ ეფექტიანობის ინტეგრალური მაჩვენებლების დამოკიდებულება ამ ცვლილებიდან გამომდინარე, როგორც ეს მოცემული გვაქვს ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში.

ცხრილი № 5.1.

პროექტის მგრძნობიარობის ანალიზი

ცვალებადი პარამეტრები, ფაქტორები	ქმედებები	შედეგები
1	2	3
1. გასაღების ფიზიკური მოცულობის გაზრდა	1. ფასების შემცირება 2. რეკლამის გაძლიერება 3. დისტრიბუტორული ქსელის განვითარება 4. მოტხოვნის სტიმულირება 5. პროდუქციის ხარისხის ამაღლება	1. გასაღების მოცულობის შეფარდებითი შემცირება ფულად გამოხატულებაში 2. რეკლამაზე დამატებითი ხარჯების გაწევა 3. დანახარჯები ახალ გამსაღებელ აგენტებთან დაკავშირებით 4. დანაკარგები სხვადასხვა შეღავათების დაკარგვით 5. დამატებითი დანახარჯები სამეცნიერო-საკვლევ და საც-

		დელ-საკონსტრუქ-ტორო სამსახურებ-ზე და წარმოებაზე
2. პროდუქციაზე ფასების გაზრდა	➢ გასაღების ფიზიკური მოცულობის შემცირება ➢ მარკეტინგის გაძლიერება	1. ერთეული პროდუქციის გასაღებაზე შემოსავლების შემცირება 2. დამატებითი დანახარჯები მარკეტინგზე
3. პირდაპირი (ცვალებადი) დანახარჯების შემცირება	➢ უფრო იაფი მასალების შესყიდვა ➢ კონსტრუქციების მასალატევადობის შემცირება, ახალი ალტერნატიული მასალების ძიება ➢ დიდი საწარმო მარაგების, მასალებისა და მაკომპლექტებელი ნაკეთობების შექმნა „ძველი“ ფასებით	➢ პროდუქციის გასაღების შემცირება ხარისხის შემცირების ხარჯზე ➢ დამატებითი ხარჯები სამეცნიერო-საკვლევ და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე ➢ საერთო (მუდმივი) დანახარჯების ზრდა კრედიზებზე პროცენტის გადახდის გამო, რომელიც გამოიყენება მარაგის შესაქმნელად
4. საერთო (მუდმივი) დანახარჯების შემცირება	1. დანახარჯების შემცირება მარკეტინგზე 2. დანახარჯების შემცირება ხელფასზე 3. დანახარჯების შემცირება მოხმარებაზე 4. დანახარჯების შემცირება სატრანსპორტო მომსახურებაზე 5. დანახარჯების შემცირება შენობების იჯარაზე	1. გასაღების მოცულობის შემცირება 2. კვალიფიკაციის შემცირება 3. დანახარჯები ახალ, ნაკლებად ენერგოტევად ტექნოლოგიურ მოწყობილობებზე 4. საკუთარი ტრანსპორტის შეძენა 5. საკუთარი შენობების მშენებლობა
5. ინვესტიციების ზრდა	1. ახალი ტექნოლოგიური მოწყობილობე-	➢ მიმდინარე საწარმო დანახარჯების შემ-

	ბის შეძენა 2. ახალი პროდუქციის წარმოებისათვის ლიცენზიის შეძენა 3. ახალი საამქროს შეძენა	ცირება გამოწვეული უფრო მაღალმწარმოებლური და ავტომატიზებული ტექნოლოგიური მოწყობილობების გამოყენებით ➢ პროდუქციის გასაღების მოცულობის ზრდა ხარისხის ზრდასთან დაკავშირებით ➢ მიმდინარე დანახარჯების შემცირება საიჯარო გადასახადების გამორიცხვის გამო
6. საწარმოო-ტექნოლოგიური ციკლის ხარნგძლივობა	1. უფრო მწარმოებლური ტექნოლოგიური მოწყობილობის შეძენა 2. სამუშაო რეჟიმის შეცვლით განპირობებული მოწყობილობის დატვირთვის ზრდა	➢ ინვესტიციური დანახარჯების ზრდა ➢ დანახარჯების გაზრდა ხელფასზე და მოწყობილობის მომსახურებაზე ➢ დანახარჯები სამეცნიერო-საკვლევ და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე და წარმოების მომზადებაზე
7. ბაზარზე გასაღების ხანგრძლივობა	➢ დისტრიბუტორული ქსელის განვითარება ➢ სარეკლამო კომპანია ➢ მოთხოვნის სტიმულირება გასაღების შელავათიანი პირობების საფუძველზე ➢ დიზაინისა და შეფუთვის მოდერნიზაცია ➢ პროდუქციის მოხმარებითი პირობე-	➢ დანახარჯები სარეკლამო კამპანიაზე ➢ გასაღების მოცულობის შემცირება ფულად გამოხატულებაში ფასდაკლებაზე გაწეული დამატებითი დანახარჯების გამო ➢ დამატებითი დიზაინური საქმიანობა დანახარჯები სამეცნიერო-საკვლევ და საცდელ-საკონ-

	ბის გაუმჯობესება კონკურენტების პროდუქციასთან შედარებით	სტრუქტორო სამუშაოებზე
8. რეალიზებულ პროდუქციაზე გადასახადების დაგვიანების დრო	1. გადატვირთვა მხოლოდ ნინასნარი გადახდის პირობებში 2. ახალი ბაზრების ათვისება უფრო განვითარებული საგადასახადო სისტემით 3. ორიენტაცია მხოლოდ გარანტირებულ და გადახდისუნარიან კლიენტებზე	1. გასაღების მოცულობის შემცირება მოთხოვნის შემცირების გამო 2. დანახარჯები მარკეტინგზე დასავლეთ ევროპაში 3. გასაღების მოცულობის შემცირება მომხმარებლის არჩევის შეზღუდვის გამო
9. პროდუქციის მოთხოვნის მერყეობა	1. სადაზღვევო მზა პროდუქციის მარაგის შექმნა სანყობებში	1. დამატებითი საწარმოო დანახარჯები
10. მასალების და მაკომპლექტებელი ნაკეთობების მიწოდების არასტაბილურობა	1. სადაზღვევო მასალებისა და მაკომპლექტებული ნაკეთობების მარაგების შექმნა	1. დამატებითი ხარჯები სადაზღვევო მარაგების შექმნისათვის 2. დამატებითი დანახარჯები სასაწყობო ნაგებობების მშენებლობაზე ან იაჯარაზე, ასევე მათ მომსახურებაზე

მგრძნობიარობის ანალიზის განხორციელება, უპირველეს ყოვლისა, უნდა დაიწყოს გარემოს აღწერიდან: ინფლაციის დონე; ეროვნული ვალუტის კურსის ცვლილების პროგნოზი; საგადასახადო გარემოს პროგნოზი.

ეს ის ფაქტორებია, რომლის ცვლილება, შეიძლება ითქვას, ინვესტიციის მოცულობის ზრდის საფუძველზე შეუძლებელია. ამდენად, ანალიზის დაწყება აუცილებელია იმ გარემოს შესწავლით, სადაც უნდა განხორციელდეს მოცემული პროექტი.

შეუძლებელია, ყოველთვის პირდაპირი დამოკიდებულება იქნეს მიღწეული ცვალებად პარამეტრებს შორის, მხედველობაში უნდა მივიღოთ, აგრეთვე ირიბი დამოკიდებულებებიც, რომლებიც იწვევს პარამეტრების გარკვეული მნიშვნელობების ცვლილებას. ამიტომ მგრძნობიარობის გამოკვლევამდე აუცილებელია შემუშავდეს ანალიზის გეგმა, განისაზღვროს ცვალებადი ფაქტორების მიმართ მოქმედებებისა და პირობების ჩამონათვალი, რომლის შესრულებით შეიძლება მივაღწიოთ სასურველ შედგეს.

მგრძნობელობის ანალიზის საბოლოო შედეგს წარმოადგენს ის მონაცემები, რომლის საფუძველზეც შეიძლება შევაფასოთ პროექტის ფინანსური რისკი და აგრეთვე შევიმუშაოთ მისი განხორციელების შედარებით უსაფრთხო და ეფექტური გზები.

№4 ცხრილში მოყვანილი ცვალებადი პარამეტრების, აგრეთვე შემოთავაზებული მოქმედებების და შესაძლო შედეგების მნიშვნელობები საშუალებას იძლევა განვახორციელოთ ინვესტიციური პროექტების (სპეციფიკის მიუხედავად) გარემო პირობებზე ზემოქმედების მგრძნობიარობის საკმაოდ სრული შესწავლა.

საინვესტიციო პროექტების შეფასების კომპლექსური სისტემის შემუშავება უნდა დაეფუძნოს ქვეყანაში დასახულ საინვესტიციო პოლიტიკას და ემსახურებოდეს ეროვნული ეკონომიკის გაჯანსაღების საკითხებს. შეუძლებელია საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის ამაღლებაზე საუბარი ეფექტიანი ინვესტიციური პროექტების გარეშე. ეს მით უმეტეს აქტუალურია საქართველოში საინვესტიციო პროექტების გლობალიზაციის, განხორციელებული საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების (ტრანსეკა, ევროაზიული დერეფანი, საერთაშორისო ნავთობსადენი, აბრეშუმის გზა და სხვა) რეალიზაციის პირობებში.

ამ პირობებში ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის დადგენა საერთაშორისო სტანდარტების მოთხოვნათა შე-

საბამისად, ეფექტიანობის დადგენის ინტეგრირებული სისტემის გამოყენება, სახელმწიფო ექსპერტიზის კრიტერიუმების შემუშავება მეტად აქტუალურია.

მეცნიერული, მეცნიერულ-მეთოდოლოგიური ლიტერატურისა და პრაქტიკული გამოცდილების შესწავლა და ანალიზი იძლევა საფუძველს დავასკვნათ, რომ დღეისათვის არ არის მთელი მოცულობით შემუშავებული ინვესტიციური პროექტების ანალიზის, სახელმწიფოებრივი რეგულირების სისტემა, რომელიც საფუძვლად დაედება ინვესტიციური გადაწყვეტილებების მიღებას, მათი ეფექტიანობის ამაღლების კრიტერიუმებს.

ჩატარებულმა გამოკვლევამ დაგვარწმუნა, რომ ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების ინტეგრირებული სისტემის სტრუქტურულ ელემენტს უნდა შეადგენდეს:

- კონცეფცია, რომელიც მოიცავს ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების ძირითად იდეებს და დებულებებს;
- ინვესტიციური გადაწყვეტილების განზოგადებული შეფასების მოდელი;
- ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების მაჩვენებელთა ლოკალური სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს მრავალფეროვანი პირობებისა და ინვესტიციური შესაძლებლობების გათვალსიწინებით კონცეფციის რეალიზაციას;
- მეთოდური რეკომენდაციები, რომლებიც იძლევა კონცეფციისა და ინევსტიციების ეფექტიანობის შედარების ლოკალური სისტემის პრაქტიკაში რეალიზაციის შესაძლებლობას.

ამ სისტემის სამეურნეო პრაქტიკაში ამოქმედება მოგვცემს საშუალებას ავამაღლოთ ინვესტიციური პროექტების დასაბუთების დონე, გავხადოთ ის დროისა და ეკონომიკური პირობების შესატყვისი.

თავი VI.

საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის მეთოდური და მეთოდოლოგიური საკითხები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის თავისებურებებსა და აუცილებლობაში;

გაეცნოთ ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის თავისებურებებს საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში;

გაანალიზოთ საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის გაანგარიშების გეგმიური და თანამედროვე, საერთაშორისო მეთოდიკები;

გაეცნოთ ინვესტიციათა ეკონომიკური ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების პრინციპებს, მეთოდებსა და მაჩვენებელთა სისტემას;

განიხილოთ ინვესტიციური გადაწყვეტილება, როგორც სოციალური მოვლენა.

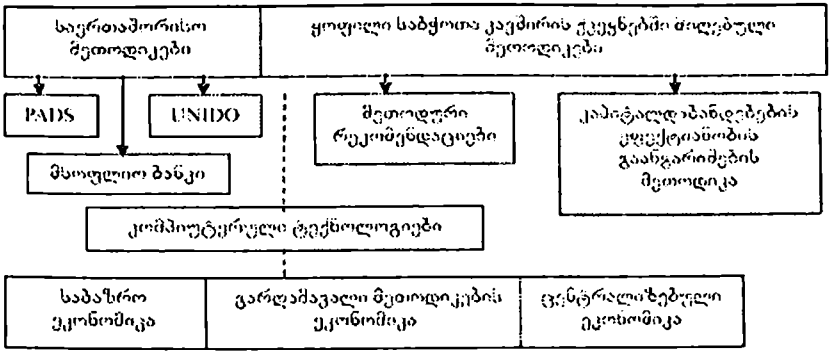
ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის განსაზღვრის თავისებურებანი საბაზრო ურთიერთობებზე გარდამავალ პერიოდში

ბოლო წლებში მეცნიერული შრომების საკმაო რაოდენობა მიეძღვნა ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების საკითხებს. შემოთავაზებულ იქნა მეთოდური მითითებებისა და რეკომენდაციების განსხვავებული ვარიანტები. მიუხედავად ამისა, სამეურნეო პრაქტიკაში არ არსებობს ეფექტურობის გაანგარიშების მეცნირულად არგუმენტირე-

ბული მეთოდები, რომლებიც სრულად ითვალისწინებენ საბაზრო ეკონომიკურ ურთიერთობათა ფორმირების პროცესის თავისებურებებს. ჩვენი აზრით, ინვესტიციური პროექტების შეფასების დღემდე არსებული მეთოდები უნდა დავყოთ ორ ჯგუფად: საქართველოში არსებული, საბჭოურ პერიოდში მიღებული მეთოდები და ამ დარგში არსებული თანამედროვე, საზღვარგარეთული გამოცდილება, რომელიც უფრო საბაზრო ეკონომიკურ ურთიერთობების დამკვიდრების პროცესს მიესადაგება.

უნდა განვიხილოთ ის ძირითადი გარემოებანიც, რომლებიც განაპირობებენ სხვადასხვა მიდგომას ინვესტიციათა ეფექტიან შეფასებაში. მაგალითად, ათწლეულების განმავლობაში ცნობილი საბჭოთა მეცნიერების გამოკვლევები გამოიყენებოდა სამეურნეო მექანიზმის ფუნქციონირების პირობებში, რომელიც ეფუძნებოდა ადმინისტრაციულ-მბრძანებლურ სისტემას, რაც კარდინალურად განსხვავდებოდა საზღვარგარეთელ მეცნიერთა გამოკველევებისაგან, რომლებიც ორინტირებული იყო საბაზრო ეკონომიკაზე. ასევე, დღევანდელი სიტუაცია უშუალოდაა დაკავშირებული საინვესტიციო პროექტების შეფასების პრაქტიკაში კომპიუტერული ტექნოლოგიების ფართო დანერგვასა და გამოყენებასთან.

დღემდე ცნობილი ინვესტიციათა ეფექტიანობის შეფასების მეცნიერული გამოკვლევები და ნორმატიულ-მეთოდური დოკუმენტები ეყრდნობა შემდეგ მეთოდოლოგიურ მიდგომებს: „დაყვანილ დანახარჯებს", „წმინდა შემოსავლის" პრინციპებს, წლიური დანახარჯებისა (მიმდინარე და კაპიტალური) და საანგარიშო პერიოდის ეფექტურობის ინტეგრაციას, ასევე გაერთიანებული ერების სპეციალური კოორდინატორის UNIDO-ს, მსოფლიო ბანკისა და სხვა საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ შემუშავებულ მეთოდოლოგიურ პრინციპებს. მოცემულ მეთოდიკათა დაჯგუფება სქემატურად შეიძლება გამოვსახოთ შემდეგნაირად:



იმ მეთოდებიდან, რომლებიც ეფუძნება პირველ მეთოდოლოგიურ მიდგომას, აღსანიშნავია: „კაპდაბანდებების ეფექტიანობის გაანგარიშების ტიპური მეთოდიკა“ და მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარების „მეთოდური რეკომენდაციები“, რომლებიც მიღებულ იქნა 1988 წელს. მეორე მეთოდოლოგიურმა მიდგომამ ასახვა ჰპოვა ოფიციალურ დოკუმენტებში, რომელიც მიღებულ იქნა 1989 წელს – „მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარების ღონისძიებათა ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების მეთოდიკაში“.

ამ დოკუმენტების დადებითი მხარე აისახა სრულყოფილად წარმოდგენილ საპროექტო ანალიზის ეკონომიკურ ასპექტებში. ამასთან, პრაქტიკულად მათში უგულებელყოფილია მარკეტინგული, საფინანსო ანალიზის ელემენტები, რასაც საბაზრო ეკონომიკის პირობებში გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება.

UNDO-ს მიერ შემოთავაზებულ მეთოდებში ასახვა ჰპოვა ინვესტიციური პროექტების შერჩევის ფინანსურ-ეკონომიკური გაანგარიშებების მრავალწლიანმა მსოფლიო პრაქტიკამ, რომელიც აისახა გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის ოფიციალურ დოკუმენტში.

ინვესტიციების ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების მეთოდური რეკომენდაციების ანალიზისას განსაკუთრე-

ბულ ყურადღებას იმსახურებს ორი საერთაშორისო ორგანიზაციის – მსოფლიო ბანკისა და UNIDO-ს (გაერთიანებული ერების ორგანიზაცია, მრეწველობის განყოფილება) – ფარგლებში შემუშავებული მეთოდები.

ამავე დროს, სხვა მსხვილი საერთაშორისო ორგანიზაციებიც, რომელთაც მნიშვნელოვანი სეგმენტი უჭირავთ ფინანსურ ბაზარზე, ამუშავებდნენ ინვესტიციური პროექტების ანალიზის საკუთარ მეთოდიკებს, რომლებიც შეესაბამებოდა მათ სპეციფიკურ მიზნებსა და ამოცანებს. მათ რიცხვს განეკუთვნება ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია, რომელიც ძირითადად სპეციალიზდება განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკაზე (PADC).

1991 წელს მომზადდა „სამრეწველო ტექნიკურ-ეკონომიკური გამოკვლევების მოსამზადებელი სახელმძღვანელო" (UNDO). ამ დოკუმენტებში წარმოდგენილ ინვესტიციათა ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთების მიდგომა მიღებულ და ათვისებულ იქნა ბანკების, სხვადასხვა ფონდების, სამრეწველო საწარმოების მიერ.

მოცემული მეთოდიკის მეორე გამოცემაში მომზადებულ და შეტანილ იქნა ახალი თემები: ბიზნესის სტრატეგიული დაგეგმვა როგორც საინვესტიციო პროექტის მომზადების საფუძველი; პროექტის ადგილმდებარეობის შერჩევისას ბუნებრივ გარემოზე მისი ზემოქმედების შეფასება. მნიშვნელოვნად გადაისინჯა და გაფართოვდა მოცემული მეთოდიკის მეორე თავიც: „ფინანსური ანალიზი და ინვესტიციების შეფასება", რომელშიც განიხილება ინვესტიციების შეფასების ძირითადი მეთოდები დისკონტირებული ნაკადისა (მოგების შინაგანი ნორმა, წმინდა დაყვანილი ღირებულება) და ჩვეულებრივი შესადარი მაჩვენებლების გამოყენებით. ამავე დროს ინვესტირება განისაზღვრება, როგორც ეკონომკური რესურსების გრძელვადიანი დაბანდებანი წმინდა მოგების შექმნის (მიღების) მიზ-

ნით მომავალში და ფინანსური რესურსების რეალურ კაპიტალად გარდაქმნა.

UNIDO-ს მეთოდიკა, შექმნილია საერთაშორისო ორგანიზაციების არსებული ფართო გამოცდილების განზოგადების საფუძველზე. UNIDO-ს პროექტები ძირითადად განეკუთვნება მრეწველობის განვითარების სფეროს, ანუ სფეროს, სადაც საკმაოდ მაღალია როგორც ფინანსური ასევე მთლიანად ეკონომიკური ეფექტიანობის მაჩვენებლები. მოცემული მეთოდიკა გარკვეულ დონეზე არსებული მნიშვნელოვანი პრობლემების გამარტივებული გადაწყვეტის რეკომენდაციებსა და რეცეპტებს იძლევა. მეთოდიკას თან ერთვის აგრეთვე პროგრამული უზრუნველყოფა – COMFAR (კომპიუტერული მოდელი ტექნიკურ-ეკონომიკური ანალიზისა და ანგარიშების შედგენისათვის). ინვესტიციური გამოკვლევების პირველ ეტაპზე გამოიყენება შედარებით მარტივი პაკეტი – PROP SPIN (წინასწარი ანალიზისა და პროექტების შეფასების ინფორმაციული სისტემა).

მსოფლიო ბანკის მიერ წარმოდგენილი მეთოდიკების განსაკუთრებული მნიშვნელობა განპირობებულია იმით, რომ ისინი, უპირველეს ყოვლისა, შემუშავებულია უმსხვილესი საერთაშორისო ორგანიზაციის მიერ, რომელიც სპეციალიზდება ინვესტიციური პროექტების დაფინანსებაზე და პროექტთა ფინანსური ანალიზის სფეროში უდიდესი გამოცდილება გააჩნია.

მოცემული მიდგომის მეორე თვისებრივი მხარე მდგომარეობს იმაში, რომ მას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება საქართველოში ინვესტიციური პროცესისადმი მიდგომის თვალსაზრისით. მსოფლიო ბანკი წარმოადგენს უმსხვილეს ფინანსურ ინსტიტუტს, რომელსაც გააჩნია შესაძლებლობა, გამოყოს ინვესტიციები იმ ქვეყნებისთვისაც კი, რომელთაც ახასიათებს დიდი სხვაობა ფინანსურ-საინვესტიციო მოთხოვნასა და დაფინანსების შესაძლებლობას შორის. ასეთი

პირობები ახასიათებს გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებს. მათ რიცხვშია საქართველოც.

მსოფლიო ბანკისათვის დამახასიათებელია განსაკუთრებულად მოქნილი და ფართო მაჩვენებლების გამოყენება საინვესტიციო პორექტის სრული და ყოველმხრივი ანალიზის განსახორციელებლად. თუმცა დღეისათვის ქართველ ეკონომისტებს შორის გაისმის საკმაოდ მკაცრი კრიტიკა მსოფლიო ბანკის მიერ განხორციელებული საკრედიტო პოლიტიკის მისამართით და, უნდა აღინიშნოს, რომ რიგ შემთხვევაში ეს კრიტიკა სამართლიანია და გარკვეული ზომების მიღებას მოითხოვს. მსოფლიო ბანკის მოცემული მეთოდიკა ითვალსიწინებს და განიხილავს შესასწავლი პროექტის ყველა დადებით და უარყოფით მხარეს და, ამასთან, ანალიზის ობიექტი ხდება მისი ისეთი ძირითადი ასპექტები, როგორიცაა: ტექნიკური, ინსტიტუციონალური, ეკონომიკური, ფინანსური, კომერციული, სოციალური, ეკოლოგიური.

ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების თეორიისა და პრაქტიკის განვითარების შემდგომი პერიოდი ხასიათდება ინვესტიციათა ეფექტიანობის მაჩვენებლებისა და კრიტერიუმების უფრო საფუძვლიანი ანალიზითა და ძიებით, რომელიც ძირითადად დაფუძნებულია საერთაშორისო სტანდარტებზე და სრულად პასუხობს საბაზრო ეკონომიკის მოთხოვნებს. ამავე დროს, მნიშვნელოვანია გათვალისწინებულ იქნეს ეროვნული ეკონომიკის თავისებურებანი, რაც უნდა გამოიხატოს ეროვნული მეთოდიკების შემუშავებაში დღევანდელი რეალობის გათვალისწინებით.

ინვესტიციური აქტივობის შეფასების მეთოდიკათა როლის გაზრდა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში დაკავშირებულია დასავლეთის ქვეყნების მეცნიერთა – დ. ნორტკოტის, მ. ბრომვიჩის, გ. ბირმანის, ს. შმიდტის, ი. ბრიგხემის, ლ. გაპენსკის უახლეს გამოკვლევებთან.

ისინი შესაძლებლობას იძლევიან, ახლებურად დაისვას ინვესტიციათა ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების სა-

კითხები. საერთო პრინციპები, რომლებიც განსაზღვრავს ინვესტიციური პროექტების შემუშავებისა და რეალიზეციის მეთოდოლოგიურ მიდგომას, შემდეგია:

- სისტემურობა, რომლის საფუძველია მრავალსაფეხურიანი სისტემის თავისებურებათა გათვალისწინება;
- ინვესტიცირი პროექტების შემუშავების, დასაბუთებისა და რეალიზაციისას ობიექტური და სუბიქტური ფაქტორების გათვალისწინება;
- კომპლექსურობა, რაც გულისხმობს ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის შედეგების ანალიზს როგორც განხილული სისტემის, ასევე მის ფარგლებს გარეთ;
- დისკონტის ნორმის სწორი დადგენა;
- დროის ფაქტორის გათვალისწინება საინვესტიციო პროექტში.

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაცია საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ითვალისწინებს ორი ურთიერთდაკავშირებული ამოცანის გადაწყვეტას:

- განსახილველი ვარიანტების ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასება;
- ვარიანტების შედარება და ოპტიმალური ვარიანტის შერჩევა.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში შემოთავაზებულია ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების განსხვავებული მეთოდიკები, თითოეული მათგანის გამოყენებას განსაზღვრავს კონკრეტული პირობები. ასე, მაგალითად, ო. ერგარდტის ნაშრომში ეფექტიანობის შეფასებისას გამოიყენება შემდეგი მეთოდები:

- გამოსყიდვის;
- მოგების ნორმის გაანგარიშების;
- დისკონტირების;

➢ შინაგანი დისკონტირების.

ცნობილი ეკონომისტის – ვ. ფომინას ნაშრომში მითითებულია მხოლოდ ეფექტიანობის შეფასების მეთოდები და არაა გათვალსიწინებული დროის ფაქტორი. მოცემული მეთოდი ძირითადად ეყრდნობა შესადარ ვარიანტებში მიმდინარე დანახარჯების, მოგების, რენტაბელობისა და გამოსყიდვის ვადის მაჩვენებლების შეწონასწორებას.

უფრო ხშირად ინვესტიციების მიზანშეწონილობის შესახებ დასკვნის საფუძველს წარმოადგენს ეფექტიანობის შეფასების შემდეგი ცნობილი მეთოდები:

➢ „დანახარჯები – ეფექტიანობის“;

➢ „დანახარჯები – მოგების“;

➢ „განუწყვეტელი მეთოდი“.

მსოფლიო ეკონომიკის პრაქტიკაში ფართოდ აპრობირებული ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდს და დისკონტის აღრიცხვას გააჩნია ორი მოდიფიკაცია – ე. წ. ერთდროული და განუწყვეტელი მიდგომები, რომლებიც საბოლოო ჯამში ერთ მეთოდოლოგიურ ბაზაზეა აგებული.

ინვესტიციური პროექტები განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან სასიცოცხლო ციკლით, ათვისების პერიოდით, რაც თავის მხრივ განსაზღვრავს შემოსავლებისა და დანახარჯების განსხვავებულ დროით ნაკადებს. ყოველი საინვესტიციო პროექტი ხასიათდება წმინდა შემოსავლების დროითი ნაკადით, რომელიც შეიძლება მიღებულ იქნას გასაანალიზებელი პერიოდის რომელიმე ინტერვალში. ამავე დროს, საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შეფასებისას მთავარია იმ დროითი ინტერვალის განსაზღვრა, სადაც შემოსავლები აღემატება დანახარჯებს და პირიქით.

როგორც წესი, პროექტის რეალიზაციისათვის აუცილებელია კრედიტები, რაც თავისთავად გულისხმობს, რომ არსებული (ნასესხები) თანხა უნდა დაბრუნდეს დროულად გარკვეული თანმიმდევრობით და კრედიტორმა აუცილებლად უნ-

და მიიღოს კრედიტის სარგებელი – პროცენტი. პროცესს, სადაც მოცემულია საწყისი თანხა და საპორცენტო განაკვეთი, ფინანსურ გაანგარიშებებში ეწოდება დარიცხვის პროცესი, ხოლო ამ გზით მიღწეული ინვესტიციების ეფექტიანობის გაანგარიშების მეთოდს კომპაუნდინგის მეთოდი (ცხრ. №6.1), ხოლო პროცესს, რომელშიც გათვალისწინებულია მოსალოდნელი თანხა და დისკონტირების კოეფიციენტი, დისკონტირების პროცესი ეწოდება, ხოლო გაანგარიშების მეთოდს კი – დისკონტირების მეთოდი (ცხრ. №6.2). პირველი მეთოდის შემთხვევაში საქმე გვაქვს ფულადი ნაკადების აწმყოდან მომავლისაკენ მოძრაობასთან, მეორე შემთხვევაში კი – მომავლიდან აწმყოსაკენ. დისკონტირების კოეფიციენტის სახით შეგვიძლია გამოვიყენოთ ან საპროცენტო განაკვეთის (მათემატიკური დისკონტირება), ან საანგარიშო განაკვეთი (საბანკო დისკონტირება).

ცხრილი 6.1.

კომპაუდინგის მეთოდი

წლები	საწყისი თანხა	პროცენტი, გამოხატული რაოდენობრივად	თანხა წლის ბოლოსათვის
0	10000	—	10000
1	10000	1000	11000
2	11000	1100	12100
3	12000	1210	13210
4	13310	1331	14641
5	14641	1464	16105

ცხრილი 6.2.

კაპიტალის დისკონტირება (ვარიანტი 1-10%)

წლები	საწყისი თანხა	პროცენტი, გამოხატული რაოდენობრივად	თანხა წლების ბოლოსათვის
0	(120000)	1.000	(120000)
1	40000	0.909	36360
2	40000	0.826	33040
3	40000	0.751	30040
4	40000	0.683	27320
წმინდა ნაკადი	40000		განსხვავება = -6760

კაპიტალის დისკონტირება (ვარიანტი 11-15%)

წლები	საწყისი თანხა	პროცენტი, გამოხატული რაოდენობრივად	თანხა წლების ბოლოსათვის
0	(120000)	1.000	(120000)
1	40000	0.870	34800
2	40000	0.756	30240
3	40000	0.658	26320
4	40000	0.572	22880
წმინდა ნაკადი	40000		განსხვავება = -5760

კომპაუნდინგის მეთოდის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ ჩვენ შეგვიძლია გავიანგარიშოთ ის, თუ როგორ გაიზრდება საწყისი კაპიტალის მოცულობა შემოსავლის „ნამატის"

ყოველწლიური პროცენტის ხარჯზე. მსგავსი გაანგარიშებების პრაქტიკულ არსს წარმოადგენს ის, რომ თუ არ შეგვიძლია შევცვალოთ ზრდის პროცენტი, მაშინ შესაძლებელია შეიცვალოს საწყისი თანხა, რათა მომავალში მივიღოთ სასურველი შედეგები.

არსებობს მესამე გამოსავალიც: თუ ვერ ვცვლით ვერც საწყისს თანხას და ვერც პროცენტს, მაშინ აუცილებელი შემოსავლის მიღება შესაძლებელია უფრო ხანგრძლივი დროის შემდეგ.

დისკონტირების მეთოდი – ეს კომპაუნდინგის შებრუნებული მეთოდია, ანუ მომავალი შემოსავლების დროის არსებულ მომენტში გამოხატვა, მომავალი ფულადი ნაკადის მიმდინარე წმინდა ღირებულებების გაანგარიშება.

ეფექატიანობის შეფასების „განუწყვეტელი მეთოდი" ეფუძნება იმას, რომ რეალური კაპიტალის ინვესტიციების უკუგება, ფინანსური ინვესტიციებისაგან განსხვავებით, პრაქტიკულად ხორციელდება შეუწყვეტლივ ან თითქმის შეუწყვეტლივ. ამავე დროს ინვესტიციების დისკონტირების პროცესიც განუწყვეტელია. ამ შემთხვევაში ზემოთ აღნიშნული სტანდარტული მეთოდები მოითხოვენ შესაბამის მოდიფიკაციას.

ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების მეთოდები პრაქტიკაში გამოყენების თვალსაზრისით შეიძლება დაიყოს ორ ჯგუფად:

- სტატისტიკური მეთოდები;
- დისკონტირების მეთოდები.

პირველი ჯგუფის მეთოდების საწყის მაჩვენებლებად იყენებენ სტატისტიკურ მონაცემებს. მათი გამოყენების დროს მხედველობაში არ მიიღება პროექტის სრული სასიცოცხლო ციკლი და დროის სხვადასხვა მომენტში ფულადი ნაკადების არათანაბარზომიერება. მიუხედევად ამისა, მოცემული მეთოდები საკმაოდ ფართოდ გამოიყენება გარკვეული

სირთულეების თავიდან ასაცილებლად, თუმცა უფრო ხშირად ისინი გამოიყენება პროექტების დამუშავების პროცესში სწრაფი შეფასებისას.

მეორე ჯგუფში გაერთიანებულია საინვესტიციო პროექტების ანალიზის მეთოდები, რომლებიც ძირითადად ემყარება დროით ფაქტორს და მოითხოვს სპეციალური მათემატიკური აპარატის გამოყენებას და საწყისი ინფორმაციის მნიშვნელოვან მომზადებას.

ინვესტიციურ პროექტში კაპიტალის განთავსების მიზანშეწონილობის განსაზღვრის მარტივ მეთოდებს შორის უფრო ხშირად გამოიყენება მოგების ნორმის და გამოსყიდვის ვადის გაანგარიშება.

მოგების ნორმა კაპიტალის რენტაბელობის ანალოგიურ მაჩვენებელს წარმოადგენს იმ განსხვავებით, რომ მოგების ნორმა გაიანგარიშება წმინდა მოგების (წმ) სიდიდის მაჩვენებლის შეფარდებით ინვესტიციური დანახარჯების საერთო მოცულობასთან (იდ.).

$$\text{მოგების ნორმა} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{ინვესტიციური დანახარჯები}}$$

განახორციელებს რა პოტენციური ინვესტორი გასაანგარიშებელი მოგების ნორმის შედარებას შემოსავლების მინიმალურ დონესთან, წინასწარ შეუძლია მიიღოს გადაწყვეტილება მოცემული საინვესტიციო პროექტის ანალიზის გაგრძელების მიზანშეწონილობის შესახებ. ამ მაჩვენებლის საფუძველზე ასევე შესაძლებელია შეფასდეს ინვესტიციების გამოსყიდვის ვადა. ამავე დროს უნდა აღვნიშნოთ, რომ შეფასების ისეთი არაზუსტი მეთოდის გამოყენება, როგორიცაა მოგების ნორმის გაანგარიშება, შეიძლება გამართლდეს მხოლოდ მისი გაანგარიშების მექანიზმის სიმარტივიდან გამომდინარე. მარტივ მეთოდთა ჯგუფს განეკუთვნება აგრეთვე გამოსყიდვის ვადა (PP), რომლის გაანგარიშების მიზანს წარმოადგენს დრო-

ის იმ ინტერვალის განსაზღვრა, რომლის განმავლობაშიც პროექტი იმუშავებს „თავის თავზე“ pp = n, რომლის დროსაც გაწეული ინვესტიციები ანაზღაურდება წლიური შემოსავლებით.

ამ მეთოდის უარყოფითი მხარე ისაა, რომ იგი არ შეიძლება გამოყენებულ იქნეს იმ ვარიანტების შედარებისას, რომელთაც გააჩნიათ გამოსყიდვის ერთნაირი ვადა, მაგრამ სხვადასხვა სიცოცხლის ციკლი.

ინვესტიციების დაგეგმვისა და პროექტის ეფექტიანობის შეფასების ერთ-ერთ უმთავარეს ელემენტს წარმოადგენს დაუკარგაობის ნორმის ანალიზი. დაუკარგაობის ნორმა (Break Even Point-Bep) – არის გამოშვებული პროდუქციის პარტიის ის მინიმალური ზომა, რომლის დროსაც უზრუნველყოფილია „ნულოვანი მოგება“ (პროდუქციის რეალიზაციით მიღებული მოგება უდრის წარმოების დანახარჯებს).

$$\text{დაუკარგაობის ნორმა} = \frac{\text{მუდმივი დანახარჯები}}{\text{ერთეული პროდუქციის ფასი} - \text{ცვლადი (პირდაპირი) დანახარჯები}}$$

დაუკარგაობის ნორმის ანალიზი მნიშვნელოვანია არა მარტო საწარმოს კრიტიკული პროგრამის შემუშავებისათვის, არამედ მისი მდგომარეობის შეფასებისათვის და შემდგომი განვითარების სტრატეგიული მიმართულების შემუშავებისათვისაც.

ინვესტირების ეფექტიანობის შეფასების მარტივი მეთოდების გამოყენების უმთავრესი ნაკლოვანება მდგომარეობს შემოსავლებისა და გადასახადების არათანაბარზომიერების იგნორირებაში.

პროექტის მიზანშეწონილობის პრობლემა მდგომარეობს იმაში, თუ რამდენად გაამართლებს მომავალი შემოსავლები დღევანდელ დანახარჯებს და რადგანაც გადაწყვეტილების

მიღება ხდება „დღეს" საინვესტიციო პროექტის მომავალი საქმიანობის მაჩვენებლების განსაზღვრისას აუცილებელია დროის ფაქტორის გათვალისწინება, მომავალი შემოსავლების დღევანდელი შესაძლებლობებით განსაზღვრა. ეს კი შესაძლებელია დისკონტირების მეთოდების გამოყენებით.

შეფასების პრაქტიკაში უფრო მეტი გამოყენება ჰპოვა ინვესტიციათა ეფექტიანობის შეფასების წმინდა მიმდინარე ღირებულებისა და მოგების ნორმის მაჩვენებლებმა. თუმცა დისკონტირების მეთოდის ფულადი საშუალებების წმინდა ნაკადი საშუალებას იძლევა უფრო კორექტულად და, რაც მთავარია, დროის ფაქტორის გათვალისწინებით დადგინდეს პროექტის გამოსყიდვის ვადა.

ამდენად, საბაზრო ეკონომიკის პირობებიდან გამომდინარე, მიზანშეწონილია პრიორიტეტი მიეცეს დისკონტირების მეთოდს.

ინვესტიციების შეფარდებითი და აბსოლუტური ეკონომიკური ეფექტიანობის გაანგარიშების მეთოდოლოგიური საკითხები

უნიტარული სახელმწიფო მმართველობის პირობებში საინვესტიციო საქმიანობა უაღრესად შეზღუდული იყო და ძირითადად სახელმწიფოს მიერ გამოყოფილი კაპიტალდაბანდებებით შემოიფარგლებოდა, რომლებიც ძირითადი ფონდების კვლავწარმოებისათვის გამოიყენებოდა. საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტს, ფაქტობრივად, მხოლოდ სახელმწიფო წარმოადგენდა, ხოლო ობიექტს – ახლად შექმნილი და მოდერნიზებული ძირითადი ფონდები. საინვესტიციო საქმიანობის ყველა სხვა სუბიექტი და ობიექტი უარყოფილი იყო. კერძოდ, ფასიანი ქაღალდები, მიზნობრივი ფულადი ანაბრები, სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია, ინტელექტუალური ფა-

სეულობა, ქონებრივი უფლება და სხვ. ასევე საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები – მოქალაქენი და ქვეყნები.

აღსანიშნავია, რომ მხოლოდ მრავალწლიანი დისკუსიებისა და სხვადასხვა შეხედულებების შეჯერების საფუძველზე გახდა შესაძლებელი კაპიტალდაბანდების ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების ზოგადი პრინციპებისა და მეთოდური დოკუმენტების შემუშავება. მაგალითად, 1980 წელს თ. ხაჩატუროვის რედაქციით გამოვიდა "კაპიტალდაბანდებების ეფექტიანობის განსაზღვრის მეთოდიკა", 1984 წელს ნაშრომი „ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის ზრდის რეზერვები".

კაპიტალდაბანდებანი პირობითად იყოფა ინტენსიურად და ექსტენსიურად და, აქედან გამომდინარე, განსხვავებულია მათგან მიღებული საწარმო ეფექტიც. საწარმოო ეფექტის ამ ორ სახეს შეესაბამება კაპიტალდაბანდებების ეკონომიკური ეფექტიანობის გაანგარიშების ორი მეთოდიც. პირველი მეთოდი ეფუძნებოდა კაპიტალდაბანდებების შედარებას; მეორე – ერთგვაროვანი ან ურთიერთშემცველი პროდუქციის უცვლელი მოცულობის პირობებში დაყვანილი დანახარჯების მინიმალიზაციას.

შესადარი და საერთო (აბსოლუტური) ეფექტიანობის გაანგარიშების მეთოდიკებს შორის არსებობს არა მარტო განსხვავება, არამედ გარკვეული ურთიერთკავშირიც. ეს ორი მაჩვენებელი არა თუ გამორიცხავს, არამედ ავსებს ერთმანეთს და უმეტეს შემთხვევაში საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის შეფასებისას აუცილებელია მათი ერთობლივი გამოყენება.

საერთო ეფექტიანობის მაჩვენებლი (E) გამოიყენება ხანგრძლივპერიოდიანი ინვესტიციების შეფასებისათვის ტექნოლოგიურად დამთავრებულ ობიექტებზე, მაგალითად, ცალკეული საწარმოს, საამქროს, უბნის, ტექნოლოგიური ხაზის და ა. შ. მიხედვით. ის გაიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$E = \frac{П}{K};\ E = \frac{\Delta П}{K};\ E = \frac{\Delta C}{K} \qquad (2)$$

სადაც:

П(ΔП) _ მოგება (მოგების ნაზარდი);

ΔC — თვითღირებულების შემცირება;

K — კაპიტალური დაბანდებები.

(2) ფორმულით გაანგარიშებულ E-ს მნიშვნელობას საგეგმო სისტემაში ადარებენ საერთო (აბსოლუტური) ეფექტიანობის ნორმატივის კოეფიციენტს (E_n). ნორმატიული კოეფიციენტის მნიშვნელობა ტიპური მეთოდიკის მიხედვით მრეწველობისათვის იყო En = 0.16. აქედან გამომდინარე, ეფექტიანობის პირობები შემდეგნაირად გამოიყურება: $E \geq En$.

საერთო (აბოსლუტური) ეფექტიანობის მაჩვენებლების უპირატესობა შემდეგში მდგომარეობს:

- ის ფაქტობრივად გამოხატავს „კაპიტალზე მოგების ნორმას". ამ მაჩვენებლის საფუძველზე ხდება ინვესტიციური გადაწყვეტილებების მიღება.
- ამის გარდა, E გაანგარიშებით მნიშვნელობა შეიძლება შევუდაროთ მოქმედ საწარმოში ფაქტობრივ „საწარმოო ფონდების მოგების ნორმას" ($E_ფ$), იგივე საერთო რენტაბელობაა ($P_ფ$). მაშინ კაპიტალური დაბანდებების ეფექტიანობის პირობები იქნება: $E \geq E_ფ(P_ფ)$
- კაპიტალური დაბანდებების ეფექტიანობის ნორმატივები საბაზრო ეკონომიკის პირობებში გამოიყენება ინდიკატიური, რეკომენდაციული სახით. მათი გამოყენების მექანიზმი აღწერილია ეკონომიკურ ლიტერატურაში [155].
- საერთო (აბოსლუტური) ეფექტიანობის მაჩვენებელი უბრალო და გასაგებია მცირე მასშტაბის ინვესტიცი-

ური ღონისძიებებისათვის, რომელიც მოკლე პერიოდში ხორციელდება.

ამავე დროს აღსანიშნავია, რომ მოცემული მეთოდისა და მეთოდიკის სუსტი მხარეები უნდა ვეძიოთ არა იმაში, რაც ჩადებულია ამ მეთოდსა და მეთოდიკაში, არამედ იმაში, რაც ვერ იქნა ასახული მასში. უპირველეს ყოვლისა, ძირითადი გასაანგარიშებელი ფორმულები გულისხმობენ მოგების, თვითღირებულების, პროდუქციის მოცულობის საშუალო წელზე გაანგარიშებას. ამასთანავე, რეალურ ეკონომიკურ პრაქტიკაში კაპიტალური დაბანდებები, მიმდინარე დანახარჯები, პროდუქცია და მოგება დროის გარკვეულ ინტერვალში ფორმირდება არათანაბრად, ინდივიდუალურად, ირიბი ასახვაც ზემოთ აღნიშნული მეთოდიკის ჩარჩოებში პრაქტიკულად შეუძლებელია. მეორე მხრივ, მოცემული მეთოდი არ იძლევა რეკომენდაციებს დისკონტირების შედეგების მიხედვით, მაგრამ გულისხმობს კაპიტალური დაბანდების დისკონტირებას და ამასთანავე შემოთავაზებულია დისკონტის ძალიან დაბალი ნორმატივი (0.08-დან 0.03-მდე). მესამე, რაოდენობრივი მნიშვნელობა საერთო (აბსოლუტური) ეფექტიანობის ნორმატივისა განისაზღვრებოდა დირექტიულად დარგების მიხედვით და მათი გადასინჯვა ფაქტობრივად ვერ მოხერხდა.

ამგვარად, 1984 წლის ტიპური მეთოდიკა არასრულყოფილია და, ბუნებრივია, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციების შეფასების საფუძვლად არ გამოდგება.

ინვესტიციათა ეფექტიანობის შედარებითი ეკონომიკური ეფექტიანობის მაჩვენებლები გამოიყენება ისეთი ამოცანების გადასაწყვეტად, რომლის დასმაც თავისთავად გულისხმობს სხვადასხვა ვარიანტების არსებობას. მათი გაანგარიშების ძირითად საფუძველს წარმოადგენს 1977 წლის მეთოდიკა, რომლის საფუძველზე შეიქმნა დარგობრივი მეთოდიკებიც.

ამ მეთოდიკის ძირითად მაჩვენებლს წარმოადგენს წლიური ეკონომიკური ეფექტი (Э), რომელიც გაიანგარიშება, როგორც დაყვანილი დანახარჯების სხვაობა (П3):

$$Э = П3_1 - П3_2 \tag{3}$$

დაყვანილი დანახარჯები გულისხმობენ:

$$П3 = C + E_{II}K \tag{4}$$

სადაც,

C – მიმდინარე დანახარჯები (თვითღირებულება);

K – კაპიტალური დაბანდებები;

E_{II} – კაპიტალდაბანდებები შედარებით ეფექტიანობის ნორმატიული კოეფიციენტი (თანახმად 1977 წლის მეთოდიკისა $EE_H = 0.15$).

ეკონომიკური თეორიის და პრაქტიკის განვითარების გარკვეულ ეტაპზე მეთოდიკა-77-მა გარკვეული დადებითი როლი ითამაშა. მაგრამ დღეისათვის, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, სულ უფრო და უფრო ნათელი ხდება მისი არასრულყოფილება. საქმე იმაშია, რომ მეთოდიკა-77-ის ძირითადი მაჩვენებლის – წლიური ეკონომიკური ეფექტის განსაზღვრისას „დაყვანილი დანახარჯების" კატეგორიის შინაარსი სხვადასხვა ეკონომიკური სკოლის მიერ განმარტებულია სხვადასხვანაირად. მათი განსხვავება წარმოდგენილია ხელოვნური კატეგორიებით, რომლებსაც რეალურ ეკონომიკურ პრაქტიკასთან საერთო არაფერი აქვთ. წლიური ეკონომიკური ეფექტის სიდიდე დამოკიდებულია იმაზე, თუ რა ვარიანტს ვღებულობთ საბაზისოდ. ეკონომიკურ პრაქტიკაში კი ხშირად ამ საბაზისო ვარინატად იყენებენ მოძველებულ ტექნიკას (ტექნოლოგიას).

მეთოდიკა-77-ის მიხედვით განხორციელებული გაანგარიშებები, მეთოდიკის ცალკეული დარგობრივი მოდიფიკაციის მიხედვით, მოითხოვს დავიცვათ „სასარგებლო შედეგების მსგავსების" წესები ვარიანტების მიხედვით, რისი განხორციელებაც ხშირ შემთხვევაში შეუძლებელია. და საბოლოოდ მეთოდიკა-77-ის ყველაზე მთავარ ნაკლოვანებას წარმოადგენს მის საფუძველზე იმ მასშტაბური სამეურნეო ღონისძიებების შეფასების შეუძლებლობა, რომელთა რეალიზაციის პერიოდში როგორც შედეგები, ასევე დანახარჯები იცვლება არათანაბარზომიერად. დისკონტირებების ტექნიკა მოცემულ მეთოდიკაში წარმოდგენილია ძალიან სუსტად. შესაბამისობა კაპიტალური დაბანდებების ეფექტიანობის ნორმატივსა და ფაქტობრივი დროის დაყვანილ ნორმას შორის ირღვევა, რაც, აგრეთვე, წარმოადგენს მეთოდიკა-77-ის ნაკლოვანებას.

მოცემული ნაკლოვანებების დაძლევის შედეგიან მცდელობას წარმოადგენდა მეცნიერთა ჯგუფის მიერ შემუშავებული „საზოგადოებრივი წარმოებისა და ცალკეული სამეურნეო ღონისძიებების ეფექტიანობის შეფასების კომპლექსური მეთოდიკა", რომელიც, სამწუხაროდ, არ იქნა მიღებული და დამტკიცებული ოფიციალურ დოკუმენტად. მაგრამ შემდგომში კომპლექსური მეთოდიკის ყველა ძირითადი იდეები გათვალისწინებული იქნა „მტპ"-ის დაჩქარების ღონისძიებების ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების მეთოდურ რეკომენდაციებში".

ამრიგად, გეგმური ეკონომიკური სისტემის პირობებშიც ინვესტიციების ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების საკითხი ცენტრალურ პრობლემას წარმოადგენდა როგორც მეცნიერების, ასევე პრაქტიკოსებისთვისაც. ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში კაპიტალდაბანდებების ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების მთავარი დოკუმენტი იყო 1988 წელს მიღებული მეთოდური რეკომენდაციები, რომლებიც ეკონომიკურ ლიტერატურაში ცნობილია „მეთოდიკა-88"-ის სახელწოდებით. ამასთან, მოცემული მეთოდიკა წარმოადგენს

საზღვარგარეთული გამოცდილების განზოგადების მცდელობას ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრის სფეროში. მასში პირველად დაფიქსირდა რისკის ფაქტორი, ინფლაცია და სხვ.

მეთოდიკა-88-ში ძირითად მაჩვენებლად წარმოდგენილია ეკონომიკური ეფექტი, რომელიც მიღებულია მტპ-ის ღონისძიების რეალიზაციის შედეგად მთელი საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში.

ეკონომიკური ეფექტი გაიანგარიშება როგორც სხვაობა:

$$Э_T = P_T - З_T \qquad (5)$$

სადაც,

P_T _ განხორციელებული ინვესტიციების შედეგების ღირებულებითი შეფასება;

$З_T$ – ერთობლივი დანახარჯების ღირებულებითი შეფასება.

ინვესტიციების მტპ-ის ღონისძიებებში მთელი საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში ($З_T$) გაიანგარიშება, როგორც პროდუქციის წარმოების (П) ასევე მოხმარების (Н) სფეროში შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$З_T = З_T^{П} + З_T^{Н} = \sum_{t_н}^{t_к} З_t^{П(Н)} \alpha_t \sum_{t_н}^{t_к} (u_t + k_t - л_t)\alpha_t, \ldots \qquad (6)$$

სადაც:

$З_T$ – სანგარიშო პერიოდის რესურსების სიდიდე t დროში;

u_t – მიმდინარე დანახარჯები რეინოვაციის ამორტიზაციის გარეშე t დროში;

k_t – ერთდროული გადახარჯვები (კაპიტალური დაბანდებები) წელიწადში;

$л_t$ – იმ ძირითადი ფონდების სალიკვიდაციო ღირებულება, რომლებიც მწყობრიდან გამოვიდა t დროში;

α_t – დაყვანილი დანახარჯების კოეფიციენტი საანგარიშო პერიოდში.

ამ კოეფიციენტს უწოდებენ დისკონტირების კოეფიციენტს და იგი გაიანგარიშება შემდეგი ფორმულით:

$$\alpha_t = (1 + E)^{t_p \cdot \cdot} \qquad (7)$$

სადაც:

E – ერთდრული შედეგებისა და დანახარჯების დისკონტირების ნორმატივია (მეთოდიკური რეკომენდაციები – 88-ში მოცემული ნორმატივი ტოლია კაპიტალური დაბანდებების ეფექტიანობის ნორმატივისა $(E_H = 0.1)$);

t – წელი, რომლის შედეგები და დანახარჯები დაყვანილია საანგარიშო წლისათვის;

t_p — საანგარიშო წელი (მეთოდური რეკომენდაციები – 88-ში საანგარიშო პერიოდად გვთავაზობენ იმ კალენდარულ წელს, რომელიც წინ უსწრებს პროდუქციის წარმოებას ან ახალი ტექნიკის გამოყენებას წარმოებაში).

მეთოდური რეკომენდაციები—88 ითვალისწინებს აგრეთვე ისეთი მაჩვენებლების გაანგარიშებას, როგორიცაა: „ერთდროული დანახარჯების ეფექტიანობის კოეფიციენტი“ და „ერთდროული დანახარჯების გამოსყიდვის ვადა“. ერ-

თდროული დანახარჯების ეფექტიანობის კოეფიციენტი უნდა აკმაყოფილებდეს შემდეგ ტოლობას:

$$\sum_{t}(p_t - u_t - k_t)(1+e)^{t_p - t} = 0 \qquad (8)$$

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ეკონომიკური ეფექტიანობის გაანგარიშებებში აქტიურად გამოიყენება ანალოგიური მაჩვენებელი – „ეფექტიანობის (შემოსავლიანობის, მომგებიანობის) შინაგანი ნორმა" „Internal rate return".

ეკონომიკური შინაარსი „ერთდროული დანახარჯების ეფექტიანობის კოეფიციენტის" შეიძლება გავიზიაროთ ფორმულა (6)-ის გაანალიზებითა და ინტეგრალური დისკონტირებული მოგების ფორმულის გაანგარიშებით:

$$\Pi_t = \sum(p_t - u_t - k_t)(1+E_H)^{t_p - t} = 0 \qquad (9)$$

ღონისძიებები, რომელიც მიმართულია ერთდროული დანახარჯების განხორციელებაზე საბოლოო პროდუქტის წარმოების დასაწყისისათვის, E_H-ის გაზრდით იწვევს ინტეგრალური გასაანგარიშებელი (Π) მოგების შემცირებას და $E_H = e$, ხოლო გარკვეული მნიშვნელობის მიღებისას უტოლდება ნულს; ანუ ფორმულა (7) ღებულობს ფორმულა (6)-ის სახეს. e-ს „კრიტიკული მნიშვნელობა" წარმოადგენს სწორედ „ეფექტიანობის შინაგან ნორმას". მეთოდური რეკომენდაცია-88-ის კომენტარებში ნაჩვენებია, რომ საანგარიშო პერიოდისათვის ფორმულა (6) „ეფექტიანობის შინაგანი ნორმის" გასაანგარიშებლად უფრო მარტივდება და ღებულობს შემდეგ სახეს:

$$e = \frac{(P_r - И_r)}{И} \qquad (10)$$

ამ სახით გაანგარიშებულ „e"-ს მეთოდური რეკომენდაცია-88 გვთავაზობს დავუპირისპიროთ E_H-ის ნორმატივს; ეფექტიანი ღონისძიებებისას უნდა არსებობდეს უტოლობა:

$$e \geq E_H \qquad (11)$$

ამდენად, 1988 წლის მეთოდიკაში უკვე ჩადებული იყო ის პროგრესული პრინციპები, რომლებიც განსაზღვრავდა სამეურნეო რგოლების ორიენტაციას ინვესტიციათა ეფექტიანობის შეფასების ობიექტურობის ამაღლების თვალსაზრისით.

აღსანიშნავია ისიც, რომ მოცემულ მეთოდიკაში ბოლომდე ვერ აისახა რისკის და განუსაზღვრელობის ფაქტორები ინვესტიციათა ეკონომიკური ეფექტიანობის გაანგარიშებისას, მიუხედავად დეკლარირებული კომპლექსური ხასიათისა, ისინი პრაქტიკულად ეხებოდა ინვესტიციების მტპ-ში ეფექტიანობის დადგენას. მეთოდიკას გააჩნია სხვა ნაკლოვანებებიც.

ამდენად, მოცემული ეტაპი ხასიათდება ინვესტიციათა ეფექტიანობის ერთიანი, კომპლექსური, განმაზოგადებელი მაჩვენებლების კონსტრუირების მცდელობით. ამ პერიოდის გამოკვლევებმა ინვესტიციების ეფექტიანობის თეორია დაუახლოვა თანამედროვეობას, რაც, საბოლოო ჯამში, საშუალებას იძლევა ვიმსჯელოთ თანამედროვე ეტაპზე ინვესტიციური პროცესების ეკონომიკური ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების საკითხებზე.

საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების პრინციპები, მეთოდები, მაჩვენებელთა სისტემა

საბაზრო სისტემა უაღრესად მაღალ მოთხოვნებს უყენებს საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის განსაზღვრის საკითხს. ცნობილი ინგლისელი სპეციალისტი ე. ვაიტინგი წერს: „ის ადამიანი, რომელიც მეტნაკლებად გაეცნო საბაზრო ეკონომიკას, გაოგნებული დარჩება მაჩვენებელთა სიმრავლით (ასევე მათი განსაზღვრის მეთოდებით), რომელიც გამოიყენება აქ საწარმოებისა და კომპანიების სამეურნეო საქმიანობის შედეგების შეფასებისათვის, იმ დანახარჯების ანალიზისათვის, რომელთა საფუძველზე მიღწეულ იქნა ეს შედეგები“.

„ინვესტიციების“, როგორც კატეგორიის განსაკუთრებულობა დაკავშირებულია იმასთან, რომ, როგორც თვით ინვესტიციები, ასევე პროდუქცია და შემოსავალი, რომელიც მიღებულია მათგან, რეალიზდება მხოლოდ გარკვეულ გრძელვადიან ინტერვალში, რასაც აუცილებლად მივყავართ ეფექტიანობის შეფასებისას დროისა და ალბათობის ფაქტორის გათვალისწინება-აღწერისაკენ. აქედან გამომდინარე, ობიექტურად გასაგები ხდება ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების მეთოდების შემუშავების დამოუკიდებელი მაჩვენებლების გამოყენების ისტორიული პრაქტიკა, როგორც წარმოებისათვის, ასევე ინვესტიციური პროცესებისათვის. რა თქმა უნდა, რაღაც უნივერსალური მეთოდი არ არსებობს, მაგრამ მიუხედდავად ამისა, გარკვეული შეფასებები, თუნდაც პირობითი, რომლებიც მიღებულია მეთოდების ფორმალიზებისას, გვიადვილებს საბოლოო გადაწყვეტილებების მიღებას.

ფირმისათვის აუცილებელია, მიიღოს გადაწყვეტილება კაპიტალის ინვესტიციების შესახებ, აქედან გამომდინარე, მას აქვს შესაძლებლობა, შეარჩიოს მისთვის ყველაზე მისაღები მეთოდიკა და კრიტერიუმები, რომლის საშუალებითაც იგი

მიიღებს ერთადერთ გადაწყვეტილებას. ამ გადაწყვეტილების ფასი საკმაოდ დიდია, რათა მივენდოთ მხოლოდ ინტუიციას და უარი ვთქვათ შეფასების არსებულ ოპტიმალურ მეთოდებსა და კრიტერიუმებზე.

ზოგიერთი ავტორის აზრით, ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასებისას არაზუსტად გამოიყენება კრიტერიუმების ცნება. ეს ფუნქცია შეიძლება შეასრულოს მხოლოდ წმინდა დაყვანილმა ღირებულებამ (NPV), რადგან მხოლოდ მისი მეშვეობითაა შესაძლებელი ინვესტიცირების მიზნის დადგენა. გამოითქვა მოსაზრება, რომ ინვესტირების შეფასების საფუძველი უნდა ვეძებოთ: ეკონომიკურ, ეკოლოგიურ და სოციალურ კრიტერიუმებში.

ვ. ბ. სიროტკინის აზრით, საჭიროა გამოყენებულ იქნას სტრატეგიული, ნორმატიული, აგრეთვე ეკონომიკური ეფექტიანობისა და ფინანსური მდგომარეობის კრიტერიუმები. მართებულად ვთვლით ავტორის მოსაზრებას იმის შესახებ, რომ გამოყენებული კრიტერიუმები რეალურად ასახავს ინვესტიციების რეალიზაციის მიზნებსა და პირობებს.

ეკონომიკური ლიტერატურა და იმ პროექტების ანალიზი, რომელიც შესრულებულია დღევანდელ პირობებში საქართველოს მეწარმეების მიერ საზღვარგარეთელ პარტნიორებთან ერთად ერთობლივ საწარმოებში, გვაძლევს შესაძლებლობას განვსაზღვროთ ინვესტიციების ეფექტიანობის დადგენის საერთო პრინციპები, მაჩვენებლები და მეთოდები.

ჩვენი აზრით, ინევსტიციების ეფექტიანობის გაანგარიშებისას მიზანშეწონილია გამოყენებულ იქნას შემდეგი პრინციპები:

- ეფექტიანობის განვითარება არა გასაშუალებულ წელთან, არამედ გარკვეული დროის ინტერვალთან მიმართებით (კლასიკურ შემთხვევაში დროის ეს ინტერვალი წარმოადგენს პროდუქტის სიცოცხლის ციკლს);

- ჯამური ფულადი ნაკადის (cash flow) გაანგარიშება დროის გარკვეულ ინტერვალში;
- როგორც შედეგების, ასევე დანახარჯების შეფასებისათვის დისკონტირების ტექნიკის გამოყენება;
- მთლიანი მოგებისა და წმინდა მოგების ეფექტიანობის შეფასებებისას აუცილებელია გადასახადის, კრედიტზე პროცენტის, დივიდენდებისა და სხვა გადასახადების აღრიცხვა;
- რისკის და გაურკვევლობის გათვალისწინება ეფექტიანობის გაანგარიშების პროცესში.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში მიზანშეწონილია ჩამოვაყალიბოთ საინვესტიციო აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების მაჩვენებლების გარკვეულად მდგრადი მუდმივი რაოდენობა. ჩვენი აზრით, ეს მაჩვენებლები შეიძლება წარმოვადგინოთ შემდეგი სახით (ცხრ. № 6.3).

ცხრილი № 6.3

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციური აქტივობის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასების მაჩვენებელთა სისტემა

	ინგლისური ვარიანტი		ქართული ვარიანტი
1	Cash Flow (C. F.)		ფულადი საშუალებების მოძრაობა, ფულადი ნაკადი
	Maximum Cash Exposure (M. C. E.)		მაქსიმალური ფულადი რისკი (დანახარჯები)
	Internal Rate Retum (I. R. R.)		მოგების შინა ნორმა (ეფექტიანობა)
	Discounted Payback (D. P.)		გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა
5	Profitability Index (P. I.)		მომგებიანობის კოეფიციენტი (რენტაბელობა)
6	Net Prosent Value (N. P. V.)		წმინდა დაყვანილი ღირებულება

გავნიხილოთ თითოეული მათგანი.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადი. ინვესტიციების შეფასებისას მეტად მნიშვნელოვანია ფინანსური გეგმის შედგენა (draving up budgets), რომელიც, ფაქტობრივ გვიჩვენებს პროექტის რეალიზაციის შედეგს. ნებისმიერი გადაწყვეტილების ხარისხი დამოკიდებულია დანახარჯებისა (outlays) და შემოსავლების (receipts) სწორ შეფასებაზე. ფინანსური გეგმის ან ბიუჯეტის შემუშავებისას ყველაზე სასარგებლო პარამეტერს წარმოადგენს დანახარჯებისა და შემოსავლების შეწონასწორება, რომლებსაც განვიხილავთ „ფულადი ნაკადის" სახით.

„ფულადი საშუალებების ნაკადი" წარმოადგენს ინვესტირების ეფექტიანობის შეფასების საბაზისო მაჩვენებელს (ინგლისურენოვან ქვეყნებში გამოიყენება Cash flow (C. F.) ტერმინის სახით). ამ მაჩვენებლის საფუძველზე ხდება წმინდა დაყვანილი ღირებულების (NPV) მაჩვენებლის გაანგარიშებაც. თუმცა, ხშირ შემთხვევაში, მას დამხმარე მაჩვენებლადაც იყენებენ. მაგრამ ბიუჯეტური მიდგომის თვალსაზრისით „ფულადი ნაკადი" (C. F.) მაინც ერთ-ერთი ყველაზე შედეგიანია.

საინვესტიციო აქტივობის შეფასების მოცემული მაჩვენებელი გულისხმობს, რომ მხოლოდ ის ინვესტიციური პროექტი შეიძლება ჩაითვალოს მისაღებად, რომელიც ზრდის კომპანიის აქტივების საბაზრო ღირებულებას და ეს ღირებულება, თავის მხრივ, დამოკიდებულია დივიდენდების მოცულობაზე, გადასახადების განაწილებაზე დროში და რისკის დონეზე. საბოლოო ჯამში პროექტის ზეგავლენა დივიდენდების რაოდენობაზე განისაზღვრება მომავალი პერიოდის ფულადი საშუალებების ნაკადით, ანუ შემოსავლებისა და დანახარჯების მოსალოდნელი ფულადი ნაკადით.

საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის შეფასების ყველა მეთოდი, რომელიც გამოიყენება განვითარებულ ქვეყნებში, პირობითად შეიძლება დაიყოს ორ ჯგუფად: პირველი, რომელიც ითვალისწინებს და მეორე – არ ითვალისწინებს

დროის ფაქტორს. დროის ფაქტორის გათვალისწინება ეფუძნება დისკონტირების პრაქტიკას. დისკონტირებაში იგულისხმება სხვადასხვა პერიოდის დანახარჯებისა და შემოსავლების დროის ერთ რომელიმე პერიოდზე დაყვანა.

დღეისათვის არსებულ მეთოდიკებს შორის დისკონტირების მეთოდი წარმოადგენს შედარებით ყველაზე პოპულარულს და მისი პრაქტიკაში გამოყენების დონე საკმაოდ მაღალია. დისკონტირების მეთოდის ეკონომიკური აზრის გასაგებად საჭიროა განვიხილოთ რთული პროცენტის გაანგარიშების მეთოდი, ანუ უნდა განვსაზღვროთ, რა მოცულობის ინვესტირების განხორციელებაა საჭირო დღეისათვის, რათა ხვალ დისკონტირების პროცენტის მეშვეობით უფრო მეტი თანხა მივიღოთ. ვთქვათ, ბანკში ვდებთ 100 ლ 1 წლის ვადით 10%-იანი საპროცენტო განაკვეთით. წლის ბოლოს მივიღებთ 100x1.10 = 110 ლ. აქედან გამომდინარე, ვუდარებთ რა 100 ლარს მიღებულ დღეს და 100 ლ მიღებულს ერთი წლის შემდეგ, მივდივართ დასკვნამდე, რომ დღევანდელი 100 ლ ღირს უფრო მეტი, რადგან არსებობს ერთი წლის შემდეგ 110 ლ-ის მიღების შესაძლებლობა. გაანგარიშებას, რომელიც ჩვენ ვაწარმოეთ ფულის მომავალი ღირებულების განსაზღვრისათვის (ანუ 110 ლ), ეწოდება ნაზარდი რთული საპროცენტო განაკვეთი.

ფულის ღირებულების გაანგარიშების შებრუნებულ პროცესს ეწოდება დისკონტირება. დისკონტირების მეშვეობით ჩვენ შეგვიძლია ვიპოვოთ იმ ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულება, რომლის მიღებაც შესაძლებელია მომავალში. განვაზოგადებთ რა რთული საპროცენტო განაკვეთისა და დისკონტირების გაანგარიშების ფორმულებს, მივიღებთ:

$$FV = PV \cdot (1+r)^0 \qquad (13)$$

$$PV = FV / (1+r)^n \qquad (14)$$

სადაც:

FV – ფულადი საშუალებების მომავალი ღირებულება;

PV – ფულადი საშუალებების მიმდინარე ღირებულება;

n – წლების რაოდენობა, რომლის განმავლობაშიც ხდება ზრდა;

r – მოგების საჭირო ნორმა (ან საპროცენტო განაკვეთის მოცულობა).

თუ ფულადი საშუალებების ნაკადი ყოველ წელს ერთმანეთის ტოლია $F_1V_1 = F_2V_2 = F_3V_3 = F_nV_n$, მაშინ მუდმივ და თანაბარზომიერ ფულად ნაკადებს ეწოდება ანუიტეტი (ანუ რენტა). ანუიტეტის დისკონტირებული ღირებულება გაიანგარიშება შემდეგი ფორმულით:

$$PV = \frac{FV\{1-(1+r)^{-n}\}}{r} \qquad (15)$$

ვადარებთ რა ერთმანეთს დროის სხვადასხვა პერიოდში ფულად ნაკადებს, ცხადი ხდება, რომ არსებობს დანახარჯები, რომლებიც დროის გარკვეულ პერიოდში ფულადი მასის გამოუყენებლობასთან არის დაკავშირებული. ლარი, რომელიც მიღებულია დღეს, ღირს გაცილებით მეტი, ვიდრე ლარი რომელიც მიღებული იქნება ხვალ.

მაქსიმალური ფულადი რისკი(დანახარჯები). არსებობს ფულის ღირებულების დროში ცვლილების რამდენიმე მიზეზი, რომლებიც ერთ მთლიანობაში „ალტერნატიულ დანახარჯებს" წარმოადგენს, ე. ი. თუ დღეისათვის არის მიღებული ლარი, მაშინ არსებობს იმის შესაძლებლობა, რომ მომავალში მიღებულ იქნეს შემოსავალი თითოეული დღეს მიღებული ლარისაგან. ეს შესაძლებლობა დაკარგულია, თუ ვერ განხორციელდა ლარის მიღება დროის გარკვეულ მომენტამდე მომავალში. არსებობს ამ ეფექტის ხელის შემწყობი რამდენიმე მიზეზი, რომელთაგან მთავარია:

- დღეს მიღებული ფულადი ნაკადის ხარჯზე მომავალში მიღებულ იქნეს შემოსავალი;

- ფულის მსყიდველობითი უნარი დროის განმავლობაში მცირდება ინფლაციის გამო;
- ბუნებრივია ადამიანის სურვილი, რომ ფული მოიხმაროს დღეს და არა მომავალში.

ამიტომ ის, ვინც უარს ამბობს დღეს ლარის გამოყენებაზე, იმ მიზნით, რათა მომავალში მიეღო შემოსავალი საჭიროებს კომპენსაციას. ეს, როგორც წესი, ჩანს საპროცენტო განაკვეთის მაგალითზე. საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება იმ დონეზე, რომელიც საშუალებას აძლევს ინვესტორს (კრედიტორს) არა მარტო ინფლაციისა და რისკის კომპენსირება მოახდინოს, არამედ მიიღოს დროის გარკვეულ მონაკვეთში ფულადი ნაკადის გამოუყენებლობის შედეგად მოგება. რა თქმა უნდა საპროცენტო განაკვეთის დონეები განსხვავდება ერთმანეთისაგან გაწეული რისკის ხარისხისაგან გამომდინარე. ნებისმიერი საპროცენტო განაკვეთი (ანუ „ფულის ალტერნატიული ღირებულება") მოიცავს შემდეგ სამ ძირითად კომპონენტს:

1. ინფლაციას (გარანტია, რომ ფულის ნაკადის რეალური მსყიდველობითი უნარი არ იცვლება დროში);
2. „ურისკო შემოსავალს" ანუ შემოსავალს, რომელსაც ღებულობს ინვესტორი თავისი ფულადი საშუალებების გამოყენების შედეგად, იგულისხმება, რომ მისი დაბანდებები აბსოლუტურად საიმედოა (სახელმწიფო ობლიგაციები ხშირად გამოიყენება „რისკის გარეშე შემოსავლების" ინდიკატორების სახით);
3. გაწეული რისკის შედეგად მიღებული პრემია (საარისკო პრემია) უზრუნველყოფს ნებისმიერი რისკისათვის დამატებით კომპენსაციას.

ამგვარად, „ფულადი ნაკადის" მაჩვენებელი სანალიზო პერიოდის (t) ნებისმიერ დროს გაიანგარიშება შემდეგი სახით:

$$CF_t = P_t - K_t - U_t \qquad (16)$$

სადაც,

P_t – შედეგი t წელს;

K_t – კაპიტალური დაბანდებები t წელს;

U_t – ყველა მიმდინარე ხარჯები t წელს (რენოვაციის, ამორტიზაციის გარდა), გადასახადების ჩათვლით, აუცილებელია.

ცნობილია, რომ განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყანაში ეფექტიანობის გაანგარიშებისას პრაქტიკულად ყოველთვის გამოიყენება დისკონტირების ტექნიკა. მაშინ ფულადი ნაკადის დისკონტირების გაანგარიშების ფორმულა მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$CF_t^D = (P_t - K_t - U_t)\alpha_t = (P_t - K_t - U_t)(1+E)^{tp-1} \qquad (17)$$

სადაც: α_t - დისკონტის კოეფიციენტია;

E – დისკონტის ნორმატივია;

tp – საანალიზო წელია.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში დისკონტირების ნორმატივის რიცხობრივ მნიშვნელობას ირჩევს თვით მსარგებელი (შემკვეთი). მოცემული ნორმატივის სიდიდე საზღვარგარეთელი ეკონომისტების შრომებში მერყეობს 0.10-დან 0.25-მდე ინტერვალში.

ნორმატივის ინტერვალს 0.03-დან 0.08-მდე გვთავაზობს ა. ბეზელუკი. ეს ნორმატივი მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის დაძვრებისკენ მიმართული ღონისძიებების ეფექტიანობის კომპლექსური შეფასების მეთოდურ რეკომენდაციებშიც არის ასახული. ამრიგად, დისკონტირების ნორმატივის სიდიდის დადგენა წარმოადგენს ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების მეტად რთულ პრობლემას.

ამერიკელ ეკონომისტებს დ. გრეისონსა და კ. ო'დელის ნაშრომში წარმოდგენილია ეფექტიანობისა და დისკონტირების ნორმატივების შერჩევის ზეგავლენა შემოსავლებისა და

დანახარჯების ეფექტიანობის შეფასებაზე. კერძოდ, ისინი აღნიშნავენ, რომ მრავალი ამერიკული კომპანია იზღვევს თავს მოულოდნელი შემთხვევებისაგან, „ამიტომ ადგენენ კაპიტალდაბანდებების ეფექტიანობის ამაღლებულ ნორმატივს – 15-20%-ის დონეზე". ამ შემთხვევაში მომავალი შედეგების (შემოსავლების) დისკონტირება იძლევა შესაძლებლობას განვსაზღვროთ ინვესტიციების დღევანდელი ფასეულობა, რაც არ ამცირებს იმ მოგებას, რომელიც შეიძლებოდა მიგვეღო მათგან მომავალში. „ხელმძღვანელები, ჩვეულებრივ, ძალიან კარგად წარმოიდგენენ კაპდაბანდებების რისკს ახალ ტექნოლოგიაზე, მაგრამ ძალიან სუსტად არიან ინფორმირებული რისკზე, რომელიც შესაძლებელია იქნეს მიღებული ინვესტიციაზე უარის თქმით". როგორც მოცემული ლოგიკის შებრუნებული მაგალითი ჯ. გრეისონსა და კ. ო'დელის მოჰყავთ ფირმა „დენბრედლის" ხელმძღვანელების გადაწყვეტილება, რომლებმაც ფართოდ გამოყენებული ნორმატივებისა და მეთოდების საშუალებით თავიდან ვერ დაასაბუთეს ინვესტიციების ეფექტიანობა ავტომატიზებულ ამწყობ ხაზზე, მაგრამ შემდეგ, როდესაც უარი თქვეს ტრადიციულ ნორმატივებზე, შეძლეს რეალურად განესაზღვრათ მოგება სტრატეგიულ გეგმაში". ამავე დროს უნდა აღვნიშნოთ, რომ მოცემული ნაშრომის ავტორები არ ანსხვავებენ ერთმანეთისაგან კაპიტალდაბანდებების ეფექტიანობისა და დისკონტირების ნორმატივებს.

ერთი და იგივე ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობის შეფასებისას, შესასწავლი დროის ინტერვალის სხვადასხვა მომენტში, შეიძლება გამოვიყენოთ დისკონტირების ნორმატივის სხვადასხვა მნიშვნელობა.

ვაკავშირებთ რა დისკონტირების ნორმატივის სიდიდეს რისკის სიდიდესთან, შეიძლება დაშვებულ იქნეს შეცდომა, რამდენადაც დისკონტირების გაანგარიშების მათემატიკური წესი გამომდინარეობს რისკის განაწილების წინადადებიდან დროში, მაგრამ რეალურ პრაქტიკაში რისკის დინამიკა შეიძლება არ შეესაბამებოდეს ამ დებულებას. მაგალითად, რისკი

შეიძლება დიდი იყოს პირველ წლებში, ხოლო შემდეგ კი შემცირდეს. ამ შემთხვევაში შეიძლება პირველ წლებში გამოვიყენოთ უფრო დიდი, ხოლო შემდეგ კი ეფექტიანობის ნორმატივის (დისკონტირების) შედარებით დაბალი სიდიდე.

დისკონტირების პრობლემა, რომელიც დაკავშირებულია წმინდა გარეგან ფაქტორთან და გვხვდება საბაზრო ეკონომიკაში, არის ინფლაცია. ინფლაცია უარყოფით ზეგავლენას ახდენს ეკონომიკურ პროცესებზე და ამახინჯებს ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების შედეგებს. ზოგადად რომ ვთქვათ, ამ შემთხვევაში ჩვენ ვცდილობთ შევაფასოთ ეფექტიანობა დისკონტირების მეთოდებით, ხოლო დესტრუქციული გარეგანი ფაქტორები (ინფლაცია) კი რეალური შეფასებისა და ორიენტირების გამოკვეთის შესაძლებლობას არ იძლევა. ინფლაციის ნეგატიური ზეგავლენა მის მცირეოდენ გამოვლინებაშიც კი ჩანს იმ პირობიდან, რომ გადაწყვეტილების მიმღებ პირთა ქმედებაში ჩნდება სურვილი აამაღლონ დისკონტირების ნორმატივი, რაც უკვე თავისთავად იწვევს ნეგატიურ შედეგებს. ინფლაციის მაღალი ტემპის (ჰიპერინფლაციის) შემთხვევაში კი, არა მარტო დისკონტირებას, არამედ ნებისმიერ სხვა მეთოდებსა და თვით ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასებას შესაძლებელია მნიშვნელობა არც გააჩნდეთ.

არსებობს აგრეთვე გაურკვევლობა საანგარიშო წლის არჩევანშიც. აქ იგულისხმება დროის ის მომენტი, როდესაც იწყება და ხორციელდება ინვესტიციური პროცესი. მაგალითისათვის საანგარიშო წლად შეიძლება ჩაითვალოს ნებისმიერი ყველაზე ადრეული კალენდარული წელი ინვესტიციათა განსხვავებული ვარიანტებისათვის, რომელიც წინ უძღვის პროდუქციის წარმოებას, ან ახალი ტექნოლოგიის გამოყენებას.

ვარიანტის შერჩევისას ეს რეკომენდაციები გამოსადეგია იმ შემთხვევაში, თუ პირი, რომელიც ღებულობს გადაწყვეტილებას, მიზნად ისახავს დაადგინოს ინვესტიციათა ეფექტიანობა ფულადი ნაკადების აბსოლუტური სიდიდის სახით (Cash

flow) და ადგენს, თუ როგორ იზრდება ან მცირდება საწარმოს აქტივები ინვესტიციების შედეგად. ამ შემთხვევაში მოცემულ საანგარიშო წლად აიღება პროექტის რეალიზაციის საწყისი წელი, ანუ დროის ის მომენტი, როდესაც ხდება დაფინანსების შესახებ გადაწყვეტილების მიღება.

წმინდა დაყვანილი ღირებულება. ფულის დროითი ღირებულების კონცეფცია გვაძლევს შესაძლებლობას სწორად შევუდაროთ ერთმანეთს ფულადი ნაკადები, რომლებიც წარმოიქმნება დროის სხვადასხვა პერიოდში. ფულადი ნაკადის დისკონტირება ფაქტობრივ წარმოადგენს ფინანსური ანალიზის ყველა „რთული" მეთოდის ქვაკუთხედს. ამ მეთოდებიდან უნდა გამოვყოთ, აგრეთვე, „მინდა დაყვანილი ღირებულება".

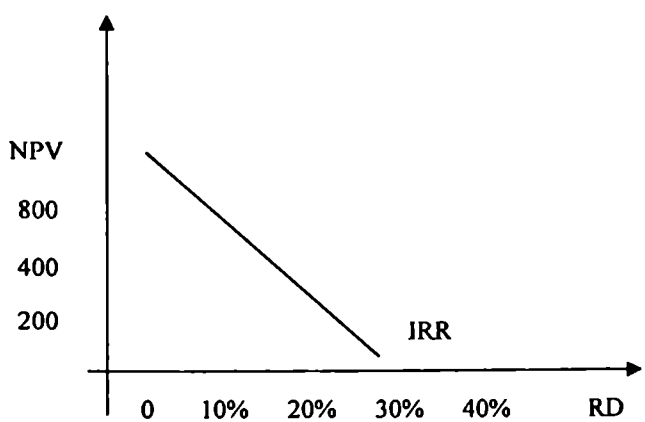
ინგლისურენოვან ქვეყნებში ფულად ნაკადს (Cash flow), დაყვანილს ფაქტობრივი დროის საწყისი წლისათვის, ეწოდება „ New present value", რაც ითარგმნება, როგორც „წმინდა დაყვანილი ღირებულება" (NPV). მაშასადამე, წმინდა დაყვანილი ღირებულება (NPV) ეს დისკონტირებული ფულადი ნაკადია (CFD).

წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებელი იძლევა შესაძლებლობას შევუდაროთ კაპიტალდაბანდებების განხორციელების შედეგად მომავალში მიღებულ შემოსავლებს მიმდინარე ღირებულება. დღეისათვის საჭიროა დანახარჯების, ანუ ინვესტირების შედეგად მომავალში მიღებული ყველა შემოსავლების დისკონტირება ხდება დროის არსებული მომენტისათვის და ვუდარებთ მას დანახარჯებს, გაწეულს მთლიანად ინვესტიციურ პროცესზე. აქედან გამომდინარე, წმინდა დაყვანილი ღირებულება – ესაა სხვაობა მოგების მიმდინარე ღირებულებასა და ინვესტიციების დანახარჯებს შორის.

„წმინდა დაყვანილი ღირებულების" (NPV) მეთოდში გადაწყვეტილების მიღრების კრიტერიუმები საერთოა ყველა სახის ინვესტიციებისათვის. თუ წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებელი დადებითია (ე. ი. მეტია 0-ზე), ინვესტიციური პროექტი მისაღებია (და პირით). დადებითი (NPV) ნიშნავს, რომ

შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება აღემატება დანახარჯების მიმდინარე ღირებულებას, შესაბამისად მოსალოდნელია ინვესტორთა კეთილდღეობის ამაღლება, რაც წარმოადგენს მათ ძირითად მიზანს. ამავდროულად იბადება კითხვა, მისაღებია თუ არა ის ინვესტიციური პროექტი, სადაც NPV=0. ნულოვანი ზრდა, რა თქმა უნდა, მეტად მცირეა. ამავე დროს უნდა აღვნიშნოთ, რომ თუ NPV ნულის ტოლია, მაშინ დისკონტირების განაკვეთი ემთხვევა მოგების შინა ნორმას (IRR).

თუ გრაფიკულად გამოვხატავთ წმინდა დაყვანილი ღირებულებისა და დისკონტის კოეფიციენტის (RD) დამოკიდებულებას, დავინახავთ, რომ მრუდი გადაკვეთს აბცისთა ღერძს გარკვეულ წერტილში, სადაც NPV უტოლდება ნულს და RD-ს მნიშვნელობა ემთხვევა „მოგების შინა ნორმას" (IRR).



ნახ.6.1. წმინდა დაყვანილი ღირებულების დამოკიდებულება დისკონტის კოეფიციენტზე.

ყურადღების გარეშე არ უნდა დარჩეს ის გარემოებაც, რომ NPV-ს მზარდი მნიშვნელობა ჯერ კიდევ არ ნიშნავს კაპიტალდაბანდების ყველაზე ეფექტიანი ვარიანტის მიღებას,

რადგანაც ამ შემთხვევაში გადაწყვეტილების მიღება დამოკიდებულია ინვესტორისათვის საჭირო დისკონტირების განაკვეთზე.

წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებლის გამოყენებისას საჭიროა წინასწარ გაანგარიშებულ იქნას დისკონტირების განაკვეთი, ამ მაჩვენებლის საპროგნოზო სიდიდე განისაზღვრება საექსპერტო შეფასების მეთოდის გამოყენებით. და, აქედან გამომდინარე, შეიცავს სუბიქტურ ელემენტს. ამ წინააღმდეგობიდან გამომდინარე, საკმაოდ ფართო გამოყენება ჰპოვა პრაქტიკაში მოგების შინა ნორმის გამოყენებამ (IRR), რომელშიც სუბიექტური შეფასების ფაქტორი დაყვანილია მინიმუმამდე.

წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებლის გამოყენება მოითხოვს შემდეგი აუცილებელი ინფორმაციის ანალიზს:

- საინვესტიციო საქმიანობაზე გასაწევი დანახარჯების მოცულობა;
- ფულადი ნაკადის სიდიდე მომავალში;
- ინვესტიციების მოსალოდნელი სასიცოცხლო ციკლი;
- მოგების აუცილებელი ნორმა.

არსებობს ხანგრძლივპერიოდიანი ინვესტიციების რისკის შეფასების საკმაოდ რთული მეთოდებიც. მაგალითად, შესაძლო შედეგების განსაზღვრის, მოდელირების, მგრძნობიარობის ანალიზის მეთოდები და თამაშთა თეორია.

შესაძლო შედეგების განსაზღვრის მეთოდი მოითხოვს, ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღებისას წინასწარ გაანალიზებულ იქნას ინვესტიციური პროექტის შესაძლო შედეგები და შეფასებულ იქნას თითოეული შესაძლო ვარიანტის დაწყების ალბათობა.

იმ შემთხვევაში, როცა სხვადასხვა ინვესტიციური პროექტის წმინდა დაყვანილი ღირებულება ერთნაირია, უპირატესობა ინვესტორის მიერ შესაძლო შედეგების განსაზღვრის მე-

თოდზე დაყრდნობით ენიჭება იმ პროექტს, რომლის რისკის დონეც უფრო დაბალია.

მოდელირება – ფაქტობრივად შესაძლო შედეგების ექსპერტული შეფასების მეთოდის გაგრძელებას წარმოადგენს. იმ განსხვავებით, რომ პირველი მეთოდი გულისხმობს მხოლოდ ერთი მაჩვენებლის – წმინდა დაყვანილი ღირებულების შეფასებას, მაშინ, როდესაც პრაქტიკაში მაჩვენებლების გაცილებით დიდი რაოდენობა განსაზღვრავს ინვესტიციური აქტივობის წარმატებას. მათ შორის შეიძლება იყო პროექტის განხორციელების ღირებულება, კაპიტალდაბანდების წლიური შემოსავალი, მოგების ნორმა, ინვესტიციური პროექტის სასიცოცხლო ციკლი, მისი სალიკვიდაციო ღირებულება.

მოდელირების პროცესით მიღებული გადაწყვეტილების წარმატება მთლიანად დამოკიდებულია იმ პირზე, რომელიც უშუალოდ ახორციელებს ინვესტიციურ საქმიანობას და ღებულობს გადაწყვეტილებას.

მგრძნობიარობის ანალიზის მეთოდი ძლიერ ჰგავს მოდელირების მეთოდს, მაგრამ შედარებით მარტივია და ზედაპირული. მოცემული მიდგომის გამოყენებისას განისაზღვრება ის ფაქტორები, რომლებიც ყველაზე მეტად ზემოქმედებენ კაპიტალდაბანდების საბოლოო შედეგებზე. ამის მიღწევა შესაძლებელია მთავარი ცვლადი სიდიდის ვარირებით და პროექტის წმინდა დაყვანილი ღირებულების გადაანგარიშებით.

მოცემული მეთოდის ორმაგი ფასეულობა მდგომარეობს შემდეგში:

1. ის იძლევა შესაძლებლობას, გამოიყოს ის ცვლადები, რომლებიც ზემოქმედებს ინვესტიციურ პროექტზე;
2. გამოიყოს ის ინევსტიციური პროექტები, რომლებიც ხასიათდებიან რისკის მაღალი დონით და, შესაბამისად, მათი გაანგარიშება ხდება „მოსალოდნელი“ NPV-ით.

თამაშთა თეორიის გამოყენება სასარგებლოა იქ, სა-

დაც რთული ან შეუძლებელია მოვახდინოთ ამა თუ იმ მოვლენის პროგნოზირება. თამაშთა თეორია – ეს კონსერვატიული მიდგომაა, რომელიც მიმართულია დანახარჯების მინიმალიზაციისაკენ არასწორი ინვესტიციური გადაწყვეტილებების პირობებში. მიუხედავად იმისა, რომ მოცემული მეთოდი არ განსაზღვრავს საუკეთესო საინვესტიციო გადაწყვეტილებას, ის გვთავაზობს მეტად სარისკო ვარიანტების გამორიცხვის გზებს.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციათა ეფექტიანობის უმნიშვნელოვანეს შეფარდებით მაჩვენებელს წარმოადგენს „გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა". მოცემული მაჩვენებელი წარმოადგენს ინვესტიციების გამოსყიდვის ვადის მოდიფიკაციას და გააჩნია უპირატესობა გამოსყიდვის ვადის გაანგარიშებასთან შედარებით. ეს ვლინდება ფულის ღირებულების დროის ასპექტის გათვალისწინებაში. ამიტომაც მიჩნეულია „გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის" გამოყენება – ინვესტიციური პროექტების საუკეთესო თეორიულ დასაბუთებად. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინვესტიციათა ეფექტიანობის შეფასება მოცემული მაჩვენებლით მცირე ბიზნესის მენეჯერებისათვის; რომლებიც სიმარტივის გამო სამწუხაროდ კვლავ ინვესტიციების გამოსყიდვის ვადის მაჩვენებელს ანიჭებენ პრიორიტეტს.

გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა. გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის მაჩვენებელი იძლევა ყოველწლიური წმინდა ფულადი შემოსავლების დისკონტირების შესაძლებლობას შესაფერისი საანგარიშო განაკვეთის მიხედვით და განსაზღვრავს, დროის რა ინტერვალია საკმარისი მოცემული დისკონტირებული ფულადი ნაკადისათვის, რათა გამოსყიდულ იქნას ინვესტირების პირველდაწყებითი ხარჯები.

მოცემული მაჩვენებლის უპირატესობა ტრადიციულ გამოსყიდვის ვადასთან შედარებით მდგომარეობს იმაში, რომ ის იძლევა მოცემული პროექტის სარგებლიანობის მკაცრად განსაზღვრულ კრიტერიუმებს. ამ მაჩვენებლით პროექტი მისა-

ღებია, თუ ის გამოისყიდის თავის თავს სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში.

გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის (Dp) მაჩვენებელს, ისევე, როგორც გამოსყიდვის ვადის (PP) მაჩვენებელს, გააჩნია ერთი საერთო ნაკლოვანება:

დღეისათვის მცირე ბიზნესში გამოსყიდვის ვადის მაჩვენებელი წარმოადგენს ფინანსური ანალიზის ერთადერთ მაჩვენებელს, მისი შეცვლა გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის მაჩვენებლით შეიძლება ჩაითვალოს მნიშვნელოვან წინგადადგმულ ნაბიჯად საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის დადგენაში.

მოგების შინა ნორმა(ეფექტიანობა). მეცნიერული თვალსაზრისით, პრაქტიკული მიზნებისათვისაც საბაზრო ეკონომიკის პირობებში დიდი მნიშვნელობა ენიჭება „Rate Return"-ს (IRR), რაც შეიძლება ვთარგმნოთ, როგორც „ეფექტიანობის შინა ნორმა". „ეფექტიანობის შინა ნორმა" განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$\sum_{t_H}^{t_k} (p_t - u_t - l_t)(1+e)^{t_{n-t}} = 0$$

სადაც:

t_H - დროის ინტერვალის საწყისი წელი;

t_k - დროის ინტერვალის საბოლოო წელი.

„ეფექტიანობის შინა ნორმა" წარმოადგენს რთულ და ამავე დროს ძალიან საინტერესო და ღრმა შინაარსიან მაჩვენებელს.

„მოგების შინა ნორმის" (IRR) მაჩვენებელი ემყარება განსაზღვრულ სააღრიცხვო განაკვეთს, რომლის დროსაც პროექტის წმინდა დაყვანილი ღირებულება (NPV) ტოლი იქნება 0-ისა. ანუ IRR – პროექტის განხორციელების შედეგად მიღებული მოგების ის ნორმა, რომელიც მიიღება მომავალი შე-

მოსავლების მიმდინარე ღირებულების და პირველდაწყებითი დანახარჯების ტოლობის შემთხვევაში. მოცემული მაჩვენებლის პრაქტიკაში გამოყენება მოითხოვს როგორც მარტივი, ასევე რთული პროცენტების გამოყენებას. ამიტომ ხშირ შემთხვევაში პროექტის ეფექტიანობის შინა ნორმის გაანგარიშებისას აუცილებელია რთული გამოთვლები, რაც დღეისათვის გამარტივებულია კომპიუტერული ტექნიკის გამოყენების გამო. არსებობს ბუღალტრული პროგრამები, რომლებიც საშუალებას იძლევა ავტომატურად იქნეს გაანგარიშებული ფულადი ნაკადების ეფექტიანობის შინა ნორმა.

ეფექტიანობის შინა ნორმის მაჩვენებელი იყენებს ფულადი ნაკადის იგივე ინფორმაციას, რასაც NPV-ს მაჩვენებელი და წარმოადგენს საინვესტიციო აქტივობის შემოსავლის პროცენტულ გამოხატულებას. გადაწყვეტილების მიღების მთავარი კრიტერიუმია ეფექტიანობის შინა ნორმის გაცილებით უფრო მაღალი მაჩვენებელი მოგების აუცილებელ ნორმაზე.

მიუხედავად მოცემული მაჩვენებლის მთელი რიგი დადებითი მხარეებისა, არსებობს გარკვეული წინააღმდეგობაც პრაქტიკაში გამოყენების თვალსაზრისით, რაც დაკავშირებულია მისი გაანგარიშების მექანიზმთან. კერძოდ, ამ მაჩვენებლის გამოყენება გულისხმობს, რომ NPV = 0, მაგრამ ხშირად ვაწყდებით სიტუაციებს, როცა ფულადი ნაკადები არ იძლევა IRR-ის გაანგარიშების საფუძველს ან მათ რამდენიმე მნიშვნელობა გააჩნიათ. ამ შემთხვევაში გადაწყვეტილების მიღება მოგების შინა ნორმის მაჩვენებელზე დაყრდნობით რთულია და არ იძლევა კაპიტადლდაბანდების სწორი ანალიზის შესაძლებლობას. აგრეთვე, არაა მიზანშეწონილი მოცემული მაჩვენებლის გამოყენება ურთიერთგამომრიცხავი პროექტების შერჩევისას. ასეთ შემთხვევებს აქვს ადგილი, როცა პროექტის შეფასება მოცემული მაჩვენებლით არ ემთხვევა წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებლის ანალიზს, მაგრამ აქ პრობლემის გადაჭრა შესაძლებელია IRR მაჩვენებლის მოდიფიცირებით. ამისათვის უნდა

განვიხილოთ არა ფულადი ნაკადი ცალ-ცალკე ვარიანტების მიხედვით, არამედ გავიანგარიშოთ ფულადი ნაკადების მოგების შინა ნორმათა სხვაობა. თუ მოცემულ შემთხვევაში მოგების შინა ნორმა მეტია მოგების აუცილებელ ნორმაზე, მისაღებია ის პროექტი, რომლის IRR იქნება ნაკლები. ცხადია, ეს ძალიან რთული პროცედურაა და მოითხოვს საკმაოდ რთულ გაანგარიშებებს ამ შემთხვევაში სავსებით შესაძლებელია, რომ შეფასების სხვა უფრო მარტივ მეთოდებს მივმართოთ.

მომგებიანობის კოეფიციენტი(რენტაბელობა). კიდევ ერთი მაჩვენებელი „Profitability Index" (PI) – მომგებიანობის კოეფიციენტი (რენტაბელობის ინდექსი), რომელიც სარგებლობს დისკონტირებული ფულადი ნაკადის იგივე ინფორმაციით, რაც NPV-ს მაჩვენებელი. თუ წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაჩვენებელი ეყრდნობა პირველდაწყებით დანახარჯებსა და მომავალი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულებას შორის სხვაობას, მომგებიანობის კოეფიციენტი განსაზღვრავს წმინდა დაყვანილი ღირებულებისა და ჯამურ კაპიტალდაბანდებებს შორის შეფარდებას. მას გაიანგარიშებენ შემდეგი სახით:

$$PI = \frac{\sum NPV}{\sum K_t} \qquad (19)$$

სადაც:

$\sum NPV$ – წმინდა დაყვანილი ღირებულებაა;

$\sum K_t$ — ჯამური კაპიტალდაბანდებები ფაქტობრივი დროის მიხედვით.

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია PI მეთოდი რეალური ინვესტიციებისათვის, რომლებიც რამდენიმე წელიწადი გრძელდება.

ტერმინი „Profitability" შეგვიძლია გადავთარგმნოთ, როგორც მომგებიანობა, შემოსავლიანობა, რენტაბელობა, მაგ-

რამ რადგანაც PI-ის გასანგარიშებელ ფორმულაში არ ფიგურირებს არც მოგება და არც შემოსავალი, უფრო მიზანშეწონილია პრაქტიკაში გამოვიყენოთ „რენტაბელობის ინდექსი".

მოცემული მაჩვენებლის გამოყენებისას თუ PI-ის მნიშვნელობა გაუტოლდა ერთს, მაშინ საინვესტიციო პროექტის მომავალი შემოსავლები ტოლი იქნება დაბანდებული საშუალებებისა, თუ მოგებას ვერ მივიღებთ. ეს კი იგივეა, როცა NPV = 0. ხოლო, თუ PI > I, ეს ნიშნავს, რომ პროექტი მომგებიანია და მისაღები თუ PI > I – პროექტის მიღება შეუძლებელია.

„რენტაბელობის ინდექსის" მაჩვენებლის გამოყენება სასარგებლოა, როცა მიმდინარე ორგანიზაციული დანახარჯები ინვესტიციურ დანახარჯებთან შედარებით მაღალია. ასევე იმ პროექტების შეფასებისას, სადაც შემოსავლების მიღება პროექტის სასიცოცხლო პერიოდის საკმაოდ ადრეულ პერიოდში ხორციელდება. ამ შემთხვევაში PI მაჩვენებლის გამოყენება არამიზანშეწონილია, რადგან შესაძლებელია პროექტის სარგებლიანობის დონე ზედმეტად იქნეს ამაღლებული.

ამდენად, ჩვენს მიერ გაანალიზებულია ის ძირითადი მაჩვენებლები, რომელთა საფუძველზე მსოფლიო პრაქტიკაში ხორციელდება ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასება. ზემოთ განხილული მაჩვენებლები გარკვეული შინაარსობრივი და ეკონომიკური დატვირთვის მატარებელია, ხოლო კომპლექსში იძლევიან შესაძლებლობას, სრულად იქნეს შეფასებული მთელი ინვესტიციური პროექტი, რაც თითოეული მაჩვენებლის ცალ-ცალკე გამოყენებით არ მიიღწევა.

პრაქტიკაში მოცემული მაჩვენებლების ერთობლიობის გამოყენება ემყარება გარკვეულ ლოგიკას, რომლის გამოყენება თავიდან აგვაცილებს ინვესტიციათა ეფექტიანობის შეფასების მაჩვენებელთა არაკორექტულ და არასწორ გამოყენებას. ეფექტიანობის კრიტერიუმების დადგენა იძლევა შესაძლებლობას გათვალისწინებულ იქნეს სუბიექტური ფაქტორები ობიექტური ინვესტიციური გადაწყვეტილების მისაღებად.

ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღება როგორც სოციალური მოვლენა

ინვესტიციური პროცესების მოდელი ეფუძნება ეკონომიკურად რაციონალურ მიზნებსა და პიროვნულ გადაწყვეტილებებს, რაც განსაზღვრავს ინვესტირების თეორიისა და პრაქტიკის შემდგომ განვითარებასაც. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, „ინვესტირების“, როგორც კატეგორიის განსაკუთრებულობა კი უკავშირდება იმას, რომ თვით ინვესტიციები, ასევე პროდუქცია და შემოსავალი, რეალიზდება მხოლოდ გარკვეულ გრძელვადიან ინტერვალში.

ამასთან, უნდა აღინიშნოის, რომ საინვესტიციო აქტივობის ეფექტიანობის განსაზღვრის ლოგიკიდან გამომდინარე არსებობს საკმაოდ მკვეთრი ზღვარი თეორიასა და პრაქტიკას შორის. გარკვეული რაოდენობის ფირმები ინვესტიციური პროცესების ანალიზისას იყენებენ საკმაოდ მარტივ, პრიმიტიულ მიდგომებს, და ნაკლებ ყურადღებას უთმობენ ამ სფეროში ახალი იდეების ძიებასა და საინვესტიციო პროცესის შემდგომი პერიოდის კონტროლს.

ბევრი მეცნიერი ცდილობდა გაეცა პასუხი კითხვისათვის, თუ რატომ არსებობს ასეთი მკვეთრი გარღვევა თეორიასა და პრაქტიკას შორის. ნუთუ უცნობია ის თეორიული მიდგომა, რომელიც დაგროვილია საინვესტიციო აქტივობის ფინანსური ანალიზის ახალ მეთოდებთან დაკავშირებით. რა თქმა უნდა ეს ასე არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტიციური პროცესების შესახებ მეცნიერული შეხედულებანი დინამიკურად იცვლება, თეორიულად ჯერ კიდევ ვერ შეიქმნა ის მოდელი, რომელიც ადეკვატურად ასახავს პრაქტიკას.

ამ საკითხთან დაკავშირებით საჭიროა განვიხილოთ ერთი მეტად მნიშვნელოვანი ასპექტი, რომელიც უდაოდ დაკავშირებულია თეორიისა და პრაქტიკის შეუთავსებლობასთან. ხშირად უგულებელყოფილი რჩება ის, რომ გადაწყვეტილების მიღება ეს უპირველეს ყოვლისა, ადამიანის ქმედებაა და არა

ობიექტური მექანიკური პროცესი. და სწორედ ეს ფაქტია დარჩენილი ყურადღების გარეშე ტრადიციულ ინვესტიციურ თეორიაში.

ინვესტიციური გადაწყვეტილებების მიღებაზე მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ადამიანის მოქმედების მოტივაციის ფაქტორები, რაც ინვესტიციური პროცესების ნათელი წარმოსახვისათვის აუცილებელია მივიღოთ მხედველობაში. ამისათვის მიზანშეწონილია დაზუსტეს გამოკვლევის ტერმინოლოგიური აპარატი, ცნებები „რაციონალურობა" და „მიზანშეწონილობა". სწორედ ამ კონცეფციაზე არის დაფუძნებული ინვესტიციების ეკონომიკური თეორია. მიზანშეწონილობის ვიწრო გაგებამ შეიძლება მიგვიყვანოს ინვესტიციური პროცესების არასწორ შემეცნებასთან.

უდაოა, აგრეთვე რომ ფინანსური ანალიზის შედეგები შეიძლება გამოვიყენოთ იმის მიხედვით, თუ რა მიზანი არის დასახული. ფინანსური ინფორმაციის არაერთგვაროვან გაგებას შეუძლია გამოიწვიოს ინვესტიციური გადაწყვეტილებების პრაქტიკაში განხორციელება. საბოლოო მიზანი კი მდგომარეობს გადაწყვეტილებების მიღებაში, პროცესის ფართოდ გაგებაში და ფინანსური ანალიზის როლის წარმოჩენაში ინვესტიციური პროცესების შეფასებისას.

საინვესტიციო საქმიანობა უკავშირდება გადაწყვეტილების მიღებას. ამავე დროს, როგორც წესი, იგულისხმება, რომ გადაწყვეტილებების მიღებისას ადამიანები მოქმედებენ „რაციონალურად", მაგრამ რას ნიშნავს ეს? ამ კითხვაზე პასუხის გაცემა აუცილებელია თეორიასა და პრაქტიკას შორის არსებული ზღვარის გასარკვევად და შემდგომ გადასალახავად. ყველა მეთოდიკა, რომლებიც შემუშავებულია თეორიის სფეროში, ემსახურება რაციონალური ინვესტიციური შედეგების მიღებას, რაც გულისხმობს სწორედ კონკრეტული საკითხის „რაციონალურად" გადაწყვეტას. მაგრამ, თუ ადამიანს, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას, განსხვავებული შეხედულება გააჩნია მიზანშეწონილობაზე, ვიდრე ეს ამა თუ იმ

მეთოდიკაშია გათვალისწინებული, წარმოიქმნება შეუსაბამობა. ჩვენ კი არ შეგვიძლია პრაქტიკაში მივიღოთ ის მეთოდები, რომლებსაც არ შეუძლიათ გამოხატონ იმ ადამიანთა მოტივაციის „მიზანშეწონილობა" რომლებიც ღებულობენ გადაწყვეტილებას. ინევსტიციებმა ჩამოაყალიბეს მასში „რაციონალურობის" შესაბამისი გაგება, რაც გულისხმობს, იმას, რომ ადამიანებს, რომლებიც იღებენ ეკონომიკურად რაციონალურ გადაწყვეტილებას, განსაზღვრავენ მიზანს, უნარი აქვთ დასახონ მათი განხორციელებისათვის აუცილებელი გზები და ხერხები, განჭვრიტონ საბოლოო შედეგები და მიიღონ „რაციონალური" არჩევანი წინასწარ დასახული მიზნის ოპტიმალურად განხორციელებისათვის.

„მიზანი ყოველთვის დამალულია სადღაც დაბანდებულსა და მიღებულს, სტიმულსა და პასუხისმგებლობას შორის... მაგრამ რაც არ უნდა იყოს, იგი გააკეთებს ყველაფერს, რათა მიაღწიოს მას. გამოდის რა მწარმოებლის როლში იგი შეეცდება მაქსიმუმამდე აიყვანოს მოგება".[1]

ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღებაში ეკონომიკურ მოდელს ცოტა რამ აქვს საერთო ჩვეულებრივი ადამიანების ბუნებასთან, რომლებიც იღებენ ინევსტიციურ გადაწყვეტილებას. გ. კუპერი აღნიშნავდა, რომ „ფირმებში ინვესტიციური პროექტების შეფასების ფორმალურ მეთოდებზე უარის თქმა განპირობებულია იმით, რომ ფირმის ქმედება შეიძლება არ დაემთხვეს ეკონომიკური კონცეფციის მიზანშეწონილობის გადაწყვეტილების მიღებას".[2]

რეკომენდებული ფინანსური ანალიზის მეთოდები, დისკონტირებული ფულადი ნაკადები, ემყარება იმ დაშვებას, რომ მენეჯერის მიზანია – მოგების ზრდის მაქსიმალზიაცია ინვესტიციური პროცესის შედეგად. რა თქმა უნდა, ყოველი ადამიანი, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას, გამოდის თავი-

[1] *Hollis and Nell, 1975, გვ. 53-54.*
[2] *Cooper, 1975, გვ. 199-200.*

სი კონკრეტული მიზნებიდან, რაც შეიძლება გულისხმობდეს: პირადი შემოსავლის ზრდას, თავისი პოზიციების გაძლიერებას, გარკვეული ძალაუფლების მოხვეჭას და ა. შ. და ეს მიზნები შეიძლება არც ემთხვეოდეს ფირმის მოგების მაქსიმიზაციის შესაძლებლობას. ამგვარად, წარმოიშობა მიზნების შეუსაბამობა – ის, რაც მისაღები და სასურველია ერთი მხარისათვის, არ არის საუკეთესო არჩევანი მთელი ორგანიზაციისათვის.

იმ შემთხვევაშიც კი, თუ დავუშვებთ, რომ ადამიანი, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას, მოქმედებს ორგანიზაციის ინტერესების ფარგლებში, დისკონტირებული ფულადი მეთოდების გამოყენება აწყდება უამრავ სირთულეს. აუცილებელი მოგების ნორმის განსაზღვრისათვის მენეჯერმა უნდა დაადგინოს მომავალი ალტერნატიული ხარჯები, რისკის ხარისხი, რომელიც უკავშირდება ფულადი ნაკადის პროექტებს და პროექტის ფინანსირებისათვის საჭირო კაპიტალის ღირებულებას, გააჩნდეს ზუსტი წარმოდგენა ყველაზე დიდი მოცულობის ფულად ნაკადზე, პროექტის განვითარების შესაძლო ვარიანტების ეკონომიკური შეფასებანი. მომავალში თუ მენეჯერს არ გააჩნია რაღაც ზებუნებრივი ძალა, მისთვის რთულია განჭვრიტოს მომავალი. კ. მაკრიდაკისი ამის შესახებ წერდა: „ზედმეტად გადაჭარბებულია იმ ეკონომისტებისა და ფინანსისტების, ანალიტიკოსების უნარი სრულიად შეაფასონ ცვლილებები ქვეყნის ეკონომიკაში ან ცალკეულ დარგში, კონკრეტულ ფირმაში ან ცალკეულ პროექტში. მათი გეგმები და პროგნოზები დემონსტრირებაა საკუთარი არასრულყოფილებისა“.[3]

პროექტის შეფასების მოცემული მეთოდის გამოყენების მეორე სირთულე მდგომარეობს თვით ადამიანების ქმედებაში. რ. რეგარტი გამოყოფს იმ ფსიქოლოგიურ თავისებურებას, რომლებიც ზღუდავს მენეჯერის უნარს სწორად აითვისოს და

[3] *Hogarth and Makridakis, 1981, გვ. 123.*

გამოიყენოს არსებული ინფორმაცია. საქმე ეხება ადამიანის მიდრეკილებას „მეხსიერებაში შერჩევით შეინარჩუნოს მისთვის მისაღები ინფორმაცია და განთავისულდეს იმ მონაცემებისაგან, რომელიც ეწინააღმდეგება მის ინტერესებს".[4]

სხვა ფსიქოლოგიური თავისებურებაა ის, რომ ადამიანები უშვებენ: რაც მეტია ინფორმაცია, მით უფრო უკეთესია მიღებული გადაწყვეტილება. თუმცა შეიძლება გარკვეული ნაწილი მონაცემებისა სრულიად უსარგებლო აღმოჩნდეს. ეს და კიდევ სხვა ფსიქოლოგიური თავისებურებანი იძლევიან არასწორ პროგნოზს, რომელიც შემდგომში განიხილება როგორც საკმაოდ დასაბუთებული.

აშკარაა, რომ ნამდვილად არსებობს თეორიის პრაქტიკაში გამოყენების პრობლემა. გამოკვლევები ცხადყოფს, რომ პრაქტიკა არ ასახავს ტერიტორიულ წარმოდგენებს იმის შესახებ, თუ როგორ უნდა მიიღონ ადამიანებმა საინვესტიციო გადაწყვეტილებანი, იმისათვის, რომ გავიგოთ იმ ადამიანების მოტივები და მოთხოვნები, რომელიც პრაქტიკაში იღებს გადაწყვეტილებას, ჩვენ უნდა ვიპოვოთ ალტერნატივა იმისა, თუ რა არის რაციონალური და მიზანშეწონილი ქმედება ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღებისას.

რაციონალური ქმედება – ეს მთელი კოცნეფციაა, რომელსაც დიდი ყურადღება ეთმობა სოციოლოგიურ ლიტერატურაში, ამ თვალსაზრისით ყურადსაღებია მაქს ვებერის ნაშრომები. იგი ასაბუთებს, რომ კომერცია წარმოადგენს ქმედების ერთ-ერთ სახეობას, რომელიც თვითონ წარმოშობს რაციონალურობის მისეულ გაგებას.

მიზანშეწონილობის ალტერნატიული გაგების გამოყენებამ ინვესტიციური გადაწყვეტილების განხილვისას შეიძლება მოგვცეს საკმაოდ საინტერესო შედეგი და თუ მენეჯერები გადაწყვეტილების მიღებისას არ იყენებენ ფინანსური ანალიზის რთულ მეთოდებს, ეს არ ნიშნავს იმას, რომ ისინი იქ-

[4] *იქვე.*

ცევიან ირაციონალურად. მაგალითად, 15 წლის წინათ ტყის დამამზადებელ კომპანიას რომ მიეღო გადაწყვეტილება სწრაფმზარდი ტყეების მოშენების შესახებ, ასეთი გადაწყვეტილება ჩაითვლებოდა ეკონომიკურად გაუმართლებლად. დღევანდელი სოციალური და პოლიტიკური სიტუაციიდან გამომდინარე კი ჩანს, რომ ამგვარი გადაწყვეტილება საუკეთესო იქნებოდა კომპანიის გრძელვადიანი განვითარების პერსპექტივისათვის.

მაგრამ ყველაფერი ეს ისე არ უნდა გავიგოთ, თითქოს რაციონალური ინვესტიციური გადაწყვეტილებების ალტერნატიული შეხედულება უარყოფს ფინანსური ანალიზის რთულ მეთოდებს. სინამდვილეში ეს მეთოდები დიდ დახმარებას უწევენ მენეჯერებს ნებისმიერი ზემოთ აღწერილი მიზანშეწონილი გადაწყვეტილების მიღწევისათვის.

ჩვენ ვიცით, რომ ფირმის ფინანსურ მდგომარეობასა და ფინანსური ანალიზის რთული მეთოდების გამოყენებას შორის არის პირდაპირი და უკუდამოკიდებულებაც, რაც გვაფიქრებინებს, რომ ნაკლებ წარმატებული ფირმები თავისი პრობლემების გადაწყვეტას სწორედ შეფასების რთული მეთოდების გამოყენებაში ხედავენ. სამწუხაროდ, ნაკლებ სავარაუდოა, რომ შეფასების რთული მეთოდები თავისთავად წარმოადგენენ წარმატების გარანტიას ინევსტირების პროცესში. ამგვარად, ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღება გამოდის პროექტის ფინანსური ანალიზის ჩარჩოებიდან – იგი არ იწყება და არ მთავრდება რთული ფინანსური გამოთვლებით.

იმისათვის, რომ ფინანსური ანალიზი სრულყოფილად იქნეს გამოყენებული პრაქტიკაში, უნდა განისაზღვროს მისი გამოყენების წესი. იმის შემდეგ, რაც დავადგინეთ, რომ ეკონომიკური მიზანშეწონილობა არ წარმოადგენს ინევსტირების პროცესის ერთადერთ მამოძრავებელ ძალას, საჭიროა ყურადღება დაეთმოს პრაქტიკაში იმ ინფორმაციის გამოყენებას, რომელიც ფინანსური ანალიზის შედეგია.

ლიტერატურაში საკმაოდ არის გაშუქებული ალტერნატიული მოდელები, რომლებიც ცხადყოფენ, თუ როგორ გამოიყენონ მენეჯერებმა ბუღალტრული ინფორმაცია. ამგვარადვე შეიძლება იქნეს გამოყენებული ფინანსური ანალიზის ინფორმაციებიც.

ბუღალტრულ აღრიცხვას ამ მოდელებში ეკისრება: 1.რაციონალური; 2.სიმბოლური; 3.რიტუალური; 4.პოლიტიკური; 5. დამკანონებლის; 6.დისციპლინური; 7.რეპრეზენტაციულ-იდეოლოგიური როლი.

ბუღალტრული ინფორმაციის გამოყენების ზემოთჩამოთვლილი გზებიდან ბევრი ეკონომიკური მიზანშეწონილობის ჩარჩოებს მიღმა რჩება, მაგრამ საკმაოდ ხორციელდება პრაქტიკაში.

ბუნებრივია, ამ საკითხის განხილვისას იბადება კითხვა: რა კავშირი აქვს ზემოთქმულს ინვესტიციურ გადაწყვეტილებასთან? ის, რომ ინევსტიციური გადაწყვეტილება არ შეიძლება განვიხილოთ ერთმნიშვნელოვნად. მასზე როგორც „მიზანშეწონილობაზე", მოქმედებს სხვადასხვა შეხედულება და მიდგომა და აქედან გამომდინარე, ფინანსური ანალიზის შედეგები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სხვადასხვა პრაქტიკით. მაგალითად, საინევსტიციო პროექტების შეფასებისას წმინდა დაყვანილი ღირებულების (NPV) მეთოდი შეიძლება გამოვიყენოთ, როგორც პროექტის ფინანსური სიცოცხლისუნარიანობის საფუძველი. აქ მთავარია ის, რომ ინევსტიციური გადაწყვეტილების პრაქტიკა არ შეიძლება განვიხილოთ ორგანიზაციული და პოლიტიკური კონტექსტისაგან დამოუკიდებლად. ინევსტიციური საქმიანობა განსაზღვრავს მოცემული ორგანიზაციის არსებობის საფუძველს, მაგრამ თვითონაც გარკვეულწილად დამოკიდებულია მასზე.

ამის ნათელი დადასტურებაა ორგანიზაციის ის საქმიანობა, რომელიც პირდაპირაა დაკავშირებული ინვესტიციური

გადაწყვეტილების მიღებასთან. ესაა: 1. მოტივაცია და საქმიანობის შეფასება და 2. სტრატეგიული დაგეგმვა.

ხშირად წარმოიშობა სიტუაციები, როდესაც „ეკონომიკური მიზანშეწონილობა" ემთხვევა იმ პირთა მიზანშეწონილობას, რომლებიც იღებენ გადაწყვეტილებას. ეკონომიკურად რაციონალური გადაწყვეტილება გულისხმობს წმინდა დაყვანილი ღირებულების და რისკის ხარისხის ანალიზს. წმინდა დაყვანილი ღირებულების (NPV) მეთოდის გამოყენება მენეჯერებისაგან მოითხოვს ფულადი ნაკადის მაჩვენებლებზე განსაკუთრებული ყურადღების გამახვილებას.

NPV-ს ანალიზი მიმართულია ორგანიზაციის და აქედან გამომდინარე მისი მესაკუთრის „მოგების" მაქსიმალიზაციისაკენ, მაგრამ ბევრ ორგანიზაციას გააჩნია როგორც გრძელვადიანი, ასევე მოკლევადიანი მიზნები. იმდენად, რამდენადაც კაპიტალდაბანდებები გულისხმობს რესურსების ხანგრძლივ პერიოდიან გამოყენებას, ინვესტიციური გადაწყვეტილებებიც ორიენტირებული უნდა იყოს გრძელვადიან პერსპექტივაზე. პროექტის შეფასების მოცემული მეთოდებიც განიხილავენ დროის ხანგრძლივ მონაკვეთს. ამდენად, მენეჯერის წინაშე დგას რთული ამოცანა, რადგან სწორედ მას უხდება მოცემული გრძელვადიანი პროექტების შეფასება და მიღება. ამასთან შედეგის განჭვრეტა რთულია, რადგან იგი მიიღწევა მხოლოდ პროექტის განხორციელების შემდეგ, ეს პრობლემა სირთულეებს წარმოქმნის გადაწყვეტილების მიმღებ ადამიანთა საქმიანობის შეფასებაში. ხშირ შემთხვევაში ძალიან დიდი დროა გადაწყვეტილების მიღებასა და შედეგს შორის. მენეჯერი კი, რომელიც პასუხისმგებელია პროექტის შედეგებზე ამ პერიოდში შესაძლებელია მიიღოს სხვა უფრო რაციონალური გადაწყვეტილება.

ამიტომ, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს მენეჯერის საქმიანობის შეფასების სისტემას, რომელიც უზრუნველყოფს მის ისეთ ქმედებებს, რომელიც ემსახურება

ორგანიზაციის ეკონომიკური მიზნების განხორციელებას. ძალიან რთულია პრაქტიკაში იმის გარანტირება, რომ მენეჯერი მიიღებს ორგანიზაციისათვის ოპტიმალურ გადაწყვეტილებას, თუ მას არ ექნება ამისათვის სათანადო მოტივები. ეს მოტივები კი შეიძლება წარმოიშვას ანაზღაურების სისტემის ეფექტიანად გამოყენების შედეგად. მენეჯერი მაქსიმალურად უნდა იქნეს დაინტერესებული იმაში, რომ იმოქმედოს ორგანიზაციის ინტერესებდიან გამომდინარე.

ამგვარი სირთულეების თავიდან აცილების მიზნით ორგანიზაციები მიმართავენ კაპიტალდაბანდებების შეფასების მოკლევადიან ინდიკატორებსაც. მენეჯერთა საქმიანობისა და ინვესტიციურ გადაწყვეტილებათა შეფასებებს შორის კავშირის გაუმჯობესება ხელს შეუწყობს ამ უკანასკნელის ეფექტიან ამაღლებას. მენეჯერთა საქმიანობა შეიძლება შეფასდეს ბუღალტრული აღრიცხვის შედეგების საფუძველზე. ამ მიზნით გამოიყენება მაჩვენებლები: მოგების ნაზარდი ან მოგება კაპიტალზე.

მთავარი პრობლემა ისაა, რომ ადამიანმა, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას აუცილებელია გადალახოს წინააღმდეგობა პირად ინტერესებსა და ორგანიზაციის ინტერესებს შორის. ამის მიღწევა კი შესაძლებელია ურთიერთკავშირის დამყარებით გადაწყვეტილების მიღებას, მოტივაციასა და მენეჯერის საქმიანობის შეფასებას შორის. ამგვარად, ორგანიზაციაში ინვესტიციური საქმიანობა მით უფრო შედეგიანი და ეფექტიანია, რაც უფრო მაღალია მოცემული პროექტის ორგანიზაციის შიგა გარემოსთან შეთანხმებისა და შეთანაწყობის დონე.

როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, მნიშვნელოვანია კავშირი ინვესტიციურ გადაწყვეტილებებსა და სტრატეგიულ დაგეგმვას შორისაც. ეს ურთიერთკავშირი გაანალიზა თავის შრომებში რ. ბიუერმა.[5] იმისათვის, რათა გავიგოთ ამ კავშირის

[5] *Bower R. London. 1988, გვ. 140.*

აუცილებლობა, უნდა განვსაზღვროთ „სტრატეგიული გადაწყვეტილების" ხასიათი.

იკვლევდა რა ინვესტიციურ პრაქტიკას, ერთ-ერთ ფირმაში ფ. მაეში აღნიშნავდა სტრატეგიულ დაგეგმვასა და ინვესტიციურ გადაწყვეტილებას შორის ურთიერთკავშირზე: „მიუხედავად იმისა, რომ ყველა პროექტი, რომელიც ჩვენ განვიხილეთ მთლიანად იყო შეთანხმებული ფირმის სტრატეგიულ გეგმასთან და უდავოა გამომდინარეობდა მისგან, სრული დაბეჯიტებით შეიძლება ითქვას, თვით სტრატეგიული გეგმაც ფორმირებული იყო იმ პროექტების გათვალისწინებით, რომლებიც შეიძლება გვეწინასწარმეტყველა სტრატეგიული გეგმის შედგენისას".[6]

ყოველივე ეს მეტყველებს იმაზე, რომ შეცდომა იქნებოდა ინვესტიციური გადაწყვეტილების მიღებისას მთელი ყურადღება გაგვემახვილებინა ფინანსური ანალიზის რაოდენობრივ ინსტრუმენტებზე. კაპიტალდაბანდებების სტრატეგიული წარმატების მისაღწევად საჭიროა გაცილებით უფრო მეტი. აქ გათვალისწინებულ უნდა იქნეს სოციალური ფაქტორები და პოლიტიკური თამაშები, რომლებიც უკავშირდება ადამიანთა მისწრაფებას მიაღწიონ პირად მიზანს, ძალაუფლებას და გვალენას.

თუ დავუბრუნდებით ინვესტიციური პროცესების მოდელის განხილვას, ცხადი გახდება, რომ იგი ძალიან გამარტივებულია და წარმოადგენს თანმიმდევრულ, მექანიკურ, ინვესტიციურ პროცესს, იდეის წარმოქმნიდან მისი რეალიზაციის კონტროლამდე. ეს არის ეკონომიკური მიზანშეწონილობის კოცნეფცია, რომელშიც სტრატეგიული დაგეგმვა და ადამიანური ფაქტორი ფიგურირებს, მაგრამ ისინი ძირითადი ინვესტიციური პროცესისაგან განცალკევებულად განიხილება.

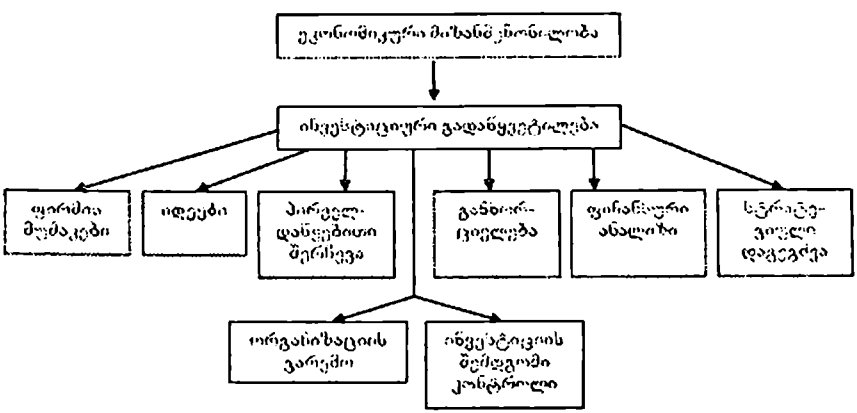
ამიტომ ინვესტიციური გადაწყვეტილებების მიღებისას მაქსიმალური ეფექტიანობის მიღების მიზნით მეტად მნიშ-

6

ვნელოვანია სოციალური მოვლენების გათვალისწინება. ეს კი, თავის მხრივ, საშუალებას მოგვცემს გადავლახოთ ის ძირითადი პრობლემა, რომელიც მდგომარეობს ინვესტიციური აქტივობის პროცესში თეორიისა და პრაქტიკის უნივერსალური მოდელის გამოყენებით, რომლის სქემაც მოყვანილია ქვემოთ (სქემა 1).

სქემა 6.1.

ინვესტიციური პროცესის მოდელი



საქართველოში რადიკალური ეკონომიკური რეფორმის ერთ-ერთ ცენტრალურ პრობლემას წარმოადგენს ინვესტიციების სოციალურ-ეკონომიკური ეფექტიანობის ამაღლება. ინვესტიციების დასაბუთებულობის დონეზეა დამოკიდებული მთელი რიგი მნიშვნელოვანი პრობლემის გადაწყვეტა. მოცემული პრობლემისადმი დასაბუთებული და ერთგვაროვანი მიდგომა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია დღეს, როდესაც ჯერ ერთი, ეკონომიკაში მიმდინარეობს ევოლუციური გარდაქმნები, მეორე, როდესაც ეს გარდაქმნები ხორციელდება ყველა სახეობის რესურსზე უმკაცრესი დეფიციტის პირობებ-

ში. ამიტომაც არის, რომ საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პროცესში ინვესტიციურ გადაწყვეტილებათა შერჩევის აქტუალობა ეკონომიკური ეფექტიანობის კრიტერიუმების მიხედვით არა თუ მცირდება, არამედ, პირიქით, იზრდება.

თავი VII.
საინვესტიციო რისკები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

რისკის არსის, სახეებისა და მასზე მოქმედი ფაქტორების გარკვევა-გაანალიზებას;
საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას რისკის დადგომის საფრთხეების გაანალიზებას;
გაერკვეთ რისკების შეფასების მეთოდებში და განახორციელოთ საინვესტიციო პროექტების შეფასება არსებული რეალური რისკების გათვალისწინებით;
ჩამოაყალიბოთ საინვესტიციო პროექტების რისკების შემცირების ღონისძიებები.

საინვესტიციო რისკი: არსი, სახეები და მასზე მოქმედი ფაქტორები

საინვესტიციო პროექტები განეკუთვნება მომავალის პროექტებს, ამიტომაც პრობლემატურია მათი განხორციელების შედეგების პროგნოზირება. ასეთი პროექტები უნდა შესრულდეს შესაძლო რისკების გათვალისწინებით. საინვესტიციო გადაწყვეტილებას უწოდებენ რისკიანს ან გაურკვეველს, თუ მას გააჩნია რამდენიმე შესაძლო შედეგი. მეთოდურ რეკომენდაციებში მოცემულია გაურკვევლობისა და რისკის შემდეგი განმარტება: *გაურკვევლობა* – ეს არის პროექტის რეალიზაციის პირობების შესახებ ინფორმაციის დაუსრულებლობა და უზუსტობა. ხოლო *რისკი* კი, – არის პროექტის რეალიზაციის მსვლელობისას ისეთი პირობების წარმოქმნის შესაძლებლობა, რომლებიც ნეგატიურ შედეგებს იწვევენ როგორც პროექტის ყველა, ასევე მისი ცალკეული მონაწილისთვის. რისკის საკითხს ეკონომიკაში დიდი მნიშვნე-

ლობა ენიჭება, რადგან მას უკავშირდება გადაწყვეტილებების მიღების პროცესი. რისკის რაობაში გარკვევა საკმაოდ სერიოზული საკითხია, და იგი თანამედროვე ეროვნული ეკონომიკის მდგრადი განვითარების ფასეული რესურსია.

რისკის მიზეზები მეტად მრავალფეროვანია: ეკონომიკური კრიზისები, საგარეო დავალიანების ზრდა, ფინანსური ინოვაციები, ინფლაციური პროცესები, დანახარჯების ზრდა და სხვა.

ზოგადად, "რისკი" განიხილება, როგორც შესაძლო საფრთხე. ეკონომიკურ თეორიაში რისკის ქვეშ გულისხმობენ საწარმოს მიერ შემოსავლის ნაწილის დაკარგვის შესაძლებლობას, გარკვეული სამეწარმეო და საფინანსო საქმიანობის განხორციელების შედეგად.

ტერმინი "რისკი" განმარტებულია როგორც "შესაძლო საფრთხე, ალალბედზე მოქმედება წარმატების იმედით", ე.ი. რისკს საფუძვლად უდევს მომავლის რწმენის უქონლობა. ტრადიციულად გამოყოფენ რისკის ორ განმარტებას. პირველი ეყრდნობა რისკის მიზეზებს და მათ გაურკვევლობას. მეორე განმარტება ეყრდნობა თვითონ რისკზე ზემოქმედებას. აქედან გამომდინარე, რისკი არის ნეგატიური გადახრები დასახული მიზნიდან.

ჯანსაღი აზრის შესაბამისად, რისკი ისეთი რამეა, რასაც უნდა გავურბოდეთ. ეკონომიკური აზრით, რისკი კომპენსაციას საჭიროებს; ამიტომ სამეცნიერო ლიტერატურაში ტერმინს "რისკი", განმარტავენ თანაფარდობით: "რისკი – შემოსავალი", ან "რისკი – მოგება".

ძირითადად გამოარჩევენ: სოციალურ, ეკონომიკურ, პროფესიულ, სამედიცინო, ბიოლოგიურ და სხვა სახის რისკებს.

სოციალური რისკები ძირითადად დაკავშირებულია შრომის უნარის დაკარგვასთან, ხოლო ეკონომიკური რისკები ძირითადად ბიზნესის წარუმატებლობით მთავრდება. წარმატების ნაცვლად რისკმა შეიძლება ქონების დაკარგვა ან სხვა

სახის მატერიალური ზარალი გამოიწვიოს. მიუხედავად ამისა, რისკის გარეშე ბიზნესი წარმოუდგენელია, რადგან ზარალის ალბათობა ისევე რეალურია, როგორც მოგების მიღების შესაძლებლობა. თუ ვიცით რისკის წყაროები და მიზეზები, მაშინ გარკვეული ღონისძიებების გატარებით შესაძლებელია რისკის შემცირებაც. რისკი განსაკუთრებით გამძაფრებულია საბაზრო ურთიერთობების პირობებში, რადგანაც ბაზარს ახასიათებს განუსაზღვრელობის მაღალი დონე.

ამდენად, რისკის თავიდან აცილების ალტერნატივა არის მისი სწორი განსაზღვრა, როგორც ნებისმიერ (პოზიტიურ თუ ნეგატიურ) მაჩვენებელთა გადახრა პროექტის მიერ გათვალისწინებული საშუალო მნიშვნელობებიდან. რისკის არსებობა თუ არ არსებობა, რაც დაკავშირებულია ამა თუ იმ სცენარის განხორციელებასთან, განისაზღრება თითოეული მონაწილის მიერ გადახრის შესაბამისი ნიშნით. ზემოთ განხილული განმარტებების თანახმად, რისკი ეს არის მოვლენა (შესაძლო საფრთხე), რომელიც შეიძლება წარმოიქმნას, ან არ წარმოიქმნას. და თუ ის დადგება, მაშინ არსებობს სამი სახის შედეგის შესაძლებლობა:

- დადებითი (მოგება, შემოსავალი ან სხვა სარგებელი);
- უარყოფითი (ზარალი, დანახარჯები, დანაკარგები და სხვ.);
- ნულოვანი (უდანაკარგო და უშემოსავლო) შედეგი;

საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციაზე ზეგავლენას ახდენს მრავალი პოლიტიკური, სოციალური, კომერციული და საქმიანი გარემოს ცვლილებები, ასევე ცვლილებები ტექნიკის, ტექნოლოგიის, მრეწველობის, ფასების, გარემოს მდგომარეობის, მოქმედი გადასახადების სამართლებრივ და სხვა საკითხებში. ყველაფერი ეს განსაზღვრავს პროექტებში გარკვეული რისკის არსებობას.

რისკის ფაქტორებია:

- ობიექტური:

- პოლიტიკური მდგომარეობა;
- ეკონომიკური სიტუაცია;
- ინფლაცია;
- საპროცენტო განაკვეთი;
- სავალუტო კურსი;

საბაჟო გადასახადები და ა. შ.

➢ სუბიექტური:

სამრეწველო პოტენციალი;

საინვესტიციო მენეჯმენტის დონე;

შრომის ორგანიზაცია;

ტექნიკური აღჭურვილობა და ა. შ.

რისკების სახეებია:

➢ გარე (ეკზოგენური) რისკები;

➢ შიდა (ენდოგენური) რისკები.

გარე (ეკზოგენური) რისკები – ეს არის რისკები, რომლებიც არ არის დაკავშირებული უშუალოდ პროექტის მონაწილეების საქმიანობასთან. მათ განეკუთვნება რისკები:

- გამოწვეული ქვეყანაში არასტაბილური ეკონომიკური მდგომარეობით;
- დაკავშირებული არასტაბილურ პოლიტიკურ სიტუაციასთან ან მის ცვლილებასთან;
- გამოწვეული არაადეკვატური კანონმდებლობით;
- დაკავშირებული ბუნებრივ–კლიმატური პირობების ცვლილებასთან (მიწისძვრა, წყალდიდობა, სხვა სტიქიური მოვლენები);

გენერირებულია საბაზრო კონიუნქტურის რყევასთან;

წარმოიქმნება სავალუტო კურსის ცვლილების გამო;

- პროდუცირებულია საგარეო ეკონომიკური სიტუაციების ცვლილებით (ვაჭრობაზე შეზღუდვის შემოღება, საბაჟო გადასახადების შეცვლა და ა.შ.)

შიდა (ენდოგენური) რისკები – ეს არის რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია პროექტის მონაწილეებიის საქმიანობასთან. მათ განეკუთვნება რისკები, გამოწვეული:

- საინვესტიციო პროექტის დამუშავების დროს არასრული და არაზუსტი ინფორმაციის მიწოდებით, საპროექტო–სახარჯთაღრიცხვო დოკუმენტაციაში დაშვებული შეცდომებით;

  კადრების არაადეკვატური შერჩევით, საინვესტიციო მენეჯმენტის დაბალი დონით;
- მცდარი მარკეტინგული სტრატეგიით;
- საწარმოს სტრატეგიის ცვლილებით;
- საშუალებების გადახარჯვით;
- საწარმოო–ტექნიკური დარღვევებით;
- პროექტის უხარისხოდ მართვით;
- წარმოების პროდუქციულობის და ხარისხის გაუარესებით;
- კონტრაქტების შეუსრულებლობით.

საინვესტიციო პროექტის რისკების შეფასების მეთოდები

საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის პირობები მოცემულია, მაგრამ წინასწარ გაურკვეველია ამ პირობების მდგრადობის ხარისხი. პროექტის განხორციელებასთან ერთად შემოდის დამატებითი ინფორმაცია რეალიზაციის პირობების შესახებ და ადრე არსებული გაურკვევლობა „იხსნება". ამის გამო საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის მართვის

სისტემამ უნდა გაითვალისწინოს პროექტის რეალიზაციის ცვალებადი პირობების და შესაბამისი კორექტირების შესახებ ინფორმაციის, მონაწილეთა ერთობლივი ქმედებების გრაფიკების შეგროვება და დამუშავება, მათ შორის, ხელშეკრულებების პირობებიც.

პროექტის ეფექტურობის შეფასებისას რისკის ფაქტორების გათვალისწინებით გამოიყენება მთელი არსებული ინფორმაცია მისი რეალიზაციის პირობების შესახებ, მათ შორის ისიც, რაც არ გამოიხატება განაწილების რომელიღაც კანონის ფორმაში.

ამასთან, შესაძლოა შემდეგი ორი მეთოდის გამოყენება:

- რისკების ხარისხობრივი შეფასების მეთოდები;
- რისკების როდენობრივი შეფასების მეთოდები;

რისკების ხარისხობრივი შეფასების მეთოდები. როგორც უკვე აღვნიშნეთ რისკი არსებობს მაშინ, როცა გადაწყვეტილებების მიმღებმა პირმა არ იცის შედეგები წინასწარ, მაგრამ შეუძლია დაადგინოს გარე სფეროს მდგომარეობის ობიექტური განაწილების ალბათობა და მასთან დაკავშირებული უკუგება ან შედეგები. არსებობს ალბათობის, რისკის ხარისხის ობიექტური განსაზღვრის ორი ძირითადი მიმართულება: ერთი – აპრიორი, დედუქციის მეთოდი; და მეორე – აპოსტერიორი, ემპირიული მონაცემების სტატისტიკური ანალიზის საფუძველზე დამყარებული.

აპრიორის მეთოდის დროს, გადაწყვეტილების მიმღებ პირს შეუძლია განსაზღვროს შედეგების ალბათობა ექსპერიმენტებისა და წარსული გამოცდილების ანალიზის გარეშე. ამის ნაცვლად ალბათობა განისაზღვრება დედუქციურად დასაშვები პრინციპების საფუძველზე იმ პირობით, რომ შესაძლო შემთხვევების მახასიათებლები წინასწარ არის ცნობილი. აპოსტერიორის მეთოდი ვარაუდობს, რომ წარსული გამოცდილება ტიპიურია და ის აუცილებლად განმეორდება მომავალში. იმისათვის, რათა დადგინდეს განსაზღვრის ალბათო-

ბა, გადაწყვეტილების მიმღები პირი იწყებს იმ მოვლენის განმეორებადობაზე დაკვირვებას, რომელიც მისი ინტერესის სფეროს წარმოადგენს. პროექტის რისკების ხარისხობრივი შეფასების მეთოდებმა ანალიტიკი–მკვლევარი უნდა მიიყვანოს რაოდენობრივ შედეგებამდე, ასევე აღმოჩენილი რისკების, მათი ნეგატიური შედეგების და „სასტაბილიზაციო" ღონისძიებების ღირებულებების შეფასებამდე.

საპროექტო რისკების ხარისხობრივი ანალიზი ტარდება ბიზნეს–გეგმის დამუშავების სტადიაზე, ხოლო საინვესტიციო პროექტების სავალდებულო კომპლექსური ექსპერტიზა საშუალებას იძლევა მომზადდეს დიდი ინფორმაცია მისი რისკების ანალიზისთვის.

ხარისხობრივი შეფასებისას შეიძლება გამოყოფილ იქნას შემდეგი მეთოდები:

- ექსპერტული მეთოდი;
- დანახარჯების მიზანშეწონილობის ანალიზის მეთოდი;
- ანალოგიების მეთოდი.

ექსპერტული მეთოდი წარმოადგენს ექსპერტთა მიერ რისკების თითოეული სახეობის შეფასებების დამუშავებას და რისკის ინტეგრალური დონის განსაზღვრას. მის სახეობებს წარმოადგენს:

დელფის მეთოდი – ეს არის მეთოდი, რომლის დროსაც ექსპერტებს არ აქვთ შესაძლებლობა ერთობლივად განიხილონ პასუხები, გაითვალისწინონ ლიდერის აზრი. ეს მეთოდი საშუალებას იძლევა აამაღლოს ექსპერტთა შეფასებების ობიექტურობის დონე. მისი დადებითი მხარეებია: ანგარიშსწორების სიმარტივე, ზუსტი ინფორმაციის და კომპიუტერების გამოყენების აუცილებლობის არარსებობა; უარყოფითი მხარეებია: შეფასებათა სუბიექტურობა, სირთულე მაღალკვალიფიციური ექსპერტების გამოყენებაში.

დანახარჯთა მიზანშეწონილობის ანალიზის მეთოდი ორიენტირებულია რისკის პოტენციური ზონების გამოვლე-

ნაზე და გამოიყენება პირის მიერ, რომელიც ღებულობს გადაწყვეტილებას საშუალებათა ინვესტირების შესახებ, კაპიტალისთვის საშიში რისკის მინიმალიზაციისთვის (შესამცირებლად). ითვლება, რომ რესურსების გადახარჯვა შესაძლოა გამოწვეულ იქნას ოთხი ძირითადი ფაქტორიდან ერთ-ერთის ან მათი კომბინაცის შედეგად:

- ✓ მთლიანად პროექტის ღირებულების ან მისი ცალკეული ფაზების და შემადგენელი ნაწილების საწყისი შეუფასებლობა;
- ✓ პროექტირების საზღვრების შეცვლა, რომელიც განპირობებულია გაუთვალისწინებელი გარემოებებით;
- ✓ განსხვავება წარმოებაში (პროექტით გათვალისწინებულისგან განსახვავებული წარმოება);
- ✓ პროექტის ღირებულების ზრდა საწყისთან შედარებით ინფლაციის შედეგად ან საგადასახადი კანონმდებლობის შეცვლა.

ეს ფაქტორები შეიძლება იყოს დეტალიზირებული. ტიპიური ჩამონათვალის ბაზაზე შეიძლება შესაძლო დანახარჯების ზრდის დაწვრილებითი (დეტალური) საკონტროლო ჩამონათვალის შედგენა პროექტის თითოეული ვარიანტის მუხლების, ან მისი ელემენტების მიხედვით. ასიგნებათა დამტკიცების პროცესი დაყოფილია სტადიებად. დამტკიცების სტადიები უნდა იყოს დაკავშირებული საპროექტო ფაზებით და ეფუძნებოდეს დამატებით ინფორმაციას პროექტის შესახებ. პროექტის დამტკიცების თითოეულ სტადიაზე რისკის შესახებ ინფორმაციის მიღებისთანავე, ინვესტორს შეუძლია მიიღოს გადაწყვეტილება ინვესტიციების შეწყვეტის შესახებ.

შენატანების რისკის ზრდის პირველი ნიშნებიდან სახსრების ეტაპობრივი გამოყოფა აძლევს ინვესტორს საშუალებას ან შეწყვიტოს პროექტის ფინანსირება, ან დაიწყოს იმ გადაწყვეტილებების ძიება, რომელიც უზრუნველყოფს დანახარჯების შემცირებას.

ანალოგიების მეთოდი – ეს მეთოდი გვთავაზობს ანალოგიური პროექტების ანალიზს შესაფასებელი პროექტის პოტენციური რისკის გამოსავლენად. უფრო მეტად გამოყენებადია განმეორებითი პროექტების რისკის შეფასებისას. ანალოგიების მეთოდი ყველაზე ხშირად გამოიყენება იმ შემთხვევაში, თუ რისკის სხვა მეთოდები გამოუსადეგარია და დაკავშირებულია ანალოგიური პროექტების რისკების შესახებ მონაცემთა ბაზის გამოყენებასთან. საპროექტო რისკების ანალიზის ჩატარებისას მნიშვნელოვან მოვლენას ანალოგიების მეთოდის გამოყენებით წარმოადგენს პროექტების შეფასება მათი დასრულების შემდეგ. ასეთი კვლევების შედეგად მიღებული მონაცემები მუშავდება დასრულებულ პროექტებში დამოკიდებულების გამოსავლენად, ეს იძლევა საშუალებას გამოვლინდეს პოტენციური რისკი ახალი საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის დროს. ეს პრაქტიკა ფართოდ გამოიყენება მსოფლიო ბანკის მიერ.

რისკების რაოდენობრივი შეფასების მეთოდი გვთავაზობს საინვესტიციო პროექტის რისკის სიდიდის რაოდენობრივ განსაზღვრას. ის მოიცავს:

- პროექტის მდგრადობის ზღვრული დონის განსაზღვრას;
- პროექტის მგრძნობიარობის ანალიზს;
- პროექტის განვითარების სცენარის ანალიზს;
- მონტე-კარლოს მეთოდით რისკების იმიტაციურ მოდელირებას.

პროექტის მდგრადობის ზღვრული დონის განსაზღვრა ითვალისწინებს გამოშვებული პროდუქციის მოცულობის დონის გამოვლენას, რომლის დროსაც ამონაგები უტოლდება წარმოების ჯამურ დანახარჯებს, ანუ უდანაკარგო დონის პოვნას.

წარმოების უდანაკარგო დონის მაჩვენებელი გამოიყენება:

✓ წარმოებაში ახალი პროდუქციის დანერგვისას;
✓ ახალი წარმოების შექმნისას;
✓ წარმოების მოდერნიზაციის დროს.

უდანაკარგო წარმოების მაჩვენებელი განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$B_{EP} = \frac{FC}{P - VC}$$ სადაც,

B_{EP} - არის უდანაკარგო წარმოების წერტილი;
FC – მუდმივი დანახარჯები;
P – პროდუქციის ფასი;
VC – ცვალებადი ხარჯები.

პროექტი ითვლება მდგრადად, თუ B_{EP} - < 0,6 +0,7, საპროექტო სიმძლავრეთა ათვისების შემდეგ. თუ $B_{EP} \rightarrow 1$, მაშინ მოცემულ ეტაპზე არასაკმარისია ინვესტიციური პროექტის მდგრადობა მოთხოვნების რყევასთან, მაგრამ B_{EP} - არ იძლევა წმინდა დაყვანილი ღირებულების (NPV>0) დადებითი სიდიდის გარანტიას.

პროექტის მგრძნობელობის ანალიზი ითვალისწინებს პროექტის ეფექტურობის ცვლადი მაჩვენებლის შეცვლის განსაზღვრას საწყისი მონაცემების რყევების შედეგად. ამგვარი მიდგომისას თანმიმდევრულად გადაითვლება პროექტის ეფექტურობის თითოეული მაჩვენებელი (მაგალითად, NPV, IRR, PI) ერთი რომელიღაც ცვლადის ცვლილებისას (მაგალითად, დისკონტის კურსები ან გაყიდვების მოცულობა).

პროექტის მგრძნობელობის მაჩვენებელი გამოითვლება, როგორც ეფექტურობის მაჩვენებლის პროცენტული ცვლილება შეფარდებული ცვლადის მნიშვნელობის ერთ პროცენტით ცვლილებასთან.

პროექტის განვითარების სცენარების ანალიზი ითვალისწინებს პროექტის ყველა ძირითადი პარამეტრის ერ-

თდროული ცვლილების გავლენის შეფასებას პროექტის შეფასების მაჩვენებელზე.

ანალიზის მოცემულ სახეობაში გამოიყენება სპეციალური კომპიუტერული პროგრამები, პროგრამულო პროდუქტები და იმიტაციური მოდელები.

ჩვეულებრივად გამოიყენება სამი სცენარი:

- ✓ პესიმისტური;
- ✓ ოპტიმისტური;
- ✓ მეტად სავარაუდო (საშუალო).

რისკის შეფასების *გამარტივებული მეთოდი* იმაში მდგომარეობს, რომ ხდება პროექტის მაჩვენებლის შესწორება რისკზე გათვლით ან შესწორება დისკონტირების კურსის მიხედვით. შესწორების კოეფიციენტი "P" შეირჩევა წარმოდგენილი ნორმატივებიდან, მაგალითად, შესწორების კოეფიციენტი შეადგენს 3-5% საიმედო ტექნიკაში ინვესტირებისას, და ეს შეესაბამება რისკის დაბალ დონეს. რისკის მაღალი დონე აღინიშნება ფულადი საშუალებების წარმოებაში ინვესტირების დროს და ბაზარზე ახალი პროდუქტის გამოჩენისას, ამასთან, შესწორების კოეფიციენტი შეადგენს 13-15%.

საინვესტიციო რისკების შემცირების ღონისძიებები

მას შემდეგ, რაც საინვესტიციო პროექტში გამოვლინდება ყველა სარისკო სიტუაცია და ჩატარდება ანალიზი, აუცილებელია შემუშავებულ იქნას საინვესტიციო პროექტის ყველა ეტაპის გათვალისწინებით, რისკის შემცირების რეკომენდაციები. საინვესტიციო რისკების შემცირების მექანიზმის მოქმედების ძირითადი პრინციპი მდგომარეობს კომპლექტურობაში და ეკონომიკურ მიზანდასახულობაში.

საინვესტიციო რისკების შემცირების ძირითად ღონისძიებებს ეკონომიკური შედეგების გაურკვევლობის შემთხვევაში, შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- საინვესტიციო პროექტის მონაწილეებს შორის რისკების გადანაწილება;
- სარეზერვო ფონდების შექმნა (საინვესტიციო პროექტის თითოეულ ეტაპზე) გაუთვალისწინებელი ხარჯების დასაფარავად;
- საინვესტიციო პროექტის ფინანსირებისას რისკების შემცირება – ანაგარიშსწორების თითოეულ ეტაპზე დაგროვილი ფულის დადებითი სალდოს მიღწევა;
- ინვესტირებული ფინანსური საშუალებების თავდებითი უზრუნველყოფა;
- დაზღვევა – გარკვეული რისკების გადაცემა სადაზღვევო კომპანიისთვის;
- გარანტიების სისტემა – სახელმწიფოს, ბანკის, საინვესტიციო კომპანიების და ა. შ. გარანტიების მიღება;
- დამატებითი ინფორმაციების მიღება.

ნაწილი 2.

პორტფელური ინვესტიციები

შესავალი

ფასიანი ქაღალდები საბაზრო ეკონომიკის აუცილებელი ელემენტია, რომლის გარეშე შეუძლებელია ეკონომიკის ნორმალური ფუნქციონირება. საქართველო ეკონომიკური რეფორმირებით ცდილობს მოახდინოს ჩვენი ეკონომიკის ახლებურად ორგანიზება და მისი საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებზე გადაყვანა, რაც, უდაოდ, ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის გარანტიაა. თავის მხერივ, ეკონომიკის პერსპექტიული ზრდა შეუძლებელია საინვესტიციო კაპიტალის გარეშე, რომლის მოზიდვის ერთ-ერთ საშუალებასაც ფასიანი ქაღალდების მექანიზმი წარმოადგენს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს ისეთ სისტემას, სადაც ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის შედეგად ხდება ფულადი რესურსების გადანაწილება მის მიმწოდებლებსა და მომხმარებლებს შორის. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს მექანიზმს, რომლის მეშვეობითაც ხორციელდება დანაზოგების გადაქცევა ინვესტიციებად. ინვესტიციებს იღებს კერძო ბიზნესი და მთავრობა, ინვესტორებად და კრედიტორებად კი, გამოდის კერძო სექტორი და მოსახლეობა, რომელთაც აღმოაჩნდათ დანაზოგი. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ერთგვარად ახლად შექმნილი ერთიანი მექანიზმი და ინსტიტუციონალური სტრუქტურაა, ამიტომ აუცილებელია იმ ქვეყნების გამოცდილების შესწავლა, რომლებმაც აღნიშნული საფეხური მრავალი წლის წინ გაიარეს, თუმცა გასათვალისწინებელია, რომ მსოფლიოს მოწინავე ქვეყნების გამოცდილება სტაბილური ეკონომიკების განვითარების შედეგია, ამიტომ მისი სარკისებრი გადმოტანა ჩვენს არასტაბილურ, განვითარებად ეკონომიკაში მიზანშეუწონელია. აუცილებელია ამ ცოდნის გაზიარება და ჩვენს თანამედროვე პირობებთან მისადაგება.

საყოველთაოდ ცნობილია, რომ მსოფლიოში აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ითვლება ყველაზე უფრო ფართო, დი-

ფერენცირებულ და ლიკვიდურ ბაზრად და გამოირჩევა გამჭვირვალობითა და ინვესტორების სრული ნდობით. აშშ-ი ფასიანი ქაღალდების წარმატებულ მიმოქცევაზე შემდეგი მონაცემი მეტყველებს: ფასიანი ქაღალდების აქტივები 1950 წელს 2,5 მლრდ. დოლარიდან 1993 წელს 1,6 ტრილიონ დოლარამდე ავიდა. ანალოგიური მდგომარეობაა გერმანიაში, დიდ ბრიტანეთში, იაპონიასა და სხვა განვითარებულ ქვეყნებში. აშშ-ი ყველაზე მეტად არის განვითარებული რესურსების რეგულირების ისეთი ინსტრუმენტი, როგორიცაა ღია ბაზარზე ფედერალური სარეზერვო სისტემის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციები. ამ ოპერაციებით, რომლებიც შეადგენენ წლიური ბრუნვის 4/5-ს, ფედერალური სარეზერვო სისტემა აქტიურ ზეგავლენას ახდენს ფასიანი ქაღალდების მიწოდების მოცულობაზე და კურსზე. ღია ბაზარზე ოპერაციებს შორის მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს რეპო გარიგებებს, ანუ შეთანხმებებს ფასიანი ქაღალდების უკან გამოსყიდვის შესახებ, რომელიც იდება ფედერალურ სარეზერვო ბანკსა და კომერციულ ბანკებს შორის.

მნიშვნელოვანია, და ასევე განსაკუთრებულ ყურადღებას იმსახურებს, გერმანიის ფედერალური ბანკის გამოცდილება ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის რეგულირების ინსტრუმენტის ფასიანი ქაღალდების ღია ბაზარზე ოპერაციების გამოყენების შემთხვევაში. ამ პოლიტიკის მიზანია ძირითადი ფინანსური რესურსების მობილური განაწილება. მაგ. 80-იან წლებში გერმანიის ფედერალური ბანკი ახორციელებდა ჭარბი თანხების ამოღებას ცალკეული ბანკებიდან და აძლევდა მათ სხვა ბანკებს, რომლებსაც ჰქონდათ დროებითი ფინანსური რესურსების დეფიციტი. უნდა აღინიშნოს, რომ ფასიანი ქაღალდების ოპერაციებში მონაწილეობდნენ არასაბანკო ინსტიტუტებიც. ვფიქრობთ, აღნიშნული გამოცდილებაც გასათვალისწინებელია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარის ფორმირების პროცესში.

დღეისათვის არსებობს საფონდო ბაზრის რამდენიმე მოდელი, კერძოდ საბანკო, არასაბანკო და შერეული. საბანკო მოდელს სხვანაირად „გერმანულსაც“ უწოდებენ, რომელიც გულისხმობს საბანკო და საკრედიტო დაწესებულებების აქტიურ მონაწილეობას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებაში, არასაბანკო („ამერიკული“) მოდელი უპირატესობას საინევსტიციო ბანკებსა და საბროკერო ფირმებს ანიჭებს, რითაც მინიმუმამდე დაყავს საბანკო დაწესებულებათა მონაწილეობა ფასიანი ქაღალდების ემიტირების, განთავსების, კონტროლის სფეროში. ე. წ. შერეულ მოდელში ბანკეთან ერთად აქტიურად ზემოქმედებენ არასაბანკო ინსტიტუტებიც: სადაზღვევო და საპენსიო ფონდები, საბროკერო ფირმები, დილერები და ა. შ.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი რეგულირება ხდება 1998 წლის 24 დეკემბერს მიღებული კანონით: „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ორგანოა – საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, რომელიც ბაზრის მონაწილეთათვის ადგენს წესებს და მონიტორინგს უწევს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მათ რეგულირებას. 1999 წლის 5 იანვარს საქართველოში დაფუძნდა „საქართველოს საფონდო ბირჟა“, ხოლო 1999 წლის 1 ოქტომბერს შეიქმნა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია. საქართველოს საფონდო ბირჟაზე 2006 წელს დაფიქსირდა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის საერთო მოცულობის მაქსიმალური რიცხვი – 169137895,16 ლარი. ეს მშპ-ს 1,23%-ია. ევროკავშირის შესაბამისი მაჩვენებელი 1,5%-ზე მეტია. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის შესაქმნელად ბევრი რამ გაკეთდა, მაგრამ ის მაინც უმოქმედო რჩება, რასაც თავისი ობიექტური მიზეზები აქვს:

- შემოსავლების დაბალი დონე;

- მოსახლეობის გაუთვითცნობიერება საფონდო სფეროს საკითხებში;
- მოსახლეობის ინდიფერენტულობა ნებისმიერი გარდაქმნებისა და სიახლეებისადმი;
- მოსახლეობის უარყოფითი, ემოციური დამოკიდებულება ფასიანი ქაღალდებისადმი.

მოსახლეობის ნდობის ფაქტორის არ არსებობა ფაქტიურად ძირს უთხრის საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში სახელმწიფოს განსაკუთრებული როლი ენიჭება და მან ხელი უნდა შეუწყოს ყველა იმ პროცესს, რომელიც შეამცირებს რისკის ფაქტორს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. საქართველომ მაქსიმალურად უნდა შეუწყოს ხელი ინვესტიციების დაბანდებას კორპორაციულ ფასიან ქაღალდებში, ანუ სამრეწველო საწარმოებში, რაც საბოლოო ჯამში ეროვნული ეკონომიკის აღორძინების საწინდარი იქნება.

საფონდო ბაზარი, რაც არ უნდა კარგად ფუნქციონირებდეს, ერთი ქვეყნის ფარგლებში ვერ იარსებებს, ის უფრო რეგიონალური და მსოფლიო ინტეგრაციული პროცესების მონაპოვარია. ამიტომაც, აუცილებელია საქართველოს საფონდო ბაზრის ინტეგრაცია ყველაზე უფრო ხელსაყრელ სამოქმედო არეალზე. ასეთად შეიძლება გვესახებოდეს „ამიერკავკასიის საფონდო ბაზარი". მის დადებით მხარეებად შეიძლება ჩაითვალოს:

- ✓ მოცემული ბაზარი ჯერ არ არის ჩამოყალიბებული და გააზრებული მოქმედების შედეგად საქართველოს შეუძლია მასში დომინანტის როლი შეასრულოს;
- ✓ დანარჩენი მსოფლიოს დაინტერესება ამ რეგიონით და ის ფინანსური სახსრები რომელთა დაბანდებაზეც ინვესტორები წამსვლელები არიან;
- ✓ საქართველოს მოსახერხებელი გეოპოლიტიკური მდებარეობა.

თავი VIII.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ფასიანი ქაღალდების არსსა და მის ფუნქციებში;
გაანალიზოთ თუ რატომ წარმოადგენს ის ინცესტიციების მოზიდვის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ალტერნატივას;
გაეცნოთ ფასიანი ქაღალდების სტრუქტურას;
განსაზღვროთ ვინ არიან კაპიტალის ძირითადი მიმწოდებლები და მომხმარებლები, როგორ ხორციელდება ინვესტირების პროცესი;
სახელმწიფოს როლის გარკვევას ბაზრის ფუნქციონირებისას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და ძირითადი ფუნქციები

ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში წარმოადგენს შედარებით ახალ მოვლენას სამამულო ეკონომიკაში. რამდენადაც საბჭოთა პერიოდში, როგორც ასეთი – ფინანსური ბაზარი – არ არსებობდა, არ არსებობდა მისი მნიშვნელოვანი შემადგენელიც – ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. არ არსებობდა ასევე ფინანსურ ინსტრუმენტებში ინვესტირების შესაძლებლობა, პირველ რიგში კი, ფასიან ქაღალდებში.

ფინანსური ინსტრუმენტები – ეს არის ფინანსურ ვალდებულებათა როგორც ხანგრძლივი, ასევე მოკლევადიანი ხასიათის სხვადასხვა ფორმები, რომლებიც წარმოადგენს ფინანსურ ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის საგანს. ფინანსურ ინსტრუმენტებს ჩვეულებრივ განეკუთვნება:

- ფასიანი ქაღალდები (ძირითადი და წარმოქმნილი);
- ძვირფასი ლითონები;
- უცხოური ვალუტა;
- აქციები და სხვა;

ფინანსურ ინსტრუმენტებში ინვესტირების მნიშვნელოვანი ნაწილი უჭირავს ინვესტიციებს ფასიან ქაღალდებში. ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენს როგორც დაწესებულებების, ასევე კერძო ინვესტორების მიერ ინვესტირების მნიშვნელოვან ობიექტს. როგორც წესი, ინვესტირება ხორციელდება არაერთ ფასიან ქაღალდში, არამედ ფასიანი ქაღალდების ნაკრებში, რომელიც წარმოქმნის "პორტფელს", ხოლო ინვესტირების მსგავს სახეობას "პორტფელური" ინვესტიციები ეწოდება. სხვა სიტყვებით, "პორტფელური" ინვესტიციები გულისხმობს თანხების ჩადებას ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობაში (აქციები, ობლიგაციები, წარმოებული ფასიანი ქაღალდები და ა. შ.).

პორტფელური ინვესტიციების მთავარ ამოცანას წარმოადგენს მინიმალური დასაშვები რისკიდან მაქსიმალურად მოსალოდნელი შემოსავლის მიღება.

პორტფელურ ინვესტიციებს გააჩნია რიგი უპირატესობებისა:

- ასეთი ინვესტირების დახმარებით შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობას, რომლებიც გაერთიანებულია პორტფელში, მიეცეს საინვესტიციო თვისებები, რომლის მიღწევა შეუძლებელია რომელიღაც ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალდებში ჩადებით;
- ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მარჯვედ შერჩევა და მართვა საშუალებას იძლევა მივიღოთ შემოსავლიანობის და რისკის ოპტიმალური შეხამება თითოეული კონკრეტული ინვესტორისთვის;

- ფასიანი ქაღალდების პორტფელი მოითხოვს უფრო დაბალ დანახარჯებს რეალური აქტივების ინვესტირებასთან შედარებით, ამიტომაც არის ის ხელმისაწვდომი ინდივიდუალური ინვესტორების მნიშვნელოვანი ნაწილისთვის;
- ფასიანი ქაღალდების პორტფელი უზრუნველყოფს საკმაოდ მაღალი შემოსავლების მიღებას შედარებით ნაკლები დროის ინტერვალში.

ფასიანი ქაღალდების ეფექტური პორთფელის ფორმირება შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხელსაყრელი გარიგებების განხორციელების საფუძველზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს ბაზარს, სადაც ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის შედეგად ხდება ფულადი რესურსების გადანაწილება მის მომწოდებლებსა (ინვესტორებსა) და მის მომხმარებლებს (ემოტენტებს) შორის.

განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უმეტეს ქვეყნებში წარმოადგენს ფინანსირების ალტერნატიულ წყაროს, ხელს უწყობს რა დროებით თავისუფალი სახსრების ეფექტურ გამოყენებას ეკონომიკაში. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მისი არსიდან გამომდინარე, სამართლიანი ფასის წარმოქმნის და კურსის ფორმირებას უზრუნველყოფს, ახდენს რა ვაჭრობის ორგანიზებას მონაწილეთათვის მისაღები თამაშის წესებით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იძლევა ინფორმაციას ქვეყნის ეკონომიკური კონიუნქტურისა და კაპიტალის განთავსების ორიენტირების შესახებ. ეს ინფორმაცია წარმოდგენილია ფასიანი ქაღალდების კურსების საშუალებით. რომელიმე კომპანიის აქციათა კურსის ზრდის დადებითი ტენდენცია კომპანიის სამეურნეო საქმიანობის წარმატებულობის და პერსპექტივის მაჩვენებელია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის, აგრეთვე, საწარმოთა მართვის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი მექანიზმი, რადგან

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას თან ახლავს საწარმოთა ფუნქციონირების გამჭვირვალობის ზრდა, ხოლო კომპანიის მენეჯმენტის მხრიდან ინფორმაციის საჯაროობის გონივრულად აწყობილი სისტემა წარმოადგენს კომპანიის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების და ინევსტიციების მოზიდვის საფუძველს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების მთავარი მიზანია – უზრუნველყოს ისეთი მექანიზმის არსებობა, რომლის საშუალებითაც შესაძლებელი იქნება ეკონომიკაში ინვესტიციების მოზიდვა ამ სახსრების მომწოდებელსა და მის მომხმარებელს შორის აუცილებელი კონტრაქტის დამყარების გზით. ამავე დროს აუცილებელია, რომ არსებული მექანიზმი ხელს უწყობდეს სახსრების ეფექტურ და დროულ გადაცემას, ასევე ასეთ გადაცემას უნდა ჰქონდეს იურიდიული ძალა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ფუნქციებია:

- ფულადი სახსრების გადანაწილება ინვესტირების მიზნით;
- ფინანსური რისკების გადანაწილება;
- ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა;
- ფასიანი ქაღალდების კურსის განსაზღვრა (საფონდო ინსტრუმენტებზე ფასწარმოქმნა);
- ეკონომიკის და მისი ფინანსური სექტორის მდგომარეობის ინდიკაცია;
- საინვესტიციო გადაწყვეტილებაზე მოქმედი ინფორმაციის გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა.

ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის შემადგენელი ნაწილებია ფულის ბაზარი და კაპიტალის ბაზარი.

ფინანსური ბაზარი = ფულის ბაზარი + კაპიტალის ბაზარი.

მნიშვნელოვანია ფინანსური ბაზრის მოკლევადიანი (1 წლამდე) ფასიანი ქაღალდები, კაპიტალის ბაზარზე მიმოქცევის საშუალო და გრძელვადიანი (1 წელზე ზევით) ფასიანი ქაღალდები. ფინანსურ ბაზარზე ადგილი აქვს საბანკო სესხებს, კომპანიებს შორის კრედიტებს, ვალუტით ვაჭრობას, ფინანსური რესურსების გადანაწილებას სახელმწიფო და კერძო საპენსიო ფონდებში, რესურსების აკუმულირებას სადაზღვევო ბიზნესში და ა. შ.

ეკონომიკურ თეორიაში და პრაქტიკაში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და საფონდო ბაზარი ერთი და იგივე ცნებებია.

ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲔᲑᲘᲡ ᲑᲐᲖᲐᲠᲘ – ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲛᲝᲖᲘᲓᲕᲘᲡ ᲐᲚᲢᲔᲠᲜᲐᲢᲘᲣᲚᲘ ᲒᲖᲐ

განვითარებული საფონდო ბაზარი რეალური სექტორის იაფი დაკრედიტებისა და ინვესტიციების მოზიდვის საუკეთესო საშუალებაა. სწორედ საფონდო ბაზარზე აქვს შანსი ეროვნულ წარმოებას აიღოს იაფი კაპიტალი და დააბანდოს წარმოებაში.

კორპორაციებისათვის კაპიტალის მოსაზიდად ძირითადად სამი მეთოდი არსებობს:

- საბანკო კრედიტი;
- პირდაპირი ინვესტიციები;
- ფასიანი ქაღალდების ემისია.

აღსანიშნავია, რომ პირველი ორი მეთოდიც გარკვეულწილად საფონდო ბაზართანაა დაკავშირებული:

უმეტესი კომპანიებისათვის საბანკო კრედიტი კონკრეტული პროექტისათვის წარმოადგენს კაპიტალის მოზიდვის ყველაზე მარტივ და გავრცელებულ ფორმას. სესხის გასაცემად კომერციული ბანკი შეისწავლის საწარმოს ფინანსურ მდგომარეობას. ფინანსური მდგომარეობის შესწავლის პროცესში მნიშვნელოვანია კომპანიის აქციათა რეალური ფასის დადგენა. ხოლო რეალური ფასის დასადგენად კომერციული ბანკი ინფორმაციას იღებს საფონდო ბაზრიდან. კერძოდ, ეს

შეიძლება იყოს ინფორმაცია იმის შესახებ, თუ როგორია საწარმოს აქციათა კურსის დინამიკა, დაშვებულია თუ არა კომპანიის აქციები ბირჟაზე სავაჭროდ, არის თუ არა იგი ლისტინგში, არის თუ არა კომპანიის აქციები რომელიმე ინდექსის შემადგენელი და ა. შ. რა თქმა უნდა, ზემოთ აღნიშნულ კითხვებზე დადებითი პასუხის გაცემა ქმნის კომპანიისთვის ბანკიდან კრედიტის აღების კარგ პირობებს.

პირდაპირი ინვესტიციებით კაპიტალის მოზიდვა ხდება ახალი ემისიით ან უკვე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მსხვილი პაკეტის ინვესტორისათვის გადაცემით (ცხადია, სააქციო საზოგადოების შემთხვევაში). ხშირად, ასეთი სახით ინვესტიციის მოზიდვის შემთხვევაში, ინვესტორებად გამოდიან მსხვილი საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო ფონდები ან ვენჩერული ტიპის ფონდები. აღსანიშნავია, რომ ახალი ემისიის შემთხვევაში, ემისიას მთლიანად ან დიდი წილით იძენს ინვესტორი. ინვესტორის ინტერესია მიიღოს მოგება გარკვეული პერიოდის შემდეგ, როცა მოხდება საინვესტიციო პროექტის რეალიზაცია და კომპანიის აქციათა კურსი რამდენჯერმე გაიზრდება. ამის შემდეგ ინვესტორი შეეცდება გაყიდოს თავისი კუთვნილი აქციათა პაკეტი, რათა მიიღოს უკან მის მიერ ჩადებული კაპიტალი და მოგება.

ცხრილი 8.1

კაპიტალის მეთოდების შედარება

კაპიტალის მოზიდვის მეთოდი	დადებითი მომენტები	უარყოფითი მომენტები	რეალიზაციის ძირითადი სიძნელეები
საბანკო კრედიტი	➢ დოკუმენტების გაფორმების სიმარტივე; ➢ თანხის მიღების სისწრაფე; ➢ ბანკი არ იღებს კომპანიის მართვაში მონანი-	➢ კრედიტის დაბრუნების უმკაცრესი პირობები; ➢ ტრადიციულად საბანკო კრედიტი არ არის გრძელვადიანი; ➢ ხშირად კომპა-	➢ ძნელია დაარწმუნო კრედიტორი თანხის და პროცენტის დროულად დაბრუნების გარანტიაში; ➢ კომპანიას უნ-

	ლეობას; ➢ მცირეა კრედიტის გაფორმებაში ზედნადები ხარჯები.	ნია იხდის დარიცხულ პროცენტებს უფრო ადრე, ვიდრე გარკვეული ამონაგების მიღებაა შესაძლებელი.	და ჰქონდეს გარანტად ჩასადები ქონება; ➢ მნიშვნელოვან როლს თამაშობს პირადი კონტაქტები.
პირდაპირი ინვესტიცია	➢ დიდი ოდენობის თანხის მოზიდვის შესაძლებლობა; ➢ სახსრები არის მიზნობრივი და უპროცენტო; ➢ შესაძლებელია მაღალი დონის მენეჯერების გამოყენება; ➢ აქციათა კურსის გაზრდის შესაძლებლობა.	➢ კონსულტანტებისათვის საჭიროა ახალი ემისიის და სანარმოს შეფასებისთვის საჭირო ხარჯები; ➢ საინვესტიციო პროექტის გაფორმებისა და ახალი ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციის დიდი დრო.	➢ დაინტერესებული ინვესტორის მოძებნა; ➢ ინვესტორის მიერ კომპანიის აქციათა პაკეტის გაყიდვის შემთხვევაში საწარმოზე კონტროლის აღდგენის მიზნით მენეჯერებმა უნდა შეძლონ პაკეტის გამოსყიდვა.
ფასიანი ქაღალდების ემისია	➢ არ არის დამოკიდებული ერთ ინვესტორზე; ➢ შესაძლებლობა მოზიდულ იქნეს უპროცენტო, დაუბრუნებელი სესხი (აქციების მეშვეობით) ან დასაბრუნებელი, უფრო მცირე პროცენტით ვიდრე საბანკო სესხი (ობლიგაციების მეშვეობით); ➢ კომპანიის მფლობელებს შეუძლიათ გაზარდონ თავიანთი წილი საწარმოში.	➢ ემისიის კონსტრუირების და განთავსების ხარჯები; ➢ საჯაროობის მოთხოვნების შესრულების აუცილებლობა; ➢ ახალი ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციისთვის საჭირო დიდი დრო.	➢ ბაზრის პროფესიულ მონაწილეთა არსებობა, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობას უზრუნველყოფენ.

კომპანიის მიერ საკუთარი ბიზნესის ფინანსირება **ფასიანი ქაღალდების ემისიით** მსოფლიო პრაქტიკაში ყველაზე გავრცელებული მეთოდია. ამ შემთხვევაში კომპანიას შეუძლია კაპიტალი მოიზიდოს საწესდებო კაპიტალის გაზრდით და ახალი აქციების გამოშვების გზით ან ობლიგაციების საშუალებით, რაც საფონდო ბაზრის მეშვეობით სესხის აღებაა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურა

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ისევე როგორც ნებისმიერი სხვა ბაზარი, წარმოადგენს რთულ ორგანიზაციულ-სამართლებრივ სისტემას ოპერაციების ჩატარების გარკვეული სპეციფიკური ტექნოლოგიით და მონაწილეებით.

საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" (მუხლი 2) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები არიან:

- ინვესტორი;
- ემიტენტი;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილე;
- აუდიტორი.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებად მონაწილეებს განეკუთვნება:

- საფონდო ბირჟა;
- ცენტრალური დეპოზიტორი;
- სხვა თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები;'
- ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავლი.

ფასიანი ქაღალდების შუამავლებს წარმოადგენენ:

- საბროკერო კომპანია, ბროკერი ან სხვა შუამავალი, რომლსაც ზედამხედველობას უწევს კომისია დადგენილი წესის მიხედვით.

ინვესტორები და ემიტენტები წარმოადგენენ ბაზრის ძირითად მონაწილეებს. საქართველოს კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ", ემიტენტად მიიჩნევა პირი, რომელიც კანონმდებლობის გათვალისწინებით უშვებს ფასიან ქაღალდებს. შესაბამისად, იგი შეიძლება იყოს საჯარო ან კერძო სამართლის იურიდიული პირი ან ფიზიკური პირი. ინვესტორი კი წარმოადგენს ნებისმიერ ფიზიკურ ან იურიდიულ პირს, რომელიც საინვესტიციო სახსრებს აბანდებს ემიტენტის სამეწარმეო საქმიანობაში წილობრივი თუ სასესხო ფასიანი ქაღალდების სახით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეები ქმნიან საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას. მათი საქმიანობა ექვემდებარება ლიცენზირებას ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის (შემდგომში კომისია) მხრიდან. დაწვრილებით მათი საქმიანობის შესახებ საუბარი გვექნება სახელმძღვანელოს II ნაწილში.

ფინანსურ ანგარიშზე **აუდიტორის** დასკვნას აქვს განსაკუთრებული მნიშვნელობა, რადგან იგი უზრუნველყოფს ფინანსური ანგარიშების სისრულის დამოუკიდებელ გარანტიას. საქართველოს კანონის „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" მოთხოვნით, კომპანიის ფინანსურ ანგარიშს თან უნდა დაერთოს აუდიტორის ექსპერტული დასკვნა, რითაც ის დაამოწმებს, რომ კომპანიის ფინანსური დოკუმენტაციის შემოწმება განხორციელდა ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების მოთხოვნის შესაბამისად.

საქართველოს კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის" შესახებ, **საბროკერო კომპანია** წარმოადგენს შუამავლს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ამავე კანონით და კომისიის წესებით განსაზღვრული საწყისი კაპიტალის მოთხოვნის საფუძველზე კომისიას შეუძლია გასცეს გენერალური ლიცენზია, რომლის მიხედვითაც საბროკერო კომპანიას უფლება აქვს ჩაებას ყველა ნებადართულ საქმიანობაში, ან სპეციალური ლიცენზიები,

რომლებიც საბროკერო კომპანიებს აძლევს კანონით გათვალისწინებულ მხოლოდ ზოგიერთი საქმიანობის უფლებას.

საფონდო ბაზარი მასზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის ხასიათიდან გამომდინარე იყოფა ორ ნაწილად:

- **პირველადი ბაზარი** – სადაც ხდება ფასიანი ქაღალდების პირველი და შემდგომი ემისიების საწყისი განთავსება ინვესტორთა შორის;
- **მეორადი ბაზარი** – სადაც მიმოქცევაშია პირველად ბაზარზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდები. მეორად ბაზარზე არ ხდება ემიტენტების მიერ ფინანსური სახსრების აკუმულირება, არამედ ხდება შემდგომ ინვესტორთა შორის რესურსების გადანაწილება.

პირველადი ბაზრის უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია ინვესტორთათვის ინფორმაციის სრული საჯაროობა. საჯაროობას ექვემდებარება ყველაფერი, რაც ხდება პირველად ბაზარზე: ემისიის პროსპექტის მომზადება, მისი რეგისტრაცია, ემისიის პუბლიკაცია და განთავსების შედეგები.

მეორადი ბაზრის უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელი ინფორმაციის საჯაროობასთან ერთად არის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა, რაც შესაძლებლობას იძლევა გაიზარდოს კაპიტალის ბრუნვადობა და შემცირდეს კაპიტალის ფორმირების დანახარჯები.

თავად მეორადი ბაზარი იყოფა ორ ნაწილად – **საბირჟო** და **არასაბირჟო ბაზრად**.

კაპიტალის ძირითადი მიმწოდებლები და მომხმარებლები ფასიანი ქაღლადების ბაზარზე

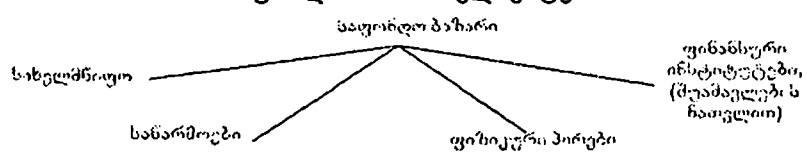
ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხდება ისეთი სისტემის ფორმირება, რომლის საშუალებითაც არსებული კანონმდებლობის შესაბამისად კაპიტალის მომხმარებლებს შეუძლიათ მიიღონ თანხა მრავალი სხვადასხვა წყაროდან, ხოლო კაპიტა-

ლის მიმწოდებლებს სთავაზობენ მრავალ ფინანსურ ინსტრუმენტს, რომლებშიც მათ შეუძლიათ დააბანდონ ფული.

სახელმწიფო და **საწარმოები** განიხილება როგორც კაპიტალის უპირველესი მომხმარებლები, ხოლო **ფინანსური ინსტიტუტები** და **ფიზიკური პირები** – როგორც კაპიტალის ძირითადი მიმწოდებლები. მაგრამ გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ფინანსური ინსტიტუტები, თავიანთი ოპერაციების დასაფინანსებლად, ასევე ხშირად გამოდიან ბაზარზე როგორც კაპიტალის მომხმარებლები (სქემა №8.1).

სქემა №8.1

საფონდო ბაზრის კლიენტები



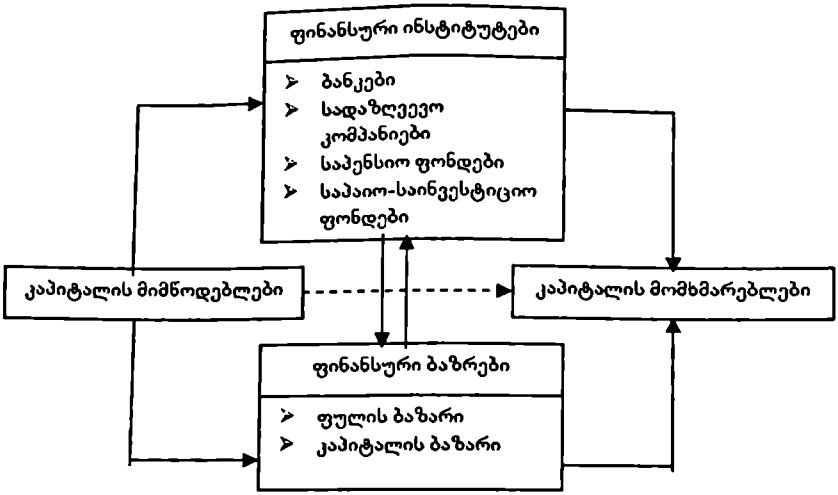
ფიზიკურ პირებს ფინანსური რესურსები შეუძლიათ მიაწოდონ მათ, ვისაც ამ რესურსებზე მოთხოვნა აქვთ, როგორც პირდაპირი კავშირით, ასევე ფინანსური ბაზრების ან ფინანსური ინსტიტუტების მეშვეობით (სქემა №8.2).

ფინანსური ინსტიტუტები ფინანსურ ბაზრებზე მონაწილეობენ როგორც მოთხოვნის, ასევე მიწოდების მხარეს. ამასთანავე, ისინი ერთდროულად მუშაობენ ფინანსურ ბაზრებზე და, აგრეთვე, გამოდიან შუამავლებად მიმწოდებელსა და მომხმარებელს შორის. მართალია სქემა 2-ზე ისარი აჩვენებს მიმართულებას მხოლოდ მიწოდება – მოთხოვნისაკენ, მაგრამ ფინანსურ ბაზრებზე არის გარიგებები (მაგ. ობლიგაციის გაყიდვის შემდგომ), როცა საბოლოო ძირითადი თანხა უბრუნდებათ მომხმარებლიდან კრედიტორებს.

ფინანსურ ბაზარზე **სახელმწიფო** წარმოადგენს ფულადი სახსრების ძირითად მომხმარებელს, სახელმწიფოს თავისი ხარჯების დასაფინანსებლად აქვს სამი ძირითადი წყარო:

სქემა №8.2

ინვესტირების პროცესი



- საგადასახადო შემოსავლები;
- სახელმწიფო აქტივების გაყიდვის შედეგად მიღებული შემოსავლები (პრივატიზაცია);
- შიდა და გარე ფინანსურ ბაზარზე აღებული სესხები.

გარდა იმ შემოსავლებისა, რომელსაც მთავრობა გადასახადების სახით იზიდავს, მას სხვადასხვა სახსრების მოზიდვის საჭიროებაც აქვს, რათა დააფინანსოს მრავალი სახის მომსახურება. დაფინანსების წყაროს ბოლო ორი პირდაპირ კავშირშია საფონდო ბაზართან. სახელმწიფო იყენებს საფონდო ბაზრის მექანიზმს არა მარტო სესხების ასაღებად, არამედ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გასატარებლადაც.

საწარმოები აგრეთვე წარმოადგენენ კაპიტალის ძირითად მომხარებლებს ფინანსურ ბაზარზე. მოზიდული კაპიტალი საწარმოებს სჭირდებათ როგორც მოკლევადიანი ამოცანების გადასაწყვეტად, ასევე გრძელვადიანი საინვესტიციო

პროექტების განსახორციელებლად. შედეგად, საწარმოები ფინანსურ სახსრებს იზიდავენ როგორც კაპიტალის ბაზარზე ასევე ფულის ბაზარზე.

სახელმწიფოებისგან განსხვავებით, რომელიც თანხებს იზიდავენ მხოლოდ სასესხო ფასიანი ქაღალდების საშუალებით, საწარმოებს აქვთ შესაძლებლობა მიიზიდონ თანხები როგორც სასესხო ფასიანი ქაღალდებით, ასევე წილობრივი ფასიანი ქაღალდებით. კონკრეტული მეთოდის არჩევა სახსრების მოსაზიდად დამოკიდებულია კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე, კაპიტალის მოზიდვის ღირებულებაზე, ბაზარზე არსებულ კონიუნქტურაზე და ა. შ.

კერძო პირები წარმოადგენენ სახსრების ძირითად მიმწოდებლებს ფინანსურ ბაზარზე. კერძო პირებს შეუძლიათ გაანათავსონ კაპიტალი ფინანსურ ბაზარზე როგორც დამოუკიდებლად, ასევე ფინანსური ინსტიტუტების დახმარებით (საბანკო დეპოზიტებში, კერძო საპენსიო პროგრამების შესაძენად, ან სიცოცხლის, უძრავი ქონების ავტომობილების დასაზღვევად, საპაიო ფონდებში ან სხვა კოლექტიურ საინვესტიციო ფონდებში ჩასადებად, აქციების, ობლიგაციების და სხვა სახის ქონების შესაძენად). კერძო პირის სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებისას, ფინანსურ ბაზარზე წამოჭრილ ყველა რისკს იგი თავის თავზე იღებს. ის პირადად ირჩევს ფინანსურ ინსტრუმენტს (აქცია, ობლიგაცია, საბანკო დეპოზიტები და ა. შ.), ინვესტირების მიმართულებას (ენერგეტიკა, მანქანათმშენებლობა და ა. შ.), ინვესტირების ობიექტს (კონკრეტული კომპანია, პოპულარული ფასიანი ქაღალდი და ა. შ.), ატარებს ბაზრის და ემიტენტის ანალიზს, კერძო პირებს პრაქტიკულად არ ძალუძს ჩაატაროს ღრმა ანალიზი და გაითვალისწინოს ყველა ის ფაქტორი, რაც მოქმედებს რისკზე და შემოსავლიანობაზე, ამიტომ უმეტეს შემთხვევაში კერძო პირები ამჯობინებენ მიმართონ ფინანსური შუამავლების მომსახურებას.

ფინანსური შუამავლები ფინანსურ ბაზარზე მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ, უზრუნველყოფენ რა ფულადი სახსრების აკუმულირებას და გადააქცევენ დანაზოგებს საინვესტიციო რესურსებად.

ფინანსურ ბაზარზე განარჩევენ სამი ტიპის ფინანსურ შუამავალს:

- **სადეპოზიტო ტიპის**, რომელთაც განეკუთვნება კომერციული ბანკები და სხვა საკრედიტო დაწესებულებები, რომლებიც ახდენენ სახსრების მიზიდვას დეპოზიტების საფუძველზე;
- **სადაზღვევო-საკონტრაქტო ტიპის**, რომელთაც განეკუთვნება არასახელმწიფო საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები;
- **საინვესტიციო ტიპის**, რომელთაც განეკუთვნება საინვესტიციო-საპაიო ფონდები, ტრასტ-ფონდები.

ზემოთ ჩამოთვლილი შუამავლებიდან წმინდა საშუამავლო საქმიანობას მხოლოდ კომერციული ბანკები ეწევიან. იღებენ რა დეპოზიტზე თანხებს, ისინი გარკვეული პროცენტის საფასურად შემდგომში განათავსებენ ამ სახსრებს ფინანსურ ბაზრებზე. ფინანსურ ბაზარზე მიღებული შემოსავლის და კაპიტალის მოზიდვის ღირებულების სხვაობა წარმოადგენს ბანკის შემოსავალს.

ფინანსური ინსტიტუტების სხვა ტიპები შეიძლება პირობითად ჩაითვალოს შუამავლებად, რადგან მათი ძირითადი მიზანია კერძო და იურიდიული პირებისათვის გარკვეული სამსახურის გაწევა, მაგალითად პენსიების და დაზღვევის გაცემა, ხოლო თავისუფალ სახსრებს იყენებენ ფინანსურ ბაზრებზე ოპერაციების ჩასატარებლად. სხვადადსხვა ტიპის საინვესტიციო ფონდები ემსახურებიან მოსახლეობას ფინანსური სახსრების ინვესტირებაში, რის საფასურადაც იღებენ გარკვეულ გასამრჯელოს. ფინანსურ ბაზარზე მიღებულ შემოსავალსა და ფონდის მმართველის ანაზღაურებას შორის სხვაობა წარმოადგენს ინვესტორის შემოსავალს.

საპენსიო ფონდები მომავალი პენსიონერებიდან იღებენ შენატანებს იმ ალბათობით, რომ კლიენტთა უმეტესობისათვის მათ არ მოუწევთ პენსიების გადახდა უახლოეს წლებში. ამავე დროს გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ ფონდების შემოსავლიანობის დონე უნდა იყოს საკმარისად მაღალი, თუნდაც ინფლაციის ხარისხის შესატყვისი, რათა მათ შეძლონ თავიანთი მოვალეობის შესრულება და პენსიონრებისათვის ფულის გადახდა.

სადაზღვევო კომპანიების იურიდიული და ფიზიკური პირებიდან რეგულარულად იღებენ თანხებს სადაზღვევო პოლისით. კომპანიამ შემდგომში უნდა მოახდინოს ამ შენატანების ფინანსურ ინსტრუმენტებში განთავსება, იმის გათვალისწინებით, რომ კოტრაქტის თანახმად, მას მოუწევს აკუმულირებული შენატანების დაბრუნება. მაგალითად, გამოდგება სიცოცხლის დაზღვევის პოლისი, როცა კომპანია დაზღვეული პირის სიკვდილის შემთხვევაში სახელშეკრულებო თანხას უხდის ბენეფიციარებს. სადაზღვევო კომპანიებისათვის მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს ინვესტირების პერიოდის შესაბამისობა მოსალოდნელ ვალდებულებებთან.

საპაიო-საინვესტიციო ფონდები აწარმოებენ დანაზოგების მიღებას და წვრილი ინვესტორებისათვის ქმნიან საინვესტიციო მექანიზმს. მიღებული დანაზოგების საფუძველზე საინვესტიციო ფონდები ახდენენ თანხების განთავსებას ფინანსურ ბაზარზე ფასიან ქაღალდებში. რა თქმა უნდა, საინვესტიციო ფონდებს არ შეუძლიათ სახსრების განთავსება ისეთსავე გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებში, როგორც საპენსიო ფონდებს და სადაზღვევო კომპანიებს, რადგან ინვესტორებს შეუძლიათ ნებისმიერ დროს მოითხოვონ თავიანთი თანხის დაბრუნება.

სახელმწიფოს როლი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებაში

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების საკითხში ძირითადი სტრატეგიული ამოცანა მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების ყველა სუბიექტის ბაზრის მოქმედების წესების დაცვის აუცილებელ უზრუნველყოფაში, რათა განხორციელდეს მთავარი მაკროეკონომიკური ფუნქცია, კერძოდ კი, თავისუფალი რესურსების მობილიზაცია ეკონომიკის განვითარების უზრუნველსაყოფად და მოსახლეობისთვის საიმედო და შემოსავლიანი დანაზოგის ინსტრუმენტების ჩამოსაყალიბებლად.

სახელმწიფო რეგულირების ორგანოები იყენებენ სხვადასხვა მეთოდებს და პრინციპებს. რეგულირების მეთოდები იყოფა შემდეგ ქვეჯგუფებად:

- ინსტიტუციური;
- ფუნქციონალური;

ინსტიტუციური მეთოდები – რომელთა დახმარებითაც ხორციელდება საინვესტიციო ინსტიტუტების ფინანსური მდგომარეობის რეგულირება და მათი ხარისხიანი მართვა. კერძოდ კი, საფონდო ბაზრების პროფესიულ მონაწილეთა მიერ საკუთარი საშუალებების მიმართ მოთხოვნათა დადგენა, აქტივების და პასივების სტრუქტურის რეგულირება, სარისკო ოპერაციებში მონაწილეობის შეზღუდვა და ა.შ.

ფუნქციონალური მეთოდები – რომლებიც დაკავშირებული არიან გარკვეული ოპერაციების შესრულების წესების დადგენასთან. ამდენად, მოთხოვნა იმისა, რომ აღირიცხოს კლიენტთა ფასიანი ქაღალდები რაიმე ფინანსური ინსტიტუტისაგან განცალკევებით, განეკუთვნება ფუნქციონალური რეგულირების მეთოდებს.

ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირების ძირითად პრინციპებს წარმოადგენს:

- მთელი ქვეყნის ტერიტორიაზე ბაზრის რეგულირების ერთიანი ნორმატიული ბაზის, რეჟიმისა და მეთოდების პრინციპი;
- მინიმალური სახელმწიფო ჩარევისა და მაქსიმალური თვითრეგულირების პრინციპი. მოცემული პრინციპის თანახმად, სახელმწიფო არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა საქმიანობას იმ შემთხვევებში, თუ ეს აუცილებელია. რამდენადაც სახელმწიფოსა და ბაზრის მონაწილეთა ინტერესები ბევრ რამეში ერთმანეთს ემთხვევა, კერძოდ, ლიკვიდობის მხარდაჭერისა და ბაზრის სტაბილურობის საკითხი, ხოლო რისკების მართვისა და მათი ბოროტად გამოყენების შესაძლებლობის შემცირების უზრუნველსაყოფად აუცილებელია თვითრეგულირების ელემენტები. ეს უკანასკნელი ითვალისწინებს სახელმწიფოს ფუნქციების ნაწილობრივ გადაცემას ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა მიერ გაერთიანებულ თვითრეგულირებად ორგანიზაციებზე. თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების ეფექტური ქმედება დაფუძნებულია იმაზე, რომ ბაზრის მონაწილეებმა, ვიდრე სხვა ვინმემ, უფრო უკეთესად იციან, თუ კონტროლის როგორი მექანიზმია საჭიროა, და როგორ გამოამჟღავნონ ეს დარღვევები. ისინი დაინტერესებულნი არიან ადეკვატური ეთიკური ნორმის დაცვით.
- თანაბარი შესაძლებლობის პრინციპი, რომლის თანახმადაც არ არსებობს რაიმე უპირატესობები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამა თუ იმ მონაწილისთვის რეგულირების ორგანოების წინაშე;
- ბაზრის რეგულირების სისტემის განვითარებაში მონაცვლეობის (მემკვიდრეობითობის) პრინციპი, რაც ნიშნავს, რომ ის უნდა იყოს გამიზნული დადგე-

ნილი ხანგრძლივი ორიენტირებისთვის და შეეძლოს მიმდინარე ცვლილებებთან ადაპტირება.

ამ დარგში რეგულირების ძირითად **ობიექტებს** წარმოადგენს:

- ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები და ემიტენტების (რეგისტრატორები, აუდიტორები და სხვ.) მიერ მოზიდული ორგანიზაციები;
- ფასიანი ქაღალდების პროფესიონალი მონაწილეები;
- ინვესტიციების მართვით დაკავებული ინვესტორები და ორგანიზაცია-დაწესებულებები;

  თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები;
- სამართლებრივ რეგულირებასთან ერთად ჩვენს ქვეყანაში იქმნება რეგულარული კონტროლის ზედამხედველობის სისტემა, ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე მართლწესრიგის მხარდაჭერის უზრუნველყოფისთვის.

ზედამხედველობის სისტემა მოიცავს:

ეროვნული ბანკი;

რეგიონალური განყოფილებები;

მალიცენზირებელი ორგანოები (გენერალური ლიცენზიის მფლობელები);

- თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები;

მოცემული სისტემა საშუალებას იძლევა ეს ფუნქციები განაწილებულ იქნას შესაბამის ორგანოებს შორის და უფრო ეფექტურად განხორციელდეს კანონების დაცვის უზრუნველყოფა ფასიანი ქაღალდების ბაზრების მონაწილეთა მიერ.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სხვადასხვა მიმართულებით მოქმედებს. ეს მიმართულებებია:

➢ *ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება;*

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების სახელმწიფო სისტემა წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სახელმწიფო პოლიტიკის მთავარ ინსტრუმენტს, რომელიც ხორციელდება შემდეგი გზებით:

- ემიტენტებისა და ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების საქმიანობისადმი აუცილებელი მოთხოვნების დაწესება;
- ფასიანი ქაღალდების ემისიის რეგისტრაციაზე და მისი პირობების შესრულებაზე კონტროლი;
- ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების საქმიანობის ლიცენზირება;

  ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა უფლებების დაცვის სისტემის შექმნა.

➢ ***სახსრების მოზიდვა ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარად;***

ფინანსური სახსრების მობილიზაციის მიზნით სახელმწიფო ბრუნვაში უშვებს სამთავრობო ფასიან ქაღალდებს (სხვადასხვა ვადიან ობლიგაციებს, სახაზინო ვალდებულებებს და ა. შ.).

➢ ***მოქმედება ბაზრის მდგომარეობაზე ცენტრალური ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის საშუალებით;***

- საბანკო საპროცენტო განაკვეთის რეგულირებით, შესაბამისი შემოსავლიანობის მქონე მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით;

ბრუნვაში მყოფ ფულად მასაზე კონტროლის განხორციელებით.

მთავრობას შეუძლია გამოუშვას მოკლევადიანი ინსტრუმენტები და ინვესტორებს უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთი შესთავაზოს, რითაც გააკეთოს განაცხადი ქვეყანაში საპროცენტო განაკვეთების გაზრდაზე.

ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის შედეგად სახელმწიფო ბრუნვიდან იღებს ფულადი მასის ნაწილს, რაც ამაღლებს ფულის მსყიდველუნარიანობას და ხელს უწყობს ინფლაციის ტემპების შემცირებას. ფულადი მასის გაზრდის მიზნით სახელმწიფოს შეუძლია განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი შესყიდვა ქაღალდების შესყიდვით გამყიდველთა აქტივების ნაწილი ფასიანი ქაღალდებიდან გარდაიქმნება ფულად სახსრებად, და შესაბამისად, ქვეყანაში ფულის მასა იზრდება.

- ***სახსრების მოზიდვა გრძელვადიანი დავალიანების დასაფარავად;***

სახელმწიფო იყენებს ბაზრის ამ სეგმენტს მსხვილი ნაციონალური და საერთაშორისო პროექტების და პროგრამების დასაფინანსებლად.

თავი IX.

ფასიანი ქაღალდები, როგორც ინვესტირების ობიექტი

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ფასიანი ქაღალდების არსსა და კლასიფიკაციაში;
გაანალიზოთ ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა, მათი ძირითადი კრიტერიუმები;
გაეცნოთ საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების ძირითად ასპექტებს.

ფასიანი ქაღალდები: არსი და კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდი (security) – ეს არის დოკუმენტი, რომელიც ადასტურებს ქონებრივ უფლებებს დადგენილი ფორმისა და სავალდებულო რეკვიზიტების დაცვით, რომელთა განხორციელება და გადაცემა შესაძლებელია მხოლოდ მისი წარდგენის შემთხვევაში.

საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ", ამგვარად განმარტავს ფასიან ქაღალდებს:

ფასიანი ქაღალდი (ფასიანი ქაღალდები) – მიმოქცევადი ფინანსური ინსტრუმენტები და უფლებები, რომელთა საჯარო შეთავაზებაც შესაძლებელია წილობრივი თუ სასესხო ფასიანი ქაღალდების სახით, ან რომლებიც შეიძლება გარდაიქმნას ასეთებად, ან რომლებიც არიან ასეთებზე ხელმოწერისა თუ შეძენის უფლებების მატარებლები, საინვესტიციო ხელშეკრულებები და ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სხვა ინსტრუმენტები და უფლებები (მუხლი 2. პ. 32).

ამ კანონით არ განიხილება, როგორც ფასიანი ქაღალდების შემდეგი ფინანსური ინსტრუმენტები:

- ბანკების ვალდებულებები, დაკავშირებული დეპოზიტებთან ან სხვა ფიქსირებულ ვადიან ფინანსირებასთან, რომლებსაც წარმოქმნის კლიენტთა პირდაპირი, შუამავლების გარეშე მომსახურება და რომლებისთვისაც არ არის დამახასიათებელი საჯარო მიმოქცევა;
- ნებისმიერი სადაზღვევო პოლისი ან ენუიტური კონტრაქტი, გამოშვებული დაზღვევის შესახებ კანონმდებლობის შესაბამისად მოქმედი იურიდიული პირის მიერ;
- ჩეკები (რეგულირდება საქართველოს კანონით „ჩეკების შესახებ“);

  კომისიის წესებით განსაზღვრული გამონაკლისი ხელშეკრულებები ან ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა რეგულირებაც შესაბამისად ხორციელდება ამ და სხვა კანონებით (მუხლი 2, პ. 32).

ფასიან ქაღალდებს ახასიათებს შემდეგი ფუნდამენტური თვისებები:

- **მიმოქცევადობა** – ფასიანი ქაღალდების არსიდან გამომდინარე, მისი დანიშნულებაა იყოს მიმოქცევადი (ტრანსფერტული). განვითარებული საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურა აადვილებს ფასიანი ქაღალდების მფლობელების შეცვლას. ამ თვისებიდან გამომდინარე ფასიანი ქაღალდები გამოდიან არა მარტო როგორც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტები, არამედ დამოუკიდებლად ხდებიან საგადამხდელო ინსტრუმენტი, აადვილებენ რა სხვა საქონლის მიმოქცევას.
- **სტანდარტულობა** – წარმოადგენს საბირჟო საქონლისათვის დამახასიათებელ ერთ-ერთ თვისებას. ეს გულისხმობს მისი თვისებების, უფლებების, აღრიცხვის, გარიგებების, ფირმის და შინაარსის სტანდარტულობას. აღნიშნული თვისება აგრეთვე ხელს უწ-

ყობს იმას, რომ ფასიანი ქაღალდი მიმოქცევადი იყოს. არასტანდარტული ფასიანი ქაღალდი შეზღუდულია იმ გარიგებების ჩარჩოებში, რომელშიც ის შესრულდა, ხოლო სხვა პირზე მისი შემდგომი გადაცემისთვის საჭიროა ინდივიდუალურ პირობებზე დადებული ახალი ხელშეკრულება.

- **დოკუმენტურობა** – ფასიანი ქაღალდი ყოველთვის დოკუმენტია, წარმოდგენილია იგი მატერიალური (სერტიფიკატი) თუ არამატერიალური ფორმით (ამონაწერის სახით). მხოლოდ დოკუმენტში შეიძლება იყოს დაფიქსირებული ის უფლებამოსილება, რასაც ინვესტორი იძენს ფასიანი ქაღალდის ყიდვით. ამავე დროს კანონით ფასიანი ქაღალდი განსაზღვრულია როგორც დოკუმენტი, რომელიც უნდა შეიცავდეს გარკვეულ რეკვიზიტებს. რომელიმე რეკვიზიტის არარსებობის შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდი სხვა ვალდებულებების მატარებელი დოკუმენტი ხდება – ანუ არაფასიანი ქაღალდი.
- **რეგულირება და სახელმწიფოს მხრიდან აღიარება** – ფასიანი ქაღალდი უნდა იყოს სახელმწიფოს მხრიდან აღიარებული, რაც ხელს უწყობს ინფორმაციის საჯაროობას, გამოშვებისა და მიმოქცევის წესების არსებობას, სახელმწიფოს მხრიდან რეგულირებას. შედეგად ამას მოყვება რისკის შემცირება და ინევსტორის მხრიდან ნდობის ამაღლება (კომისია ყოველ ემისიას ანიჭებს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულ საიდენტიფიკაციო ნომერს, რომელიც იმავდროულად ჩაითვლება ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო საიდენტიფიკაციო ნომრად).
- **საბაზრო თვისებები** – ფასიანი ქაღალდის მიმოქცევადობიდან გამომდინარეობს, რომ ის წარმოადგენს საქონლის განსაკუთრებულ კატეგორიას, რო-

მელსაც უნდა ჰქონდეს სპეციფიკური ინფრასტრუქტურით აღჭურვილი რეგლამენტირებული ბაზარი კოტირების საკუთარი სისტემით.

- **ინფორმაციის საჯაროობა** – ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში სამართლიანობის და თანაბარი პირობების საფუძველზე შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა ინფორმაცია თანაბრადაა ხელმისაწვდომი ყველასათვის. ინფორმაციის საჯაროობა, რომელიც მოიცავს ემიტენტის ფინანსურ ანგარიშგებასაც, წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების რეგულირების რეჟიმის უმნიშვნელოვანეს ელემენტს. ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები ვალდებულნი არიან გამჭვირვალე გახადონ საქმიანობა, რაც აუცილებლად აისახება ფასიანი ქაღალდების მიმართ ინვესტორთა ინტერესების გაზრდაში.
- **ლიკვიდურობა** – არის გარკვეული რაოდენობის საქონელზე (ჩვენს შემთხვევაში ფასიან ქაღალდზე) დროის ნებისმიერ მომენტში გარიგებების სწრაფი განხორციელება ფასთა უმნიშვნელო ცვლილებებით. თუ ბაზარი ფასიან ქაღალდს არ ცნობს, როგორც ლიკვიდურს, ფასიანი ქაღალდი გადაიქცევა „ცარიელ" ქაღალდად.
- **რისკი** – ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდი გარკვეული რისკის მატარებელია. ინვესტორი, რომელიც ფასიან ქაღალდში გარკვეულ სახსრებს აბანდებს, თანახმაა თავის თავზე აიღოს ის რისკი, რომელიც კონკრეტულ ფასიან ქაღალდს ახლავს თან.
- **შემოსავლიანობა** – ინვესტორი ფასიან ქაღალდს განიხილავს, როგორც შემოსავლის მომტან ფინანსურ აქტივს. შესაბამისად შემოსავლიანობა განიხილება, როგორც ფასიანი ქაღალდის უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელი. აღსანიშნავია ისიც, რომ რაც

უფრო დიდია რისკი, რომელიც ფასიან ქაღალდს ახლავს, მით უფრო დიდია შემოსავალი.

- **შესრულების აუცილებლობა** – კანონმდებლობით არ შეიძლება იმ ვალდებულებებზე უარის თქმა, რომელიც ფასიანი ქაღალდებით ინვესტორს აქვს მინიჭებული. წინააღმდეგ შემთხვევაში ადგილი ექნება ინვესტორის მხრიდან კანონის აღსრულების მოთხოვნას.

ფასიანი ქაღალდის კანონისეული განმარტებით, დამატებით კონკრეტდება ფასიანი ქაღალდებისთვის დამახასიათებელი შემდეგი თვისებები:

- **წილობრივ თუ სასესხო უფლებად საჯარო შეთავაზებადობა** – ფასიან ქაღალდებად ჩაითვლება შემოსავლის მიღების არა ნებისმიერი უფლება, არამედ მხოლოდ ის, რომელიც შეიძლება გასხვისდეს არანაკლებ 100 პირზე ან პირთა განუსაზღვრელ რაოდენობაზე.
- **წილობრივ თუ სასესხო უფლებად გარდაქმნის ან შეძენის შესაძლებლობა** – ფასიან ქაღალდებად ჩაითვლება ის მიმოქცევადი ფინანსური უფლებებიც, რომლებიც მოცემულ მომენტში საჯარო შეთავაზებად წილობრივ თუ სასესხო უფლებას არ წარმოადგენენ, მაგრამ იძლევიან უფლებას, გარკვეული ვადის ან პირობის დადგომის შემდეგ ასეთებად გარდაიქმნენ.

ამასთან, უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ, კანონით, ფასიანი ქაღალდის ერთ-ერთ სახედ მიიჩნევა საინვესტიციო **ხელშეკრულება**. საინვესტიციო ხელშეკრულებით ინვესტორმა შეიძლება მისცეს სხვა პირს ფული ან სხვა უფლება საკუთრებაზე ეკონომიკურ საქმიანობაში დასაბანდებლად, მაგრამ აუცილებელია, რომ ინვესტორის ამ ქმედებას ჰქონდეს შემოსავ-

ლის მიღების მიზანი, წინააღმდეგ შემთხვევაში ის არ ჩაითვლება ფასიან ქაღალდად.

ინვესტორებისთვის ძირითადი მნიშვნელობა აქვს ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციას მათი საინვესტიციო შესაძლებლობების მიხედვით. ამ მხრივ, ყველა ფასიანი ქაღალდი შეიძლება დაიყოს სამ სახეობად:

- ფასიანი ქაღალდები ფიქსირებული შემოსავლით;
- აქციები;
- წარმოებული ფასიანი ქაღალდები.

ფასიან ქაღალდებს ფიქსირებული შემოსავლით განეკუთვნება ფინანსური საშუალებები, რომელთაც ახასიათებთ სამი თვისება:

- მათთვის დაწესებულია დაფარვის გარკვეული თარიღი – დღე, როდესაც მსესხებელმა უნდა გადაუხადოს ინვესტორს, ერთის მხრივ, ნასესხები თანხა, რაც შეადგენს ფასიანი ქაღალდის ნომინალურ ღირებულებას, და მეორეს მხრივ, პროცენტი (თუ ის გათვალისწინებულია ფასიანი ქაღალდების პირობებით);
- მათ აქვთ ნომინალის და პროცენტების გადახდის ფიქსირებული ან წინასწარ განსაზღვრული სქემა;
- როგორც წესი, მათი ფასების კოტირება მითითებულია სპეციალური სიდიდის პროცენტებში – დაფარვისუნარიანი შემოსავლიანობა.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციის სხვადასხვა საშუალებები ფიქსირებული შემოსავლებით, თუმცა ზოგადად ისინი იყოფა სამ კატეგორიად:

- უვადო (მოთხოვნამდე) დეპოზიტები და სასწრაფო დეპოზიტები;

- ფულადი ბაზრის ფასიანი ქაღალდები;
- ობლიგაციები.

ობლიგაციები ეწოდება ფასიან ქაღალდებს ფიქსირებული შემოსავლებით, რომლებითაც ემიტენტი ვალდებულებას იღებს გადაუხადოს ობლიგაციის მფლობელს პროცენტის თანხა, გარდა ამისა, ობლიგაციის ნომინალი – დაფარვის დღეს. არსებობს ობლიგაციის ორი ძირითადი განსხვავება ფულადი ბაზრის ფასიანი ქაღალდებისაგან. ერთის მხრივ, პრაქტიკულად ყველა ობლიგაცია იყიდება ნომინალით პროცენტის შემდგომი გადახდით. მეორეს მხრივ, ობლიგაციის გადახდის ვადა შეიძლება იყოს ერთი წელი და ასევე შესაძლოა გაიცეს რამდენიმე ათეული წლების ხანგრძლივობით.

ემიტენტის ტიპის მიხედვით ობლიგაციები შეიძლება იყოს:

- სახელმწიფო – რომლის ემიტენტს წარმოადგენს თავად სახელმწიფო (საქართველოში – ფინანსთა სამინისტროს სახით);
- სახელმწიფო დაწესებულებათა ობლიგაციები (სამინისტროების და უწყებების სახით);
- მუნიციპალური – ემიტენტს წარმოადგენს ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანო;
- კორპორაციული – ემიტენტს წარმოადგენენ იურიდიული პირი (ხშირად ღია სააქციო საზოგადოებები);
- უცხოური – ემიტენტს წარმოადგენენ სხვა ქვეყნების სამთავრობო დაწესებულებები და კორპორაციები.

აქცია – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც გაიცემა სააქციო საზოგადოების მიერ და აძლევს უფლებას მის მფლობელს (აქციონერს) მიიღოს სააქციო საზოგადოების (სს) მოგების წილი დივიდენდის სახით, სააქციო საზოგადოების

მართვაში მონაწილეობის და მისი ლიკვიდაციის შემდეგ ქონების ნაწილის ფლობის უფლებით.

არსებობს აქციათა ორი პრინციპული განსხვავება ფიქსირებული გადასახადების მქონე ფასიანი ქაღალდებისაგან:

- დივიდენდი დამოკიდებულია სს სუფთა შემოსავლისაგან და თეორიულად შესაძლოა საერთოდ არ იქნეს გადახდილი, ის შესაძლოა გაიზარდოს ან შემცირდეს. ობლიგაციის გადასახადების სიდიდე კი ფიქსირებულია და გააჩნია სავალდებულო ხასიათი – ემიტენტი ვალდებულია განახორციელოს ის მიუხედავად იმისა, აქვს თუ არა მას მოგება, ან არის თუ არა წამგებიანია.
- აქციებისთვის არ დგინდება დაფარვის არანაირი ვადა.

აქციები იყოფა ორ ჯგუფად – **პრივილეგირებული** და **ჩვეულებრივი** აქციები.

პრივილეგირებული აქციები მოიცავს აქციების და ობლიგაციების ცალკეულ თვისებებს. *ჩვეულებრივი* აქციები ინვესტორს ანიჭებს ორ მნიშვნელოვან უფლებას:

- **ხმის უფლება** – ჩვეულებრივი აქციების მფლობელს უფლება ეძლევა მიიღოს მონაწილეობა აქციონერთა კრებაში, კორპორაციის ხელმძღვანელ ორგანოთა არჩევაში, სხვა დანარჩენ აქციონერებთან ერთად განსაზღვროს ფირმის ეკონომიკური პოლიტიკა.

  უპირატესი უფლება – აძლევს აქციონერს საშუალებას შეინახოს მისი წილი გამოშვებული აქციების საერთო მოცულობაში.

წარმოებულ ფასიან ქაღალდებს განეკუთვნება ისეთი ფინანსური სახსრები, რომელთა ღირებულება დამოკიდებულია სხვა საშუალებებზე, რომელთაც ეწოდება საბაზისო (ძირითადი). საბაზისო საშუალებების ყველაზე გავრცელებულ ტიპს წარმოადგენს ჩვეულებრივი აქციები. ყველაზე გავრცე-

ლებულ წარმოებულ ფასიან ქაღალდებს კი წარმოადგენს **ოფციონები და ფინანსური ფიუჩერსები.**

ოპციონები შეიძლება იყოს ორი სახის – **ყიდვის ოფციონი** (კოლლ ოპციონ) – და **გაყიდვის ოფციონი** (პუტ ოპციონ).

ყიდვის ოფციონი – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც აძლევს უფლებას მის მფლობელს (მაგრამ არ ავალდებულებს) იყიდოს ფასიანი ქაღალდების გარკვეული რაოდენობა წინასწარ შეთანხმებული ფასებით, ეგრეთ წოდებული სარეალიზაციო ფასებით დადგენილი დროის პერიოდში. ინვესტორი, რომელმაც გაყიდა ყიდვის ოფციონი, ვალდებულია გაყიდოს ოფციონში მითითებული ფასიანი ქაღალდები სარეალიზაციო ფასებით (აღნიშნული ოფციონის მყიდველი ინვესტორის მიერ ოფციონის რეალიზაციის შემთხვევაში).

გაყიდვის ოფციონი – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც აძლევს უფლებას მის მფლობელს (მაგრამ ასევე არ ავალდებულებს) გაყიდოს ფასიანი ქაღალდების გარკვეული რაოდენობა წინასწარ შეთანხმებული ფასებით დადგენილი დროის პერიოდში. ოფციონის გამყიდველი ინვესტორი ვალდებულია იყიდოს ფასიანი ქაღალდები სარეალიზაციო ფასებით.

ფიუჩერსული კონტრაქტები წარმოადგენს შეთანხმებას იყიდოს ან გაყიდოს შეთანხმებული საქონლის გარკვეული რაოდენობა განპირობებულ ადგილზე წინასწარ შეთანხმებული ფასებით. ფიუჩერსული კონტრაქტები წააგავს ოფციონს იმ არსებითი განსხვავებით, რომ ფიუჩერსული გარიგების დადებისას გამყიდველიც და მყიდველიც ვალდებულნი არიან შეასრულონ აღებული ვალდებულებები.

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა ფასდება გარკვეული მაჩვენებლების ერთობლიობით. ეს მაჩვენებლები საშუალებას იძლევა სრულყოფილად შევაფასოთ და რაც მთავარია ზუსტად განვსაზღვროთ ობიექტის ვარგისიანობა და მიმზიდველობა, რათა შესაძლებელი იყოს მისი შედარება ალტერნატიულ ვარიანტებთან და ინვესტორის დაინტერესებასთან.

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა დამოკიდებულია მათ სახეობაზე. ამდენად, ძირითადად აქციების საინვესტიციო თვისებები დაკავშირებულია მათი კურსის ღირებულებებთან, დივიდენდების მიღებასთან და ქონებრივი და არაქონებრივი უფლებების უზრუნველყოფასთან. ობლიგაციების საინვესტიციო მიმზიდველობა განპირობებულია მათი საიმედოობით. როგორც წესი, ამ ფასიანი ქაღალდების შემოსავალი უფრო დაბალია, ვიდრე აქციების, მაგრამ ის უფრო სტაბილურია. ოფციონების და ფიუჩერსების საინვესტიციო მიმზიდველობა განისაზღვრება ძალიან მაღალი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობებით, ასევე ამ ინსტრუმენტების გამოყენებით რისკების ხეჯირებისას.

საერთოდ კრიტერიუმებს, რომლებიც განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობას წარმოადგენს:

- შენატანების (ინვესტირების) **უსაფრთხოება** – ფასიანი ქაღალდების მკვეთრი ცვლილებებისგან დაცულობა და შემოსავლების მიღების სტაბილურობა;
- შენატანების (ინვესტირების) **შემოსავლიანობა** – დამოკიდებულია კურსის ღირებულების ზრდაზე და დამატებითი შემოსავლის მიღებაზე (დივიდენდების და კუპონური გადასახადების სახით);

- ფასიანი ქაღალდების **ლიკვიდობა** – ფასიანი ქაღალდების სწრაფი რეალიზაციის შესაძლებლობა და მათი ფულად ფორმაში გარდაქმნა ინვესტორებისთვის არსებითი დანაკარგების გარეშე.

ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება მოიცავს:

- საინვესტიციო პოლიტიკის დამუშავებას;
- ფასიანი ქაღალდების ანალიზს;
- საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებას;
- საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაციას;
- საინვესტიციო საქმიანობის შეფასებას.

თავის მხრივ საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება გულისხმობს:

- ფასიან ქაღალდებში ფულადი საშუალებების ინვესტირების მიზნების განსაზღვრას;
- ფინანსური შესაძლებლობების და მიზნების თანაფარდობას;
- რისკის და შემოსავლიანობის თანაფარდობას;

ფასიანი ქაღალდების ანალიზი გამიზნულია ისეთი ფასიანი ქაღალდების გამოვლენაზე, რომლებსაც შეუძლიათ მოგვცეს კაპიტალის ზრდა. იმისთვის, რომ განვსაზღვროთ რომელ ფასიან ქაღალდს შეუძლია შემოსავლის გაზრდა, გამოიყენება **ფუნდამენტალური და ტექნიკური** ანალიზი.

ფუნდამენტალური ანალიზი დაფუძნებულია მასზე, რომ ფასიანი ქაღალდების კოტირებები გამოხატავენ როგორც ეკონომიკის მდგომარეობას ზოგადად, ასევე თვით ემიტენტი ფირმის და ცალკეული დარგების მდგომარეობასაც. ამასთან დაკავშირებით, უპირველესად აანალიზირებენ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებს. შემდეგ აუცილებელია ჩატარდეს სამრეწველო ანალიზი, რომლის შედეგადაც ვლინდება ის დარგი, რომელიც ყველაზე მეტად შეიძლება წარმოადგენდეს პოტენციური ინვესტორის დაინტერესების ობი-

ექტს. სამრეწველო ანალიზს ემატება ფირმის (საწარმოს) ანალიზი. ამისთვის შეისწავლება ფირმის ბალანსი, გაითვალისწინება სხვადასხვა მაჩვენებლები, გადახდისუნარიანობის კოეფიციენტები, რენტაბელურობა, ფინანსური სტაბილურობა, ლიკვიდობა და ა.შ.

სხვადასხვა კოეფიციენტების კვლევის ბაზაზე ვლინდება წინა პერიოდების ტენდენციები და ამის საფუძველზე პროეცირდება ფირმის საქმიანობის შემდეგი განვითარება. მსგავსი ანალიზი შესაძლოა გახდეს საინვესტიციო გადაწყვეტილების საფუძველი იმ ფირმის აქციებში ფულადი საშუალებების ინვესტირების შესახებ, რომელიც იქნება უფრო სტაბილური, საიმედო და პერსპექტიული.

ფუნდამენტალური ანალიზი მოითხოვს სტატისტიკური მონაცემების დიდი რაოდენობით შესწავლას.

ტექნიკური ანალიზი წარმოადგენს საფონდო ბაზრის დინამიკის კვლევის ერთ-ერთ მეთოდს ფასების მოძრაობის მიმართულების პროგნოზირების მიზნით. ტექნიკური ანალიზის ძირითადი მომხმარებლები არიან ტრეიდერები, ტექნიკური ანალიტიკოსები:

- ატარებენ ფასიანი ქაღალდების კურსების მოძრაობის კვლევას;
- ავლენენ მათი ცვლილებების ტენდენციებს და მიმართულებებს;
- და ამის საფუძველზე პროგნოზირებენ მომავალში ფასების მოძრაობას.

ტექნიკური ანალიტიკოსები ფიქრობენ, რომ ყველაფერი, რაც საფონდო ბაზარზე ხდება, ექვემდებარება ამა თუ იმ ტენდენციას. ტექნიკური ანალიტიკოსის ძირითადი მიზანია – ამ ტენდენციების გამოვლენა მათი განვითარების სხვადას-

ხვა სტადიაზე და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მოცემული ტენდენციის მიმართულების შესაბამისად.

როგორც ფუნდამენტალური, ასევე ტექნიკური ანალიზი გამიზნულია ბაზრის დინამიკის პროგნოზირებაზე. ისინი გამოიყენება ერთი და იმავე პრობლემის გადასაწყვეტად, კერძოდ კი იმის განსაზღვრისთვის, თუ რომელი მიმართულებით იმოძრავებენ ფასები საფონდო ბაზარზე.

საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება (ჩამოყალიბება)

საინვესტიციო პორტფელი – ეს არის ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობა, რომელიც იმართება, როგორც ერთი მთლიანი.

საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას ინვესტორმა უნდა:

- შეარჩიოს ადეკვატური ფასიანი ქაღალდები, ანუ ისეთები, რომლებიც უზრუნველყოფენ მაქსიმალურ შესაძლო შემოსავალს და მინიმალურ დასაშვებ რისკს;
- მნიშვნელოვანია იმის განსაზღვრა, თუ რომელი ემიტენტის ფასიან ქაღალდებში უნდა ჩაიდოს ფულადი საშუალებები.
- საინვესტიციო პორტფელის დივერსიფიცირება. ინვესტორისთვის მიზანშეწონილია ფულის ჩადება სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებში, და არა მხოლოდ ერთ სახეობაში. ეს იმისთვის კეთდება, რომ საინვესტიციო რისკი უფრო დაბალი გახდეს. მაგრამ დივერსიფიკაცია უნდა იყოს ზომიერი და გონივრული.

სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების პროცესმა შეიძლება გამოიწვიოს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო ინფორმაციების მოძიებისთვის საკამაოდ დიდი რაოდენობის დანახარჯები.

რამდენადაც საფონდო ბაზარი მეტად დინამიურია და იქ მიმდინარე ცვლილებები აუცილებლად გამოისახება საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურაზეც, ამიტომ ინვესტორმა ხშირად უნდა გადახედოს და მოახდინოს თავისი პორტფელის კორექტირება – საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაცია, რათა უზრუნველყოს საინვესტიციო პორტფელის შემოსავლიანობა. იმასთან დაკავშირებით, რომ ინვესტორის მიზანია კაპიტალის ზრდა, საჭიროა განხორციელდეს ინვესტირების ეფექტურობის შეფასება. არსებობს საინვესტიციო პორტფელის შეფასების მეთოდები, რომლებიც დამუშავებულია ამ სფეროს სპეციალისტების მიერ.

თავი X

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფორმაციის წყაროები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის ელემენტების გარკვევას;
საჯარო და ინსაიდური ინფორმაციის, საინფორმაციო სისტემებისა და საკრედიტო რეიტინგების გარკვევას;
ფასიანი ქაღალდების კურსის საშუალო მაჩვენებლების განსაზღვრას;
გაეცნოთ საბირჟო ინდექსებს;
გაანალიზოთ ემიტენტისა და ინვესტორისათვის მნიშვნელოვანი ინფორმაცია;
შეაფასოთ რეკლამის მნიშვნელობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის ელემენტები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურა – ეს არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ ინფორმაციის წარმოების, შეგროვების და მიწოდების სისტემა ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეებისათვის, ემიტენტებისა და ინვესტორებისათვის.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურას წარმოადგენენ:

- საბირჟო, ფინანსური და სპეციალიზებული პრესა, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებები, რომელთაც აქვთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ რუბრიკები, გადაცემები ან გვერდები;

- სპეციალიზებული გამოცემები;
- ინტერნეტის ქსელი;
- ინფორმაციის სისტემები (Roiter, Blomberg და ა. შ.);
- სპეციალიზებულ მონაცემთა ბაზები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ;
- სამთავრობო გამოცემები და სტატისტიკური ანგარიშები, რომლებსაც აქვეყნებს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, ეროვნული ბანკი, ეკონომიკის სამინისტრო, ფინანსთა სამინისტრო;
- სარეიტინგო კომპანიების მონაცემები;
- ემისიის პროსპექტის პუბლიკაცია, პირველადი განთავსების შედეგების შესახებ ანგარიში, კომპანიების მიერ წარმოდგენილი ანგარიშები;
- მიმდინარე ინფორმაცია საფონდო ბირჟებიდან;
- საფონდო ინდექსები;
- პროგნოზები და შეფასებითი მასალები, რომელსაც ავრცელებენ საინვესტიციო კონსულტანტები კლიენტებს შორის;
- მსხვილი კომპანიების და ბანკების მიერ გავრცელებული პერიოდული ანალიტიკური მიმოხილვები;
- არაფორმალური ინფორმაცია (ჭორები).

საინფორმაციო ინფრასტრუქტურა უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინფორმაციის გახსნილობას და ამცირებს ფინანსურ რისკებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას. საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის ოპერატიულობაზე და გავრცელებული ინფორმაციის უტყუარობაზე დამოკიდებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირება.

ინფორმაცია საჯაროობის პროცესს საქართველოში არეგულირებს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" და კომისიის მიერ მიღებული წესები.

საჯარო და ინსაიდერული ინფორმაცია

ეკონომიკაში გავრცელებულ ინფორმაციას ხშირად მოიხსენიებენ „კომერციულ ინფორმაციად". იგი წარმოადგენს მონაცემებს, რომელიც საჭიროა კომპანიის ან სხვა სამეურნეო სუბიექტის საქმიანობის ანალიზისათვის და შემდგომში გადაწყვეტილების მიღებისათვის. ინფორმაცია, რომელიც საბაზრო ეკონომიკაში ემყარება კონკურენციას, ეხმარება ინვესტორს მიიღოს რაციონალური და დასაბუთებული გადაწყვეტილება, გაითვალისწინოს ბაზრის მოთხოვნილებები და კომპანიის ან სამეურნეო სუბიექტის შესაძლებლობები.

განსაკუთრებით დიდი მნიშვნელობა აქვს ინფორმაციას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სივრცეში. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ცხოვრობს მაკროეკონომიკური ტენდენციების, პოლიტიკური მოვლენების, კომპანიების სამეურნეო საქმიანობის შედეგების მოლოდინით. აღსანიშნავია ისიც, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დიდ როლს თამაშობს გავრცელებული ხმები, რომლებიც დაფუძნებულია კონფიდენციალურ ინფორმაციაზე.

ბაზრის ყველა მონაწილის ერთობლივი მოლოდინით ფორმირდება ფასთა ცვლილების ტენდენციები – **ტრენდები** (Trend) (როგორც გრძელვადიანი, ასევე მოკლევადიანი), რომლებიც ასახვას პოულობენ საბირჟო კურსებში. პროგნოზების სიზუსტიდან და ინვესტირების პერიოდისთვის მოლოდინის განმსაზღვრელი ინფორმაციის არჩევაზეა დამოკიდებული შედეგი – ინვესტორის მოგება.

განასხვავებენ ფასიან ქაღალდების შესახებ ინფორმაციის შემდეგ სახეს: საყოველთაოდ ხელმისაწვდომი – **საჯარო ინფორმაცია** და **ინსაიდერული ინფორმაცია**.

საყოველთაოდ ხელმისაწვდომად ითვლება ინფორმაცია, რომელიც არ ითხოვს პრივილეგიებს მის მისაღებად და

ექვემდებარება საჯაროობას ქვეყანაში მიღებული საკანონმდებლო აქტების შესაბამისად.

საყოველთაოდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას განეკუთვნება ემისიის პროსპექტები, წლიური, ნახევარწლიური და მიმდინარე ანგარიშები, ინფორმაცია მნიშვნელოვანი მოვლენის შესახებ. მსოფლიო პრაქტიკაში კომპანია-ემიტენტები იყენებენ აგრეთვე კომუნიკაციის ისეთ საშუალებებს, როგორიცაა სპეციალური ბროშურები კომპანიის მოღვაწეობის შესახებ, სპეციალური მედია-გამოშვებები, შეხვედრები ინვესტორებთან და სხვადასხვა ღონისძიებები.

შიდა კონფიდენციალური ინფორმაცია, ანუ ინსაიდერული, – ეს შეიძლება იყოს ინფორმაცია კომპანიის საქმიანობის შესახებ, რომელიც საქვეყნოდ ჯერ არ გახმაურებულა (მაგ. ინფორმაცია შთანთქმის ან შერწყმის შესახებ, ახალი კონტრაქტის შესახებ ან კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ). შიდა ინფორმაცია არ შეიძლება მიღებულ იქნას გამოქვეყნებით, ის ცნობილია მხოლოდ ინსაიდერებისათვის და გამოიწვევს კომპანიის ფასიანი ქაღალდების ფასის ცვლილებას, თუ ის გახდა ცნობილი.

- ინსაიდერული ინფორმაცია ნიშნავს არსებით, არასაჯარო ინფორმაციას, რომელიც დაკავშირებულია ერთ ან რამდენიმე ანგარიშვალდებულ საწარმოსთან ან მათ საჯარო ფასიან ქაღალდებთან (კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ მუხლი 45)

ხოლო ინსაიდერად ჩაითვლება:

- ნებისმიერი პირი, რომელსაც თავისი წევრობით ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველ ორგანოში, მისი მონაწილეობით ასეთი საწარმოს კაპიტალში (მეწილეობით) ან საქმიანობით თუ პროფესიული ან სამსახურებრივი მოვალეობის შესრულებით, ხელი მიუწვდება ინსაიდერულ ინფორმაციაზე. ინსაიდერად ჩაითვლებიან ასევე სხვა პირები, რომლებმაც მიიღეს

ინსაიდერული ინფორმაცია, და ცხადია, რომ ამ ინფორმაციის წყაროა ინსაიდერი (კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ მუხლი 45).

კანონმდებლობით პირს (ინსაიდერი), რომელსაც მიუწვდება ხელი აღნიშნულ ინფორმაციაზე, არ აქვს უფლება განახორციელოს სავაჭრო ოპერაციები აღნიშნულის საფუძველზე (კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ მუხლი 45, 3-ე პუნქტი, ბ), გ)).

საკრედიტო რეიტინგები

საფონდო ბაზრის საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის უმნიშვნელოვანეს ელემენტს წარმოადგენს სარეიტინგო სააგენტოები. სააგენტოების მიერ გამოქვეყნებული რეიტინგები მნიშვნელოვან ორიენტირად ითვლება ინვესტორთათვის. მათი მთავარი მიზანი მდგომარეობს ინფორმაციის მიწოდებაში იმ ინვესტორთათვის, ვინც კაპიტალს აბანდებს სასესხო ფასიან ქაღალდებში. საკრედიტო რეიტინგები ხელს უწყობს ბაზრის გამჭვირვალობის გაზრდას და მისი ეფექტურობის ამაღლებას.

დღესდღეობით საქართველოში საინვესტიციო საქმიანობის ეს დარგი სრულიად ახალია, მაგრამ საფინანსო ბაზრის განვითარებასთან ერთად გაიზრდება მისი აქტუალობაც.

საკრედიტო რეიტინგი (Credit Rating) – ეს არის სპეციალიზირებული დამოუკიდებელი ორგანიზაციის, სარეიტინგო სააგენტოს შეფასება სამეურნეო სუბიექტის კრედიტუნარიანობის შესახებ.

- რეიტინგი მახასიათებელია იმისა, რომ ახასიათებს იმის შესაძლებლობას, რომ ინვესტორები დათქმულ დროში მიიღებენ პროცენტებს და ძირითად თანხას დაბანდებული კაპიტალიდან.

მსოფლიოში წამყვან საკრედიტო სააგენტოებს წარმოადგენენ: Standart & Poors, Moddy's, Fitch IBCA, Duff & phelps, Japan Credit Rating Agensy სხვა.

ცხრილი 10.1

„Stendard and furz~ და `mudiz'რეიტინგები

რეიტინგის აღნიშვნა		ფასიანი ქაღალდის დახასიათება
Aaa	ΑΑΑ	საუკეთესო საკრედიტო რეიტინგი. ინვესტიციიც მაქსიმალური დაცულობა და ინვესტიციის მინიმალური რისკი ემიტენტის მიერ ვალის და პროცენტის გადახდის ძალიან დიდი ალბათობა.
Aa	ΑΑ	ძალიან კარგი საკრედიტო რეიტინგი. ემიტენტის მიერ ვალისა და პროცენტის გადახდის დიდი ალბათობა.
Α	A	კარგი საკრედიტო რეიტინგი. ფასიან ქაღალდებს აქვთ საშუალოზე მაღალი სანდოობა. ინვესტირებისთვის მიმზიდველი ობიექტია, მაგრამ განიცდის გარკვეულ გავლენას გრძელვადიან პერსპექტივაში.
Baa	BBB	საშუალო საკრედიტო რეიტინგი. არსებულ მომენტში ინვესტიციები დაცულია, მაგრამ აკლია გარკვეული დამცავი ელემენტები და არასაკმარისად სანდოა გრძელვადიან პერსპექტივაში.
Ba	BB	საშუალოზე დაბალი საკრედიტო რეიტინგი. ინვესტიციების დაცულობის საშუალო ხარისხი. აქვს სპეკულაციური ელემენტები. არსებულ მომენტში ემიტენტის ვალდებულებები შესრულებადია. მომავალში შესაძლებელია პროცენტის და ძირითადი თანხის დაბრუნების შეფერხება.
B	B	ფასიან ქაღალდს აქვს დაბალი საინვესტიციო ღირებულება, გრძელვადიან პერსპექტივაში სუსტი დაცულობა. არ შეიძლება განხილულ იქნას, როგორც მიმზიდველი ინვესტიციების განსახორციელებლად.
Caa	CCC	მაღალი რისკი, არასტაბილურობა. არსებულ მომენტში უკვე არის პროცენტის და ძირითადი თანხის არგადახდის საშიშროება.
Ca	CC	პროცენტის და ძირითადი თანხის არგადახდის საშიშროების მაღალი ალბათობა.
C	C	ყველაზე დაბალი დაცულობა, ვალდებულებების შეუსრულებლობის რისკი.

საინფორმაციო სისტემები

საინფორმაციო სისტემების ძირითად ფუნქციას წარმოადგენს ფინანსური ბაზრების შესახებ ოპერატიული ინფორმაციის წარმოდგენა და გავრცელება. ამასთან ძალზე მნიშვნელოვანია ის, რომ ასეთი სისტემების საშუალებით შესაძლებელია რეალური დროის რეჟიმში (on-line) სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ მონაცემების მიღება (ფასი, კოტირება, საპროცენტო განაკვეთი და სხვ.). დღეს მსოფლიოში მუშაობს 50-ზე მეტი უმსხვილესი ფინანსური ინფორმაციის გამავრცელებელი ტელესაკომუნიკაციო სამსახური, რომელთაგანაც ყველაზე ცნობილია: სააგენტოები „როიტერი" (Reuters) და „ბლუმბერგი" (Blumberg), კონცერნი „დოუ ჯონსი" (Dow Jones), კომპანია „სიკუჯი ინტერნეიშნლ" (CQG International), „ტენფორ" (Tenfore), „აისივი" (ISV). აღსანიშნავია, რომ დასახელებული კომპანიებიდან მხოლოდ „როიტერს" აქვს საქართველოში გახსნილი წარმომადგენლობა.

ასევე, საქართველოში მუშაობენ სააგენტოები: „ინტერნიუს საქართველო", საერთაშორისო საინფორმაციო სააგენტო „ინტერპრესი", საინფორმაციო სააგენტოები „პრაიმ ნიუსი", „ბი-ეს პრესი", „სარკე" და სხვ. აღნიშნული სააგენტოები ავრცელებენ ინფორმაციას ეკონომიკისა და ბიზნესის შესახებ, რომლებშიც ასევე შედის ინფორმაცია საფონდო ბაზრის შესახებ.

საბირჟო ინდექსები და ფასიანი ქაღალდების კურსების საშუალო მაჩვენებლები

საბირჟო ინდექსები და საშუალო მაჩვენებლები გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების კურსების დროში ცვლილების ანალიზისათვის. თუმცა ტერმინი **საშუალო მაჩვენებლები** (average) და **ინდექსი** (index) ხშირად გამოიყენება რო-

გორც სინონიმები, მათი გამოთვლის ტექნიკიდან გამომდინარე ისინი მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან.

ფასიანი ქაღალდების კურსების საშუალო მაჩვენებლები, მოცემული მომენტისათვის, გარკვეული ნიშნის მიხედვით არჩეული აქციათა კურსების საშუალო არითმეტიკულია.

ინდექსი – აჩვენებს გარკვეული ნიშნის მიხედვით არჩეულ აქციათა კურსების მიმდინარე დინამიკას იმ საბაზისო მაჩვენებელთა შედარებით, რომელიც წარსულში იქნა გათვლილი.

საბირჟო ინდექსებსა და საშუალო მაჩვენებლებს აკისრიათ შემდეგი ფუნქციები:

- დიაგნოსტიკური;
- ინდიკატორული;
- სპეკულაციური.

დიაგნოსტიკურ ფუნქციაში იგულისხმება ინდექსის უნარი აჩვენოს ეკონომიკის, ასევე მისი შემადგენელი ცალკეული დარგების მდგომარეობა და დინამიკა.

ინდიკატორული ფუნქციით ხდება ფასიანი ქაღალდების კურსის ცვლილების შეფასება, რაც ინვესტორთა ქცევისათვის ათვლის წერტილს იძლევა.

სპეკულაციური ფუნქცია გამოიხატება იმაში, რომ საბირჟო ვაჭრობებზე გამოიყენება ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლის საფუძველს საფონდო ინდექსები შეადგენენ.

ყველაზე ცნობილი ინდექსები

მსოფლიოში ყველაზე ცნობილ ინდექსებს და საშუალო მაჩვენებლებს წარმოადგენენ: აშშ – დოუ-ჯონსის სამრეწველო საშუალო მაჩვენებელი (The Dow Jones industrial Average – DJIA) – რომელიც არის 30 მსხვილი სამრეწველო კორპორაციის აქციების კურსის ცვლილების საშუალო მაჩვენებელი. გარ-

და ამისა, არსებობს დოუ-ჯონსის სატრანსპორტო ინდექსი (The Dow Jones Transportation Average – DJTA), დოუ-ჯონსის კომუნალური ინდექსი (The Dow Jones Ttility Average – DGUA), დოუ-ჯონსის კრებსითი ინდექსი (The Dow Jones Composite).

ინდექსი „სთენდარტ ენდ ფურზ – 500" (Standart and Poor's – 500 – S&P 500) – წარმოადგენს 500 კორპორაციის აქციების საბაზრო ღირებულების საშუალო შეწონილს. მასში ძირითადად ჩართულია ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული აქციები, თუმცა შესულია აგრეთვე ამერიკის საფონდო ბირჟაზე და არასაბირჟო ბაზარზე კოტირებული ზოგიერთი კორპორაციის აქციები. არსებობს ასევე ინდექსი „შტენდარტ ენდ ფურზ – 100" (Standart and Poor's – 100 – S&P – 100) – წარმოადგენს საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს, მაგრამ იგი შედგება იმ 100 კორპორაციების აქციებისაგან, რომელთა ოფციონები დარეგისტრირებული არიან ჩიკაგოს ოფციონების ბირჟაზე.

ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსი (New-York Stock Exchange index) – წარმოადგენს ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე დაშვებული ყველა კომპანიის აქციის საშუალო ფასს, რომელიც განისაზღვრება ცალკეული კორპორაციის აქციის საბაზრო ღირებულებით. დოუ-ჯონსის ინდექსისაგან განსხვავებით, რომელიც გამოისახება პუნქტებში, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსი გამოისახება დოლარებში.

ინგლისი – გაზეთ „ფაინენშნლ თაიმს"-ის ინდექსები (Financial times Share indexes, FT Share Indexes).

იაპონია – ნიკეი (Nikkei Index) იანგარიშება ტოკიოს ბირჟის I სექციის 225 აქციის ბაზაზე, დოუ-ჯონსის საშუალო მაჩვენებლის მსგავსად.

გერმანია – DAX-ის (Deutchen Aktien Index) ჯგუფის ინდექსები.

საფრანგეთი – ძირითადი საფონდო ინდექსი არის CAC-40.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებული ინდექსი

2000 წლის 1 იანვრიდან შემოღებულ იქნა საქართველოს საფონდო ვაჭრობაში მონაწილე 8 ფასიანი ქაღალდის ბაზაზე შექმნილი ინდექსი „G&T blue chip index". კომპანიების შერჩევის ძირითადი კრიტერიუმი იყო ემიტენტის საბაზრო კაპიტალიზაცია და მათ ფასიან ქაღალდებზე გარიგებათა სიხშირე. ინდექსის ცვლილება ასახავდა საფონდო ბაზარზე არსებულ ვარიაციას, რომელიც გამოითვლებოდა იმ პერიოდში 8 ყველაზე ლიკვიდური კომპანიის ბაზაზე. ეს კომპანიები იყო: თელასი; გაერთიანებული ქართული ბანკი; საქართველოს ბანკი; ბაგრატიონი 1880; ყაზბეგი; უნივერმაღი "თბილისი"; საქქალაქმშენპროექტი; რუსთავცემენტი.

აღსანიშნავია, რომ ინდექსის გაანგარიშებაში მონაწილე კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების სია მუდმივი არ არის და დამოკიდებულია ამ კომპანიების კაპიტალიზაციაზე და მიმდინარე ლიკვიდურობაზე. ამ პრინციპიდან გამომდინარე, აღნიშნული ჩამონათვალის განახლება მოხდება საბროკერო „გალტ ენდ თაგგარტ სიქიურიტის" მიერ რეგულარულად წელიწადში ორჯერ.

ემიტენტის შესახებ ინფორმაციის საჯაროობა

ემიტენტის მიერ ინფორმაციის საჯაროობა (dislousere), ფინანსური ანგარიშგების ჩათვლით, წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომელიც ვერ შეასრულებს თავის ძირითად ფუქნციებს, თუ არ იქნება ბაზარზე ინფორმაციის საჯაროობის მაღალი სტანდარტი. შეიძლება ითქვას, რომ თუ არ არის ინფორმაციის საჯაროობა – არ არის ინვესტიციები, ამიტომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინფორმაცი-

ის საჯაროობა აუცილებელია ქვეყნის საინვესტიციო კლიმატის გასაუმჯობესებლად და შიდა და უცხოელი ინვესტორების მოსაზიდად.

საჯარო კომპანიების მიერ აუცილებელი სტანდარტიზებული ინფორმაციის საჯაროობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ასრულებს შემდეგ ფუნქციებს:

- ინვესტორთათვის ინფორმაციის მიწოდება, რათა მათ შეძლონ რაციონალური გადაწყვეტილების მიღება, რაც თავისთავად ხელს შეუწყობს ბაზრის და ინვესტიციების მოცულობის ზრდას;
- ემიტენტის შესახებ ინფორმაციის მოსაპოვებლად საჭირო ხარჯების შემცირება, რაც გარკვეულწილად მოქმედებს ბაზრის ეფექტურობაზე;
- დაიცვას ინვესტორები თაღლითობისგან, ინსაიდერების მიერ კონფიდენციალური ინფორმაციის გამოყენების შემთხვევების შემცირება და ინტერესთა კონფლიქტის პრობლემების გადაწყვეტა, საწარმოს ხელმძღვანელთა ქმედებებზე საზოგადოებრივი კონტროლის განმტკიცებით;
- საწარმოთა მიღწევების შესახებ ინფორმაციის საჯაროობა, საწარმოთა შორის კონკურენციის სტიმულირება, რაც ზრდის ბაზრის ეფექტურობას;
- საწარმოთა ხელმძღვანელების პასუხისმგებლობის ზრდა.

ფასიანი ქაღალდების შესახებ დროული და უტყუარი ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ინევსტორის დაცვის მნიშვნელოვანი გარანტიაა. საქართველოს კომისიამ განსაზღვრა კანონით გათვალისწინებული ანგარიშების მომზადებისა და კომისიაში წარდგენის წესები. კერძოდ, ანგარიშვალდებულმა საწარმოებმა რეგულარულად უნდა მოამზადონ, კომისიას წარუდგინონ და გამოაქვეყნონ ინფორმაცია საწარმოს შესახებ, რომელიც

ხელმისაწვდომი იქნება ყველა დაინტერესებული პირისათვის. ინფორმაცია წარედგინება აგრეთვე საფონდო ბირჟას.

ანგარიშვალდებულმა საწარმოებმა უნდა მოამზადონ, კომისიაში და საფონდო ბირჟაზე წარადგინონ წლიური, ნახევარწლიური და მიმდინარე ანგარიშები (სფქეკ დადგენილება №4, 2000 წლის 21 იანვარი). წლიური ანგარიშის წარდგენის ვადაა 90 დღე სამეურნეო წლის დამთავრებიდან, ნახევარწლიური ანგარიშისა – წლის პირველი ნახევრის დასრულებიდან 45 დღე, ხოლო მიმდინარე ანგარიშის წარდგენა აუცილებელია არსებითი მოვლენის მოხდენიდან 15 დღის ვადაში.

წლიური ანგარიში უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას საწარმოს საქმიანობის, ქონების, სასამართლო პროცესების და აქციონერთა საერთო კრებებზე გამოტანილი საკითხების, საწარმოს მმართველი ორგანოს წევრების და აქციების 5%-ის ან მეტის ბენეფიციარი მესაკუთრეების შესახებ და სხვა კანონმდებლობით მოთხოვნილ ინფორმაციას. წლიური ანგარიში უნდა შეიცავდეს აუდიტორის დასკვნას.

ნახევარწლიური ანგარიშები უნდა შეიცავდეს სამეურნეო წლის პირველი 6 თვიანი პერიოდის ფინანსურ ანგარიშგებას, რომელიც აუდიტებას არ საჭიროებს, მაგრამ მომზადებულ უნდა იქნეს კომისიის დადგენილებით გათვალსიწინებული ფინანსური სტანდარტების დაცვით.

მიმდინარე ანგარიშის წარდგენა საწარმოებს მოეთხოვებათ ისეთ ფაქტთა (მოვლენათა) მოხდენისას, რომლებიც შესაძლებელია აქციონერისთვის არსებითი მნიშვნელობის იყოს. წლიური და ნახევარწლიური ანგარიშგების უმნიშვნელოვანეს ნაწილს წარმოადგენს აუცილებელი ფინანსური ანგარიშგება, რომელიც „ბუღალტრული აღრიცხვისა და ანგარიშგების რეგულირების შესახებ" საქართველოს კანონისა და კომისიის წესების შესაბამისად უნდა შედგეს ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების (ბასს) შესაბამისად.

ფინანსური ანგარიშების ფორმებია:

- **ბალანსი** – ასახავს კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას დროის კონკრეტული მომენტისათვის.
- **მოგება-ზარალის ანგარიშგება** – ასახავს კომპანიის საქმიანობის ეფექტურობას;
- **ფულადი სახსრების მოძრაობის ანგარიშგება** – წარმოადგენს ანალიზს ყველა იმ ცვლილებისა, რომელიც ზეგავლენას ახდენს ფულადი საშუალებების ანგარიშებზე საანგარიშგებო პერიოდის განმავლობაში;
- **საკუთარი კაპიტალის ცვლილების ანგარიშგება** – ჩვეულებრივ შეიცავს ცვლილებებს გაუნაწილებელი მოგების ანგარიშში.

ინფორმაცია ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველი ორგანოს წევრებზე და ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი რაოდენობით შემძენ პირებზე

მმართველი ორგანოს წევრების მიმართ საანგარიშგებო მოთხოვნები დაწესებულია კომისიის წესით – „ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველი ორგანოს წევრის ბენეფიციურ საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ ანგარიშის წარდგენის თაობაზე“ (2000 წლის 7 აგვისტოს №7 დადგენილება). ამ წესის შესაბამისად, ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველი ორგანოს ყოველი წევრი ვალდებულია კანონით გათვალისწინებულ ვადაში კომისიაში წარადგინოს მის ბენეფიციურ საკუთრებაში არსებული ამ საწარმოს ყველა ფასიანი ქაღალდის ამსახველი **საწყისი ანგარიში** და **განახლებული ანგარიში**. საწყისი ანგარიში წარედგინება მას შემდეგ რაც ადვილი ექნება გარკვეულ ფაქტებს.

- საწარმო გახდა ანგარიშვალდებული;
- ან პირი გახდა ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველი ორგანოს წევრი.

განახლებული ანგარიში წარედგინება ბენეფიციურ საკუთრებაში ცვლილებების მოხდენის შემთხვევაში. ამასთან, თუ საწარმოს ფასიანი ქაღალდები დაშვებულია სავაჭროდ საფონდო ბირჟაზე, მაშინ მმართველი ორგანოს წევრმა ამ ანგარიშების ასლები იმავდროულად უნდა წარუდგინოს საფონდო ბირჟასაც.

„ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი შენაძენის და მისი ცვლილებების საჯაროობის შესახებ" კომისიის წესის შესაბამისად (2001 წლის 19 მარტის №9 დადგენილება), ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი რაოდენობით შემძენი პირი ან პირთა ჯგუფი ვალდებულია შეძენის ფაქტის დადგომიდან 15 დღის ვადაში მნიშვნელოვანი შენაძენის შესახებ შეტყობინება წარუდგინოს კომისიას, ფასიანი ქაღალდების ემიტენტს, ხოლო თუ ფასიანი ქაღალდები დაშვებულია ბირჟის სავაჭრო სისტემაში – საფონდო ბირჟას. პირის მიერ შეტყობინებები წარდგენილ უნდა იქნას აგრეთვე იმ შემთხვევაშიც, როდესაც მისი ბენეფიციური საკუთრება ან ხმის უფლება (მიდნობილობის შემთხვევაში) ადრე წარდგენილ მონაცემებთან შედარებით 5%-ით ან მეტით იზრდება ან მცირდება.

ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვან შენაძენად ჩაითვლება პირის ან პირთა ჯგუფის მიერ ანგარიშვალდებული საწარმოს მიერ გამოშვებული ხმის უფლების მქონე ფასიანი ქაღალდების 5%-ის ან მეტის ბენეფიციურ საკუთრებაში ან მინდობილობაში მიღება, აგრეთვე მასში ცვლილება 5%-ით ან მეტით.

ინფორმაცია მნიშვნელოვანი თარიღების შესახებ

კომისიის დადგენილებით (2002 წლის 19 სექტემბრის №23) მიღებულია „საჯარო ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების სააღრიცხვო თარიღის დადგენისა და აქციათა მე-

საკუთრეობიდან გამომდინარე უფლება-მოვალეობათა განსაზღვრის შესახებ" წესი, რომლის მიზანია ინვესტორთა ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრეობიდან გამომდინარე უფლებების დაცვის მექანიზმების სრულყოფა.

აღნიშნული წესით მნიშვნელოვან თარიღებს წარმოადგენს აქციონერთა საერთო კრების მოწვევის თარიღი, დივიდენდების გაცემის დაწყების თარიღი, სააღრიცხვო თარიღები და მათი გამოცხადების თარიღები. ხოლო სააღრიცხვო თარიღებია – საერთო კრების სააღრიცხვო თარიღი და დივიდენდების სააღრიცხვო თარიღი.

აქციონერთა საერთო კრების მოწვევის თარიღს და საერთო კრების სააღრიცხვო თარიღს ადგენს ანგარიშვალდებულ საწარმოს სამეთვალყურეო საბჭო. სააღრიცხვო თარიღის რეესტრის მონაცემებით განისაზღვრება იმ აქციონერთა სია, რომლებიც უფლებამოსილნი არიან მიიღონ მონაწილეობა აქციონერთა კრებაში. ამასთან საწარმოს მხრიდან გამოცხადებას ექვემდებარება როგორც კრების მოწვევის თარიღი, ასევე საერთო კრების სააღრიცხვო თარიღი.

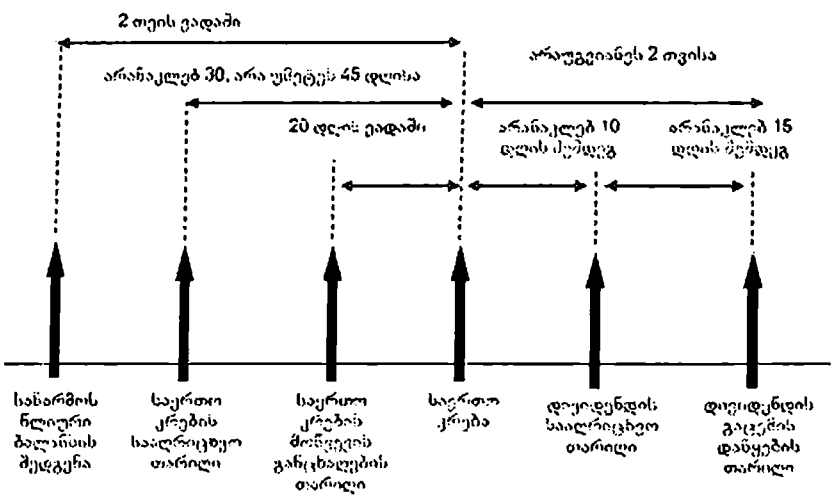
გამოცხადებაში იგულისხმება საწარმოს მიერ მნიშვნელოვანი თარიღების ბეჭდვით ორგანოში გამოქვეყნება, კანონმდებლობით განსაზღვრული პირებისათვის მოსაწვევების დაგზავნა და ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორისთვის შეტყობინება.

კომისია „ანგარიშვალდებულ საწარმოს აქციონერთა საერთო კრების მოწვევის შეტყობინების გამოქვეყნებისა და აქციონერთათვის მოსაწვევთა დაგზავნის პროცედურების შესახებ" (2002 წლის 15 აპრილი № 15 დადგენილება) წესის შესაბამისად ყოველწლიურად განსაზღვრავს იმ ბეჭდვით ორგანოებს, სადაც უნდა გამოქვეყნდეს ინფორმაცია სააქციო საზოგადოებების კრების მოწვევის შესახებ. ბეჭდვითი ორგანოს შერჩევა ხდება შემდეგი კრიტერიუმების მიხედვით:

- *ბეჭდვითი ორგანო უნდა იყოს საზოგადოებრივი, პოლიტიკური ან ეკონომიკური გამოცემა;*
- *ტირაჟი უნდა შეადგენდეს არანაკლებ 4 ათას ეგზემპლარს;*
- *უნდა გამოდიოდეს ყოველდღიურად ან კვირაში სამჯერ მაინც;*
- *უნდა ვრცელდებოდეს საქართველოს მთელს ტერიტორიაზე.*

სქემა 10.1

მნიშვნელოვანი თარიღები



დივიდენდების საალრიცხვო თარიღს და დივიდენდების გაცემის დაწყების თარიღს ადგენს აქციონერთა საერთო კრება. დივიდენდების საალრიცხვო თარიღის რეესტრის მონაცემებით განისაზღვრება იმ აქციონერთა სია, რომელთაც აქვთ დივიდენდების მიღების უფლება.

მოცემული სქემა ასახავს სპეციფიკურ ინფორმაციას და მნიშვნელოვან თარიღებს, როდესაც ხდება ბაზარზე ინფორმაციის მიწოდება დივიდენდების გაცემის თაობაზე. რაც ძალ-

ზე მნიშვნელოვანია აქციების მესაკუთრეთა უფლებების დაცვის მიზნით, რადგან ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისას ცნობილი იქნება, რომ დივიდენდს მიიღებს ის მფლობელი, რომელიც აქციას ფლობდა დივიდენდის სააღრიცხვო დღისათვის, დივიდენდის სააღრიცხვო თარიღს და დივიდენდის გაცემის დაწყების თარიღს შორის პერიოდში ვაჭრობა ხდება დივიდენდის მიღების უფლების გარეშე.

რეკლამა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

ფასიანი ქაღალდების შესახებ რეკლამის გავრცელებას არეგულირებს საქართველოს კანონი „რეკლამის შესახებ". კანონის მოთხოვნით, ფასიანი ქაღალდების შეთავაზება და მიწოდება უნდა განხორციელდეს მხოლოდ მათი ემისიის პროსპექტის მეშვეობით, რეკლამაში მითითებული უნდა იყოს:

- ემიტენტის დასახელება;
- ანდერაიტერის დასახელება და მისამართი;
- განთავსების პასუხისმგებელი პირების ვინაობა და მისამართი;
- სად და ვისთან შეუძლია პოტენციურ ინვესტორს შეიძინოს ემისიის პროსპექტი ან გაეცნოს მას.

ამასთან, ამავე კანონით, რეკლამის გავრცელებისას აკრძალულია ფასიან ქაღალდებზე რეკლამის გავრცელება მათი ემისიის პროსპექტის სახელმწიფო რეგისტრაციამდე. ემისიის პროსპექტში აღნიშნულის გარდა რაიმე სხვა ინფორმაციის გავრცელება, საქმიანობის მომავალი ეფექტიანობის და დივიდენდების გარანტირებული სიდიდის დაპირება, თვითკოტირების ნებისმიერი ცდა.

რაც შეეხება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების მიერ საკუთარი საქმიანობის რეკლამირებას, კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ", მათ

მოეთხოვებათ რეკლამაში მიუთითონ თუ რა სახის ან სახეების საქმიანობის განხორციელება აქვთ ნებადართული. ამასთან პირს, რომელსაც არ გააჩნია ლიცენზია, ეკრძალება თავი ლიცენზირებულად მოაჩვენოს პოტენციურ კლიენტურას.

ამავე დროს, კანონმდებლობის თანახმად, რეგულირებად მონაწილეებს, გარდა ინფორმაციის მასობრივი საინფორმაციო საშუალებებით გავრცელებისა, შეუძლიათ ისარგებლონ განცხადების გამოქვეყნების და გავრცელების ნებისმიერი შესაძლო ფორმით, როგორიცაა: ეტიკეტები, სავიზიტო ბარათები, სურათები, კომპიუტერული ქსელები და ა. შ.

ინფორმაცია ინვესტორებისათვის

ზოგადად ინვესტორისათვის გადასაცემი ინფორმაცია დაჯგუფებულია ისე, რომ თითოეული მათგანი ეხება ინვესტირების პროცესის მნიშვნელოვან მხარეს:

- **ეკონომიკური და საერთო პოლიტიკური ინფორმაცია**, რომელიც ასახავს საერთო ფონს და წარმოადგენს მასალას ეკონომიკური ტენდენციების პროგნოზირებისათვის. ასეთი მასალის არსებობა მნიშვნელოვანია ყველა ინვესტორისთვის, რადგან ის მოიცავს იმ გარემოს დახასიათებას და შეფასებას, სადაც მიიღება გადაწყვეტილება;
- **ინფორმაცია დარგის ან კომპანიის მდგომარეობის შესახებ**. იგი გამოიყენება ინვესტორის მიერ დარგის ან კომპანიის საქმიანობის შედეგების შეფასებისათვის. ინფორმაცია დარგის ან კომპანიის მდგომარეობის შესახებ ეკონომიკურ და საერთო პოლიტიკურ ინფორმაციასთან ერთად გამოიყენება ფუნდამენტური ანალიზის ჩასატარებლად, აქციის საინვესტიციო ღირებულების შესაფასებლად;

- **ინფორმაცია ფასების შესახებ**. ეს ინფორმაცია შეიცავს ფასების კოტირებას სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე, ფასიანი ქაღალდების კურსებზე, სტატისტიკურ მონაცემებს ფასების დინამიკაზე;
- **ინფორმაცია ინდივიდუალური დაბანდების სტრატეგიის შესახებ**. ეს ინფორმაცია მოიცავს რეკომენდაციებს საინვესტიციო სტრატეგიების ან ფინანსურ ინსტრუმენტებზე ცალკეული ოპერაციების შესახებ და ატარებს ანალიტიკურ ხასიათს.

ინფორმაცია ეკონომიკასა და საერთო პოლიტიკური მოვლენების შესახებ

ყველა ინვესტორს სჭირდება, რომ იყოს ქვეყანაში მიმდინარე პოლიტიკური ცხოვრების და ეკონომიკური მოვლენების კურსში. ამგვარი ინფორმაციის ყველაზე ხელმისაწვდომი და გამოყენებადი საინფორმაციო წყაროებია მასობრივი ინფორმაციის საშუალებები – პრესა და ტელევიზია.

პრესის საშუალებით ინვესტორს შეუძლია მიიღოს ფინანსური ხასიათის ინფორმაცია, რომელიც სხვადასხვა რუბრიკების სახით არის წარმოდგენილი გაზეთებში. აღნიშნული სტატიების უმრავლესობა ხშირად ემყარება სენსაციას ან სუბიექტრი აზრის გამომხატველია. ძალიან მცირეა ობიექტური ფინანსური კვლევები, განზოგადებები და რეკომენდაციები.

ქვეყანაში ფინანსური პრესა ფაქტიურად არ არსებობს, თუ არ ჩავთვლით გაზეთ „რეზონანსის“ ყოველკვირეულ საგაზეთო ჩანართს – „აქციონერის მაცნეს“, სადაც იბეჭდება სტატიები და მონაცემები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონრიების თეორიულ და პრაქტიკულ ასპექტებთან დაკავშრიებით და ყოველთვიური გაზეთი „ბანკები და ფინანსები“.

მიუხედავად სახელმწიფო ტელევიზიის და მრავალი კერძო ტელეკომპანიის არსებობისა ჯერ-ჯერობით არ არსებობს სპეციალური გადაცემა საფონდო ბაზრის შესახებ, რაც უდაოდ ხელს შეუწყობდა ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოპულარიზაციას და ინვესტორთა გათვითცნობიერებას ბაზარზე მიმდინარე პროცესებში.

ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების კურსების შესახებ

ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების კურსების შესახებ მოცემულია საფონდო ბირჟის მიერ გამოქვეყნებულ საბირჟო ვაჭრობის შედეგებში. ინფორმაცია ქვეყნდება ასევე ინტერნეტში, საფონდო ბირჟის ვებ-გვერდზე (www.gse.ge). აქციონერებს და პოტენციურ ინვესტორებს უკანასკნელი ვაჭრობის შედეგების შესახებ ინფორმაცია შეუძლიათ მიიღონ საბროკერო კომპანიებისგან ან თვით საფონდო ბირჟაზე. საფონდო ბირჟა ვაჭრობის შედეგებს სავაჭრო სესიის დამთავრებისთანავე უგზავნის კომისიას და საინფორმაციო სააგენტოებს. ასევე, საბროკერო კომპანიები ელექტრონული ფოსტის საშუალებით უგზავნიან აღნიშნულ ინფორმაციას თავის კლიენტურას, როგორც ქვეყანაში, ასევე მის ფარგლებს გარეთ. ყოველი კვირის ვაჭრობის შედეგები ქვეყნდება გაზეთ „რეზონანსის“ ყოველკვირეულ ჩანართში – „აქციონერის მაცნე“ და გაზეთში „ბანკები და ფინანსები“.

სახაზინო ვალდებულებების აუქციონების შედეგები და მეორად ბაზარზე შემდგარი გარიგებების დინამიკა გამოქვეყნებულია ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე (www.nbg.gov.ge). სახაზინო ვალდებულებების შესახებ ინფორმაცია გამოქვეყნებულია აგრეთვე კომერციული ბანკების და საბროკერო კომპანიების ვებ-გვერდებზე.

საფონდო ბირჟის მიერ გავრცელებული ინფორმაცია

საქართველოს საფონდო ბირჟის ვებ-გვერდზე განთავსებულია ინფორმაციები სავაჭრო სესიების, სპეციალიზებული საბირჟო აუქციონების, სავაჭროდ დაშვებული ფასიანი ქაღალდების და საბროკერო კომპანიების შესახებ. დაინტერესებულ პირებს აქვე შეუძლიათ გაეცნონ ბირჟის ვაჭრობის წესებს და ბირჟის საქმიანობის სხვა მარეგულირებელ დოკუმენტებს. ბირჟის ვებ-გვერდზე აგრეთვე განთავსებულია 70-მდე საწარმოს წლიური/ნახევარწლიური ანგარიშები.

ასევე, ვებ-გვერდზე გამოქვეყნებულია 2000-2001 წლების და 2002 წლის ბირჟის საქმიანობის ანგარიშები. საქართველოს საფონდო ბირჟის საქმიანობის შედეგები ქვეყნდება, აგრეთვე, FEAS-ის (ევრაზიის საფონდო ბირჟების დეფერაცია) ინტერნეტ გვერდზე (www.feas.com).

საბროკერო კომპანიების მიერ გავრცელებული ინფორმაცია

საბროკერო კომპანიათა დიდი ნაწილი აქტიურად იყენებს ინტერნეტის ქსელს (სს „ბი-ჯი კაპიტალი“ (www.galtandtaggart.ge), შპს „თიბისი ბროკერი“ (www.tbcbroker.com.ge) და საბროკერო კომპოანია „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“ (www.investgroup.ge) ელექტრონული ფოსტით ავრცელებენ საფონდო ბაზრის ყოველკვირეულ, თვიურ, კვარტალურ და წლიურ მიმოხილვებს). აღნიშნული საბროკერო კომპანიები აგრეთვე აკეთებენ სახაზინო ვალდებულებების აუქციონის შედეგების, მისი პირველადი და მეორადი ბაზრის მიმოხილვებს.

საბროკერო კომპანიების ვებ-გვერდებზე გარდა ბაზრის მიმოხილვისა, განთავსებულია საბროკერო კომპანიების მიერ

ჩატარებული საინფორმაციო-ანლიტიკური კვლევები, სადაც დაწვრილებითაა აღწერილი როგორც ზოგიერთი სექტორის, ასევე კომპანიების მოღვაწეობის მრავალმხრივი ასპექტი და აქციათა საინვესტიციო მიმზიდველობის ფუნდამენტური შეფასებები და რეკომენდაციები.

ბირჟის სხვა საბროკერო კომპანიები ინფორმაციებს ავრცელებენ არსებულ და პოტენციურ კლიენტებში პრაქტიკაში მიღებული სხვადასხვა საშუალებებით.

თავი XI.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის არსს, ამოცანებსა და მექანიზმებში;
გაეცნოთ საფონდო ბაზარზე წარმოებული ვაჭრობისა და ფასიანი ქაღალდებით განხორციელებული ოპერაციების ზოგად ტექნოლოგიებს;
გაანალიზოთ გარიგების დადების ძირითადი ასპექტები: პარამეტრები, მხარეთა ვალდებულებები, გარიგების შესრულება;
შეისწავლოთ და გაანალიზოთ ფასიანი ქარალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების თვითრეგულირებადი ორგაზაციების საქმიანობა.

ფასიანი ქაღალდების არსი, ამოცანები და მექანიზმები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში იგულისხმება იმ ინსტიტუტების (ორგანიზაციების) და სისტემების ერთობლიობა, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს ხელს უწყობს მათი საქმიანობის ეფექტურობის ამაღლებასა და გარიგების დადებისას რისკების შემცირებაში.

ინფრასტრუქტურის განვითარება თვით ბაზრის განვითარების პარალელურად მიმდინარეობს. განუვითარებელ ბაზარზე, სადაც ფასიან ქაღალდებზე გარიგებების ოდენობა არ არის დიდი, ინფრასტრუქტურის შენახვა ბევრად ძვირი ჯდება. ამიტომ ის პრიმიტიულ დონეზე რჩება. კერძოდ, ფასიანი ქაღალდების გასხვისების პროცედურა გართულებულია, პარ-

ტნიორის მოძებნა ხშირად გარკვეულ პრობლემებთან არის დაკავშირებული და გარიგების დადების გარანტია პრაქტიკულად არ არსებობს.

ბაზარზე გარიგებების ოდენობის და ბრუნვის ზრდის პარალელურად ჩნდებიან ორგანიზაციები, რომლებიც მომსახურებას უწევენ ინვესტორებს ფასიანი ქაღალდების გასხვისების პროცესის გარკვეულ ეტაპებზე. ასეთ შემთხვევაში მნიშვნელოვანია, რომ ცალკეულ ეტაპებზე ოპერაციის სტანდარტიზაციის საფუძველზე იმდენად შემცირდეს ტრანზაქციის ღირებულება, რომ ორგანიზაციებმა გარიგების მონაწილეთა საკომისიო გადასახადების საშუალებით შესძლონ ფინანსური დამოუკიდებლობის შენარჩუნება.

საბოლოოდ ინფრასტრუქტურის ტექნოლოგიური ელემენტების ჩამოყალიბებაში და ექსპლუატაციაში მთავარი არის შემცირდეს ის დანახარჯები, რაც საფონდო ბაზარზე ოპერაციების ჩატარებას ახლავს თან.

ამავე დროს, განვითარებულ ბაზრებზე ხშირად მხარეთა საკომისიო გადასახადებში შეტანილია არა მარტო პირდაპირი ხარჯები (პარტნიორის მოძებნა, დოკუმენტების გაფორმება, სხვა სერვისი), არამედ არაპირდაპირი ხარჯებიც, რომლებიც ასახულია რისკებში. ანუ, გარკვეულწილად დანახარჯებში უნდა იყოს გათვალისწინებული დანაკარაგები, რომლებიც შეიძლება მოყვეს გარიგების შეუსრულებლობას (მაგ. გადახდის შემდგომ ფასიანი ქაღალდის მიწოდებაზე უარის თქმა და ა. შ.).

ყველა ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ძირითადი ტენდენცია მდგომარეობს იმაში, რომ ბაზრის ყოველმა მონაწილემ თავის თავზე აიღოს ის რისკი და იმ ოდენობით, რომელსაც ის ჩათვლის საჭიროდ. შედეგად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ორგანიზებისთვის იქმნება სტრუქტურები, რომლის ფარგლებში ვაჭრობის პროცესის მონაწილეები თავისუფლდებიან გარკვეული სახის რისკებიდან. ასეთ რისკებს თავის თავზე იღებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინ-

ფრასტრუქტურა, რის გამოც ბაზრის მონაწილენი ფინანსურად უზრუნველყოფენ მის შენახვას.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას შეადგენენ:

- **საქართველოს საფონდო ბირჟა** – რომელიც წარმოადგენს ერთადერთ ლიცენზირებულ საფონდო ბირჟას და ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარს საქართველოში. ამჟამად ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულია 280-მდე კომპანიის აქცია და ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული სახაზინო ვალდებულებები. საფონდო ბირჟაზე გარიგება იდება სავაჭრო სისტემის მეშვეობით ბირჟის წევრების შუამავლობით. ბირჟის წევრები კი შეიძლება იყვნენ მხოლოდ საბროკერო კომპანიები. ბირჟის მარეგულირებელ ყველა წესს ადასტურებენ ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია;
- **საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი** – რომელიც ნომინალური მფლობელის დავალებით უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას, ან ეწევა კომისიის მარეგულირებელი წესებით განსაზღვრულ სხვა სახის მომსახურებას. ამჟამად საქართველოში არსებობს ერთი ცენტრალური დეპოზიტარი, რომელიც წარმოადგენს საქართველოს საფონდო ბირჟის შვილობილ საწარმოს.
- **საბროკერო კომპანიები** – მხოლოდ მათ აქვთ საჯარო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის უფლება. საბროკერო კომპანიები მყიდველსა და გამყიდველს შორის შუამავლის ფუნქციას ასრულებენ და ჩვეულებრივ, ფასიანი ქაღალდებით გარიგების განხორციელებისთვის საკომისიოს ითხოვენ. საბროკერო კომპანიის ყველა თანამშრომელი, რომელიც მოქმედებს საბროკერო კომპანიის სახელით და რომელსაც საქმე

აქვს კლიენტებთან, უნდა იყოს ლიცენზირებული ბროკერი.

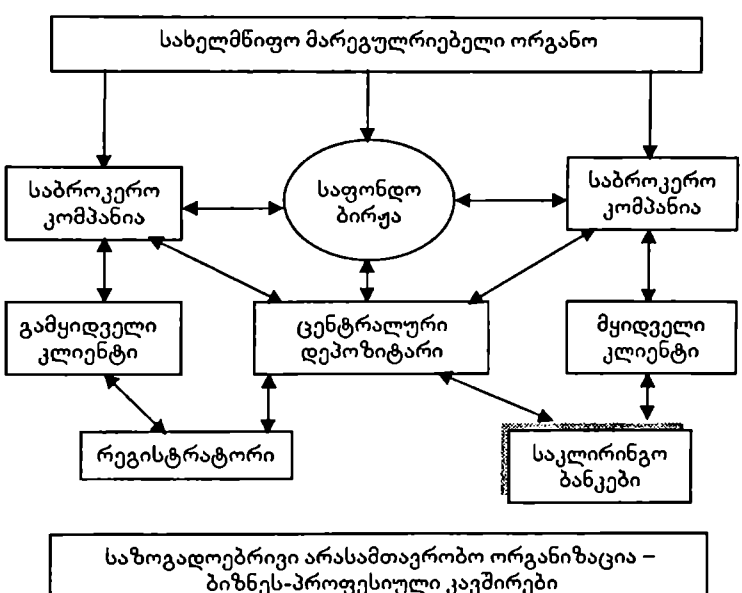
- **რეგისტრატორები** – აწარმოებენ სააქციო საზოგადოებების რეესტრებს და უზრუნველყოფენ აქციათა საკუთრების უფლებების საიმედო დაცვას. რეგისტრატორი ამოწმებს და რეესტრში შეჰყავს გარიგების შედეგად დაფიქსირებული ყველა ცვლილება. რეგისტრატორი აწარმოებს საწარმოების აქციონერთა და ობლიგაციების მფლობელთა მიმდინარე სიას, ინახავს მათ შესახებ სხვა სახის ინფორმაციას, ემიტენტის დავალებით ახორციელებს კანონით ნებადართულ სხვა საქმიანობას (დივიდენდების დარიგება, კრებების ორგანიზება და ა. შ.). რეგისტრატორი უზრუნველყოფს, რომ მიმოქცევაში იყოს ფასიანი ქაღალდის მხოლოდ ნებადართული რაოდენობა. 2004 წლის ბოლოსათვის ქვეყანაში მოქმედებდა 7 ლიცენზირებული რეგისტრატორი.
- **საანგარიშსწორებო ბანკები** – ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისათვის ფულადი სახსრებით ანგარიშსწორება ხორციელდება საანგარიშსწორებო ბანკის მიერ, რომელთაც სპეციალური შეთანხმება აქვთ ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ დეპოზიტართან. 2004 წლის ბოლოსათვის ასეთი შეთანხმება ცენტრალურ დეპოზიტართან გაფორმებული ჰქონდა 4 კომერციულ ბანკს.
- **საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია** – წარმოადგენს საჯარო სამართლის იურიდიულ პირს, რომელიც ზედამხედველობას უწევს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს და არის ბაზრის მარეგულირებელი სახელმწიფო ორგანო. კომისიას ხელმძღვანელობს კომისიის ხუთი

წევრი, რომელთაც ნიშნავს პრეზიდენტი და ამტკიცებს პარლამენტი.

- **საზოგადოებრივი არასამთავრობო ორგანიზაცია** – ბიზნეს-პროფესიული კავშირი – წარმოდგენილია – საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის ასოციაციის სახით, რომლის წევრები არიან ბაზრის პროფესიული იურიდიული და ფიზიკური პირები. ასოციაცია ხელს უწყობს ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარებას, დარგობრივი საქმიანობის პოპულარიზაციას, პროფესიულ და საზოგადოებრივ განათლებას.

სქემა 11.1

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა



ფინანსური ბაზრის ნებისმიერი სეგმენტის ინფრასტრუქტურის ორგანიზება დამოკიდებულია ბაზრის განვითარების დონეზე, ბრუნვის ოდენობაზე, მონაწილეებზე და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე. აქედან კი გამომდინარეობს ის ამოცანები და მიზნები, რაც აკისრია ინფრასტრუქტურას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ამოცანები შეიძლება დაიყოს 2 ძირითად ნაწილად:

- ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე რისკების მართვა;
- ოპერაციების ჩატარების ხვედრითი ღირებულების შემცირება.

ინფრასტრუქტურის როლი რისკების მართვის საქმეში გამოიხატება შემდეგში:

- სხვადასხვა სახის რისკების ერთმანეთისგან განცალკევება და გარკვეული რისკების საკუთარ თავზე აღება;
- რისკის რეალიზაციაში პასუხისმგებლობის განსაზღვრა;
- მონაწილეთა მიერ მიყენებული ზარალის ანაზღაურების პასუხისმგებლობის რეალიზაცია.

რისკების მართვის ეფექტური სისტემის ასაგებად აუცილებელია მიღებულ იქნას ადეკვატური ადმინისტრაციული, ტექნოლოგიური და ფინანსური გადაწყვეტილებები, რომლებიც გამაგრებული იქნება შესაბამისი იურიდიული დოკუმენტებით.

ბაზარზე ჩატარებული ოპერაციების ხვედრითი ღირებულების შემცირება ხდება:

- ოპერაციის და დოკუმენტაციის სტარდარტიზაციით;
- ოპერაციების კონცენტრაციით სპეციალიზირებულ სტრუქტურებში;
- ახალი ტექნოლოგიების დანერგვით.

რისკების ძირითადი სახეები საფონდო ბაზარზე

სხვადასხვა ქვეყნების ფინანსური სისტემის მასშტაბებისა და სირთულის მიუხედავად, ფასიან ქაღალდებზე გარიგებებს მისი საბაზრო ხასიათიდან გამომდინარე, თან სდევს სპეციფიკური რისკები. ძირითადი ამოცანა, რომლის გადაწყვეტაც ევალება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას, არის ამ რისკების შემცირება. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე რისკების მრავალი სახე არსებობს. ჩვენ გამოვყოფთ იმ რისკებს, რომლებიც თან ახლავს პროცესს კონკრეტულად გარიგების დადებიდან მის შესრულებამდე. აღნიშნულ რისკებს შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- **საბაზრო რისკი (Market risk)** – დაკავშირებულია საფონდო ბაზარზე მერყეობასთან. გარიგების დადებიდან მის შესრულებამდე გარკვეული ვადის გამო, ყოველთვის არსებობს ფასების ცვლილების შედეგად ზარალის მიღების ალბათობა;
- **კაპიტალის რისკი (Capital risk)** – რომელიც დაკავშირებულია კლირინგისა და ანგარიშსწორების პროცესში არათანდართულ ანგარიშსწორებასთან;
- **სისტემური (ოპერაციული) რისკი (Systemic risk)** – რომელიც დაკავშირებულია საკლირინგო-საანგარიშსწორებო სისტემის სამუშაო პროცესის დაუგეგმავ შეფერხებასთან დაკავშირებით.

საბირჟო და არასაბირჟო ვაჭრობა

ინფრასტრუქტურის განხილვისას საყურადღებოა ის განსხვავება, რაც არსებობს ვაჭრობის ორგანიზების ორ ძირითად სქემას – საბირჟო და არასაბირჟო ვაჭრობას შორის.

საბირჟო ვაჭრობა ხასიათდება დიდი ბრუნვადობით, რი-

სი მეშვეობითაც შესაძლებელი ხდება შეიქმნას მაღალეფექტური ინფრასტრუქტურა, რომელსაც ხელეწიფება თავის თავზე აიღოს რისკების დიდი ნაწილი, მნიშვნელოვნად შეამციროს დანახარჯები და გაზარდოს ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა. ეს მიიღწევა გარიგებების მკაცრი სტანდარტიზაციით, ბაზრის მონაწილეთა მკაცრი შეზღუდვით ვალდებულებების, კაპიტალის ადექვატურობისა და ლიკვიდურობის ამაღლებასთან დამოკიდებულებაში. როდესაც გარიგებების რაოდენობა მცირეა, მისი შესრულება სავაჭრო სპეციალიზებული სისტემით არარენტაბელურია.

საბირჟო ვაჭრობის ორგანიზებისას ელექტრონული სავაჭრო სისტემით, გარიგება იდება მის ორ მონაწილეს შორის ანონიმურობის პრინციპებიდან გამომდინარე, ხოლო ბირჟა ასეთ შემთხვევაში გამოდის როგორც შუამავალი და გარიგების შესრულების გარანტი, ამავე დროს ბირჟა საჯაროობის პრინციპიდან გამომდინარე უზრუნველყოფს ობიექტური ფასის დადგენასაც, რაც თავის მხრივ ზრდის ინვესტორთა ნდობას.

არასაბირჟო გარიგების სქემაში სავაჭრო სისტემა არავითარ მონაწილეობას არ იღებს. საქართველოს კონტრაგენტებს შორის არასაბირჟო გარიგების პროცესს საჯარო ფასიანი ქაღალდებით არეგულირებს – წესი „საჯარო ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო გარიგებების შესახებ“ (კომისიის 2002 წლის 2 დეკემბრის №25 დადგენილება), ხოლო იმ ფასიანი ქაღალდებით, რომლებითაც არ ხდება ვაჭრობა საფონდო ბირჟაზე – ფასიანი ქაღალდის მფლობელობა – იცვლება „აქციათა რეესტრის წარმოების დროებითი დებულების“ (საქართველოს პრეზიდენტის ბრძანებულება №375, 1998 წ. 18 ივნისი) საფუძველზე.

„საჯარო ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო გარიგებების შესახებ“ წესის თანახმად, საჯარო ფასიანი ქაღალდით არასაბირჟო გარიგებად ითვლება ის გარიგებები, რომლებიც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ გატანის გარეშე, საბროკერო კომპანიის მეშვეობით იდება.

ასეთ გარიგებებს განეკუთვნება:

- საჯარო ფასიანი ქაღალდების ჩუქება;
- საჯარო ფასიანი ქაღალდების დაგირავება;
- საჯარო ფასიანი ქაღალდების ნასყიდობა სატენდერო შეთავაზებით;
- საჯარო ფასიანი ქაღალდების მსხვილი პაკეტის ნასყიდობა;
- იმ საჯარო ფასიანი ქაღალდების ნასყიდობა ან გაცვლა, რომელიც საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული არ არის;
- ემიტენტის მიერ საჯარო ფასიანი ქაღალდების გამოსყიდვა „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 53[1] მუხლის თანახმად;
- სხვა გარიგებები, რომლებიც არ ეწინააღმდეგება ამ წესისა და მოქმედი კანონმდებლობის მოთხოვნებს.

უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ არასაბირჟო გარიგება ჩაითვლება დადებულად, თუ იგი განხორციელდა საბროკერო კომპანიის მეშვეობით. ამასთან ზემოაღნიშნული წესის მოთხოვნით, საჯარო ფასიანი ქაღალდების ნასყიდობა სატენდერო შეთავაზებით, პაკეტის ნასყიდობა და გამოსყიდვა „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 53[1] მუხლის თანახმად, დამატებით ითხოვს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში გარიგების დაფიქსირებას.

ამასთან, საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობას, საბროკერო კომპანიის მონაწილეობას არ ექვემდებარება საჯარო ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების წარმოშობა, შეცვლა ან შეწყვეტა:

- მემკვიდრეობის საფუძველზე;
- სასამართლოს გადაწყვეტილების საფუძველზე;
- საწესდებო კაპიტალში შენატანის საჯარო ფასიანი ქაღალდით შესრულებისას;

- ემიტენტის მიერ კანონმდებლობის შესაბამისად განხორციელებული კორპორაციული საქმიანობის შედეგად.

საბროკერო კომპანიები

ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარების კვალობაზე, ბაზარზე ჩნდებიან სხვადასხვა ტიპის ფინანსური შუამავლები. საბროკერო კომპანიების როლი, როგორც ერთ-ერთი სახის ფინანსური შუამავლებისა, ძალზე დიდია. მათ შეუძლიათ მნიშვნელოვნად შეამცირონ საინვესტიციო კაპიტალის ფასი და გაზარდონ საინვესტიციო კაპიტალის ხელმისაწვდომობა შიდა ბაზარზე. მათ აქვთ ამის შესაძლებლობა დაბალი ზედნადები ხარჯებისა და უშუალოდ ინვესტორთათვის საბაზრო რისკის გადაცემის გამო.

ფინანსური შუამავლობის მომსახურეობის ღირებულების შემცირება მაღალკონკურენტიან ბაზარზე ამცირებს კაპიტალის ფასს, რაც საბოლოოდ ზრდის ქვეყნის ეკონომიკურ აქტივობას.

კანონით ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ, ქვეყანაში საჯარო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა უნდა განხორციელდეს მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიების მეშვეობით. კანონით დამკვიდრებული ტერმინი „საბროკერო კომპანია“ (Brokerage Companies – უცხოეთში გავრცელებული ტერმინი „საინვესტიციო ბანკი“ – Investment Bank) არ იძლევა განსხვავებას საბროკერო კომპანიებს შორის, რომლებსაც კანონით განსაზღვრული სხვადასხვა საქმიანობების განხორციელების უფლება აქვთ მინიჭებული. მხოლოდ, საბროკერო კომპანიამ თავის მასალებში, რეკლამასა და კლიენტთან დადებულ ხელშეკრულებაში გარკვევით უნდა განაცხადოს იმ საქმიანობის შესახებ, რომლის განხორციელების ლიცენზიაც მას აქვს.

ფასიანი ქაღალდებით განხორციელებული ოპერაციის ზოგადი ტექნოლოგია

საფონდო ბაზრის მონაწილეთა მიერ ფასიანი ქაღალდებით განხორციელებული ნებისმიერი ოპერაცია სამი ძირითადი ნაწილისაგან შედგება:

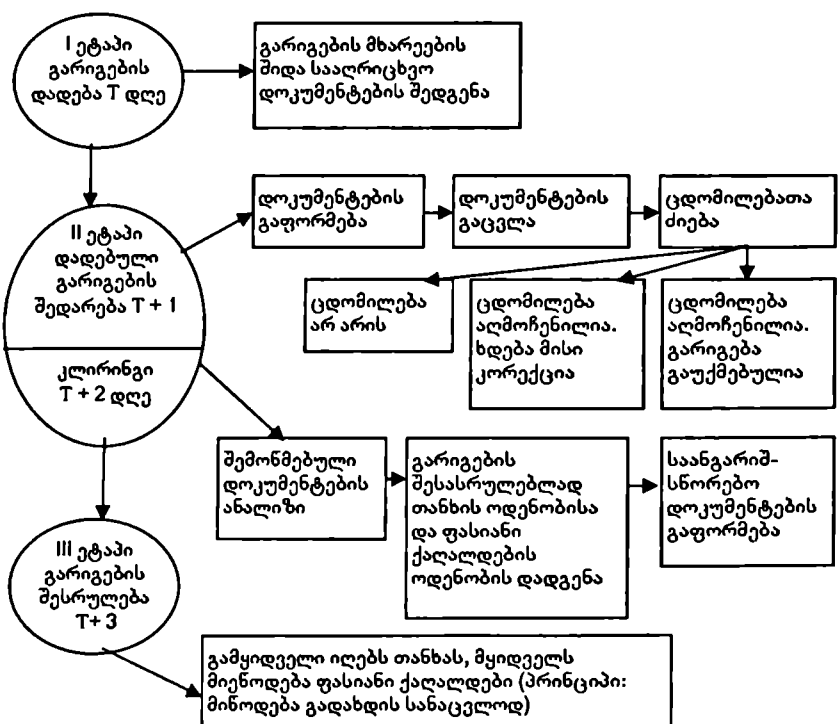
- **გარიგების დადება.** გარიგების დადებას წინ უსწრებს რამდენიმე ეტაპი როგორიცაა:
  - ინვესტორი გადაწყვეტილებას იღებს იყიდოს გარკვეული ფასიანი ქაღალდი;
  - გამყიდველი და მყიდველი ხვდებიან ერთმანეთს (ცხადია, რომ არ არის აუცილებელი მათი ფიზიკური შეხვედრა);
  - ისინი უთანხმებენ ერთმანეთს გარიგების ცალკეულ დეტალებს, მათ შორის:
    - ✓ გარიგების ფასს;
    - ✓ ანგარიშსწორების პირობებს;
  - იდება ხელშეკრულება ყიდვა-გაყიდვაზე.
- **გარიგების პარამეტრებისა და მხარეთა ვალდებულებების დადგენა, რომელიც შეიძლება დაიყოს ორ ეტაპად:**
  - დადებული გარიგების პარამეტრების შედარება;
  - კლირინგი.
- **გარიგების შესრულება** – რაც გულისხმობს:
  - ინვესტორის მხრიდან თანხის გადახდა;
  - ფასიანი ქაღალდის მიწოდება გამყიდველისგან;
  - ხდება დოკუმენტების გადაფორმება, რაც ადასტურებს ფასიან ქაღალდზე საკუთრების შეცვლის ფაქტს.

გარიგების დადება

იმისათვის, რომ მყიდველიც და გამყიდველიც ბაზარზე შეხვდეს ერთმანეთს, მათ პირველ რიგში ერთმანეთი უნდა იპოვონ. ასეთ ფუნქციას ბაზარზე საკუთარ თავზე იღებენ შუამავლები – ბროკერები. თავის მხრივ ეს ბროკერები ერთმანეთს პოულობენ სავაჭრო სისტემის მეშვეობით (ასეთ სისტემას საქართველოში წარმოადგენს საქართველოს საფონდო ბირჟა).

სქემა 11.2

ფასიან ქაღალდებზე გარიგების დადების ზოგადი ტექნოლოგია



ბირჟაზე არსებული ვაჭრობის წესები განსაზღვრავს ფასის დადგენის გარკვეულ მექანიზმს. ეს უკანასკნელი შეიძლება იყოს ორმაგი აუქციონი თუ მარკეტ-მეიკერის ან სპეციალისტის მიერ ფასების კოტირება.

გარიგების დადების პირველ ეტაპს წარმოადგენს ხელშეკრულების დადება. საბირჟო ვაჭრობის შემთხვევაში, ვაჭრობის სწრაფად ჩატარების და გარიგების დანახარჯების შემცირების მიზნით, ხდება მისი სტანდარტიზირება. ამასთან, როგორც წესი, საბირჟო გარიგებები იდება სტანდარტული ოდენობის აქციებზე, რომელსაც ბირჟაზე **ლოტებს** უწოდებენ. ასევე მიწოდება-გადახდის ვადებიც მკაცრად არის შეთანხმებული.

იმ ბირჟებზე სადაც ვაჭრობის პროცესი მიმდინარეობს ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით (მაგალითად, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე) გარიგების დადების ფაქტი აფიშირდება ბირჟის სავაჭრო სისტემაში. სავაჭრო სესიის დამთავრების შემდეგ, ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით, ვაჭრობის მონაწილეებს მიეწოდებათ ანგარიში მათ მიერ დადებული გარიგებების შესახებ, რომელიც საფუძვლად ედება ცენტრალურ დეპოზიტარში ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას.

გარიგების პირველი ეტაპის შედეგს წარმოადგენს გარიგების ორივე მხარის მიერ შიდა საარღიცხვო დოკუმენტების შედგენა, სადაც დაფიქსირებულია დადებული გარიგება და გარიგების პარამეტრები.

გარიგების დადების დღე აღინიშნება T ასოთი (Trade Date). გარიგების სხვა ეტაპების დროს აღრიცხვა იწყება T დღიდან.

გარიგების პარამეტრებისა და მხარეთა ვალდებულებების დადგენა

ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაზე გარიგების დადების მეორე ეტაპს წარმოადგენს გარიგების პარამეტრების შედარება (Trade Matching). ამ ეტაპის ამოცანა მდგომარეობს იმაში, რომ გარიგების ორივე მხარეს მიეცეს შესაძლებლობა დაარეგულირონ პარამეტრებში არსებული ცდომილებები.

ცხადია, რომ ბაზარზე ასეთი სისტემის არარსებობა მნიშვნელოვნად ზრდის გარიგების შესრულების პროცესში მისი ჩაშლის რისკს. რაც უფრო დიდი დრო გადის გარიგების დადებიდან მისი პირობების შედარებამდე, მით უფრო დიდია შეცდომის ალბათობა. როგორი ფორმითაც არ უნდა ხდებოდეს შედარება, უნდა დამოწმდეს გარიგების ყველა საკვანძო ელემენტი. ეს ელემენტებია:

- გარიგების დადების თარიღი და დრო;
- ფასიანი ქაღალდი, რომელზეც შედგა გარიგება;
- ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულება და რაოდენობა;
- გარიგების ფასი;
- კონტრაგენტი;
- გარიგების გარკვეული პირობა (თუ ასეთი არის);
- შესრულების ვადა.

საერთაშორისო სტანდარტებითა და ნორმებით რეკომენდებულია, ყველა ნაციონალურმა ბაზარმა ისე ააწყოს მუშაობა, რომ შედარება, როგორი ფორმატითაც არ უნდა ხდებოდეს ის, უნდა დამთავრდეს არა უგვიანეს T + 1 დღეში. თანამედროვე კომპიუტერული ბირჟების სქემებზე, მათ შორის საქართველოს საფონდო ბირჟაზე, გარიგების ეს ეტაპი, როგორც სპეციალური ცალკე პროცედურა ამოღებულია, რადგან სავაჭრო ტერმინალში განაცხადის მონაცემების შეყვანა ამავდროულად გულისხმობს შედარებაზე თანხმობას. დადე-

ბულ გარიგებაში აღმოჩენილი უზუსტობა შეიძლება ჩაითვალოს, როგორც ერთ-ერთი მხარის მიერ ან სავაჭრო პროგრამის მიერ დაშვებულ შეცდომა.

გარიგების პარამეტრების შედარების შემდგომი ეტაპია **კლირინგი.** კლირინგი ჩვეულებრივ გულისხმობს იმ პროცედურების მთელ კომპლექსს, რომელიც იწყება შედარების შემდეგ და მთავრდება კონკრეტულად გარიგების შესრულების წინ, ანუ კლირინგი არის პროცედურა, რომელიც წინ უსწრებს ფულის გადარიცხვას და ფასიანი ქაღალდების მიწოდებას.

კლირინგი ითვალისწინებს რამდენიმე თანმიმდევრული პროცედურის ჩატარებას. ესენია:

- შემოწმებული დოკუმენტების ანალიზი, რაც ითვალისწინებს აღნიშნული დოკუმენტების შემოწმებას მის სწორად გაფორმებაზე;
- საანგარიშსწორებო დოკუმენტების გაფორმება, რაც გულისხმობს საანგარიშსწორებო დოკუმენტების გადაგზავნას შესასრულებლად ფულად საანგარიშსწორებო სისტემაში და ფასიანი ქაღალდების მიმწოდებელ სისტემაში.

კლირინგის ორგანიზება ეფუძნება შემდეგ პრინციპებს:

- კლირინგი, ჩვეულებრივ, ხორციელდება სპეციალიზებულ ორგანიზაციაში. ეს შეიძლება იყოს იურიდიულად დამოუკიდებელი ორგანიზაცია ან ბირჟასთან არსებული სტრუქტურული ქვედანაყოფი;
- ინვესტორთა ინტერესების დაცვის მიზნით დიდი მნიშვნელობა ენიჭება კლიენტისა და საბირჟო შუამავლების სახსრების გამიჯვნას;
- საბირჟო გარიგებების დადების შემდეგ, კლირინგი შეიძლება ჩატარდეს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა ჩატარდება გარიგების რეკვიზიტების შედარება.

უნდა აღინიშნოს, რომ სწორედ კლირინგის პროცედურების განმახორციელებელი სისტემის კონსტრუქციაზეა ძი-

რითადად დამოკიდებული თვით საფონდო ბაზრის სტრუქტურაც. ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა ნაციონალურ ბაზარზე საკლირინგო ორგანიზაცია, გარდა კონკრეტულად კლირინგის პროცედურისა, შეიძლება პასუხისმგებელი იყოს გარიგების სხვადასხვა ეტაპებზე, კერძოდ, შედარებაზე, დეპოზიტორის ფუნქციის შესრულებაზე და ფულად ანგარიშსწორებაზე.

მაგ., საერთაშორისო დეპოზიტარულ-საკლირინგო ორგანიზაციები Sedel (ლუქსემბრუგი) და Euroclerar (ბრიუსელი) ასრულებენ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას და ითავსებს დეპოზიტარის ფუნქციებსაც, ხოლო გერმანიაში არსებული საკლირინგო ცენტრი ასრულებს დეპოზიტარის ფუნქციებს, ანგარიშსწორებას კი ახორციელებს ქვეყნის ცენტრალური ბანკი – Deutsche Bundes Bank. რაც შეხება ჩვენს ქვეყანას, საქართველოში კლირინგი და ანგარიშსწორება ხორციელდება ცენტრალური დეპოზიტარის მეშვეობით, რომელიც წარმოადგენს ბაზრის რეგულარებად მონაწილეს.

სწორედ ცენტრალური დეპოზიტარის ჩამოყალიბებას ურჩევდა კლირინგის ორგანიზებისათვის განვითარებადი ბაზრების მქონე სახელმწიფოს 30-თა ჯგუფი (საერთაშორისო ექსპერთა ჯგუფი) თავისი რეკომენდაციით, რომლის არსი მდგომარეობდა შემდეგში:

- ყველა ქვეყანას უნდა ჰქონდეს სრულად ჩამოყალიბებული და ეფექტურად მოქმედი ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, იმგვარად ორგანიზებული და მართული, რომ მის მუშაობაში მაქსიმალურად ფართო მონაწილეობა მიიღოს (პირდაპირ და ირიბად) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებმა.

საერთაშორისო პრაქტიკაში ერთგვარი ტიპიური კლირინგის სისტემა არ არსებობს. ყველა ბირჟა კლირინგის ორგანიზებას ახდენს დამოუკიდებლად და მათ აქვთ როგორც

საერთო, ასევე განმასხვავებელი ნიშნები. მრავალი წამყვანი ბირჟა დღეს იყენებს ე. წ. **წმინდა პოზიციებს** (net positions). წმინდა პოზიციები ასახავს ყველა დადებული და დამოწმებული გარიგების შედეგად ბროკერთა ანგარიშების საბოლოო ნაშთებს.

ბირჟა გადასცემს ცენტრალურ დეპოზიტარს გარიგებების სიას, ცენტრალურ დეპოზიტარს კი თავად გამოყავს წმინდა პოზიციები, ანუ ხდება ვალდებულებათა წმინდა პოზიციების გამოყვანა, რითაც განისაზღვრება თითოეული კრედიტორის მოთხოვნათა ზომა ყველა მევალის მიმართ ან პირიქით. ამ პროცესს ნეტტინგი (netting) ეწოდება.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარიც აღნიშნული სქემით მუშაობს. ამ დროს ხდება ბირჟაზე დადებული ყველა გარიგების მიმდევრობით შემოწმება და შესრულება, მყიდველ-გამყიდველის ანგარიშებს შორის აქციებისა და ფულის გაცვლის გზით.

გარიგების შესრულება

გარიგების დასკვნითი ეტაპია – **შესრულება.** შესრულება ითვალისწინებს ფულის გადახდას და ფასიანი ქაღალდის მიწოდებას. ფასიან ქაღალდებზე გარიგების დადებისას მნიშვნელოვანია ის საკითხი, თუ რამდენი დღის შემდეგ მოხდება გარიგების შესრულება. ცხადია, რომ, რაც უფრო გრძელი ვადაა გარიგების დადებიდან მის შესრულებამდე, მით უფრო მაღალია გარიგების შეუსრულებლობის რისკი. ამიტომ მსოფლიო საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრებზე წინასწარ არსებობს გარიგების ყველა ეტაპის გავლის მკაცრად დადგენილი გრაფიკი.

ამავე დროს გარიგების შესრულებისას ფულის გადახდა და ფასიანი ქაღალდის მიწოდება შეიძლება არაერთდროულად მოხდეს. თუ ერთ-ერთი მხარე პირნათლად შეასრულებს

ვალდებულებებს, ხოლო მეორე მხარეს ჯერჯერობით არ შეუძლია ნაკისრი ვალდებულებების შესრულება (მაგალითად, გარკვეული პერიოდის განმავლობაში არ ექნება ფული ან ფასიანი ქაღალდი), მაშინ ის მხარე, რომელმაც პირნათლად შეასრულა თავისი პირობა, განიცდის ზარალს.

გარიგების მონაწილეებს შეუძლიათ დაავალდებულონ მეორე მხარე, რომ ფული ან ფასიანი ქაღალდები დეპონირებული იყოს იმ ორგანიზაციებში, რომელიც მჭიდროდ არის დაკავშირებული ბირჟასთან. ეს ორგანიზაციები ბირჟიდან გარიგების დადების შესახებ ინფორმაციის მიღების შემთხვევაში ერთდროულად აძლევენ ფულს გამყიდველს და ფასიანი ქაღალდების მყიდველს, ამით ფაქტიურად თითქმის ნულამდე დაჰყავთ გარიგების შეუსრულებლობის რისკი. ამ მეთოდს ეწოდება **მიწოდება – გადახდის სანაცვლოდ** (DVP-Delivery versus Patment).

30-თა ჯგუფის რეკომენდაციებით – „მიწოდება გადახდის სანაცვლოდ" გამოყენებული უნდა იქნეს, როგორც ფასიანი ქაღალდებით ყველა ოპერაციაზე ანგარიშსწორების განხორციელების მეთოდი. DVP განისაზღვრება შემდეგნაირად: დღის განმავლობაში უწყვეტობის საფუძველზე ფასიანი ქაღალდების ფულზე გადაცვლის იმავდროული, საბოლოო, გამოუთხოვადი და დაუყოვნებლივი მეთოდი.

ფულადი ანგარიშსწორების განხორციელების სისტემა ერთმანეთისგან განსხვავებულია სხვადასხვა ქვეყანაში, მათი ძირითადი განმასხვავებელია საბირჟო ანგარიშსწორების სისტემის ურთიერთობა ქვეყნის ცენტრალურ ბანკთან, ანუ ცენტრალური ბანკის მონაწილეობის ფორმა საბირჟო ანგარიშსწორების სისტემაში.

ანგარიშსწორების სხვადასხვა სქემის მიუხედავად, ანგარიშსწორების განხორციელებასთან დაკავშირებით 30-თა ჯგუფმა განვითარებად ქვეყნებს შემდეგი რეკომენდაცია მისცა: ყველა ბაზრებზე მიღებულ უნდა იქნას „მცოცავი" ან-

გარიშსწორების განხორციელების სისტემა. საბოლოო ანგარიშსწორება უნდა განხორციელდეს არა უგვიანეს სამ დღისა გარიგების დადების თარიღიდან (T+3).

საქართველოში ფასიან ქაღალდებზე გარიგებებთან დაკავშირებული ანგარიშსწორება ხორციელდება სანგარიშსწორებო ბანკების მეშვეობით, რომლებშიც ანგარიშები გახსნილი აქვთ ცენტრალურ დეპოზიტორს, დეპოზიტორის წევრებს და მათ კლიენტებს.

რაც შეეხება ფასიანი ქაღალდების მიწოდებას, პრაქტიკაში ის ხორციელდება დეპოზიტარის საშუალებით, რომლის როლს ქვეყნის კანონმდებლობის და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურიდან გამომდინარე შეიძლება ასრულებდნენ ბანკები, სპეციალიზებული ორგანიზაციები ან საკლირინგო-დეპოზიტარული ინსტიტუტები. კლირინგის შედეგად დეპოზიტარში მოდის საანგარიშსწორებო დოკუმენტები, რაც ფასიანი ქაღალდების მიწოდების საფუძველს წარმოადგენს, შედეგად ფასიანი ქაღალდები გადაირიცხება გამყიდველის ანგარიშიდან მყიდველის ანგარიშზე.

საქართველოში ასეთ ფუქნციას ასრულებს ცენტრალური დეპოზიტარი, სადაც ხდება ფასიან ქაღალდებზე დადებული გარიგებების დამუშავების უზრუნველყოფა უნაღდო ანგარიშთა სისტემის მეშვეობით. აღნიშნული სისტემის შექმნის უცილებელი პირობაა ფასიანი ქაღალდების დემატერიალზიაცია, რაც საქართველოში განხორციელდა კანონის მოთხოვნით. ასეთ პირობებში ცენტრალურმა დეპოზიტარმა უნდა უზრუნველყოს ქვეყანაში არსებული ყველა გამოშვების ფასიანი ქაღალდის მომსახურება.

ფასიან ქაღალდებზე ინფორმაციის კოცენტრაცია ცენტრალურ დეპოზიტარში მნიშვნელოვნად ზრდის დეპოზიტარის ოპერაციების ეფექტურობას, რაც გამოხატულებას ჰპოვებს ბაზრის მონაწილეთა მიერ ჩატარებულ ოპერაციებზე ხარჯების საგრძნობ შემცირებაში.

საქართველოში არსებული კლირინგისა და ანგარიშსწორების სისტემა საშუალებას იძლევა საბოლოო ანგარიშსწორებას გარიგების მხარეებს შორის მოხდეს T+1 დროში.

რეესტრის წარმოების სისტემა

ფასიან ქაღალდებზე გარიგების დადებას, ხოლო შემდგომ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას აზრი არა აქვს, ვიდრე არ დადგინდება გადასაცემი ფასიანი ქაღალდების მფლობელობა. აქციათა მფლობელობის განსაზღვრის გარეშე კი შეუძლებელია საკუთრების უფლებების ჩამოყალიბება.

სახელობით ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების აღრიცხვის საფუძველია **რეესტრი,** რომელსაც რეგისტრატორი აწარმოებს. **რეგისტრატორი** დამოუკიდებელი უნდა იყოს როგორც ემიტენტისგან, ასევე ინვესტორისგან და დაადასტუროს ამა თუ იმ ინვესტორის უფლებები ფასიან ქაღალდებზე. იგი აღრიცხავს აქციების ყიდვა-გაყიდვის, გასხვისების ნებისმიერ შემთხვევას და ამავე დროს წარმოადგენს აქციონერთა უფლებების დამცველ ერთ-ერთი უმთავრეს გარანტს, რადგან ის აწვდის ემიტენტს აქციონერთა კრებაში მონაწილეთა სიას, სადაც აღნიშნულია აქციონერთა ხმების განაწილება.

ამასთან, ემიტენტმა რეესტრი არასაჯარო ფასიან ქაღალდზე შეიძლება თავადაც აწარმოოს, მაგრამ ამისთვის მას დაქირავებული უნდა ჰყავდეს ფიზიკური პირი, რომელსაც კომისიის მიერ გაცემული საკვალიფიკაციო გამოცდის დამადასტურებელი ატესტატი გააჩნია. აღნიშნულ ატესტატს ასევე უნდა ფლობდნენ ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ის თანამშრომლები, რომლებიც უშუალოდ მონაწილეობენ რეესტრის წარმოებაში.

ამავე დროს, რეესტრის წარმოების წესები ერთნაირია და ვრცელდება როგორც ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორზე, ასევე იმ ემიტენტებზე, რომლებიც უფლებამოსილნი არიან რეესტრი თავად აწარმოონ.

ნომინალური მფლობელობის ინსტიტუტი

იმისათვის, რომ ვაჭრობის მონაწილეებმა ტექნიკურად მოახერხონ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციები და ამავე დროს მოხდეს წამოჭრილი რისკების მინიმიზაცია, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამოყენებულია ნომინალური მფლობელობის მეთოდი. კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" ფასიანი ქაღალდის ნომინალური მფლობელი არის:

- იურიდიული პირი, რომელიც არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავალი, ბანკი ან ცენტრალური დეპოზიტარი და რომელსაც ბენეფიციარი მესაკუთრე წერილობითი ხელშეკრულებით ანიჭებს უფლებას ფასიანი ქაღალდები თავის სახელზე შეიტანოს რეესტრში და ჩაებას ამ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ სხვა ოპერაციებში (მაგ. ბენეფიციარი მესაკუთრეებისათვის ინფორმაციის მიწოდება) ბენეფიციარი მესაკუთრის ან სხვა ნომინალური მფლობელის სახელით (კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ", მუხლი 2).

ხოლო ბენეფიციარ მესაკუთრედ კანონის მიხედვით მიიჩნევა:

- პირი, რომელიც არ არის ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელი ან რეგისტრირებული მფლობელის წარმომადგენელი და რომელიც აკმაყოფილებს ნებისმიერ შემდეგ მოთხოვნას:
  - ✓ არის ფასიანი ქაღალდების რეგისტრირებული მფლობელი, გარდა ნომინალური მფლობელისა;
  - ✓ წერილობითი შეთანხმების საფუძველზე ნებას რთავს ნომინალურ მფლობელს იმოქმედოს მისი ინტერესებისათვის;

- ✓ იღებს ფულად მოგებას როგორც ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრე;
- ✓ აქვს ფასიან ქაღალდთან დაკავშირებული ხმის განკარგვის უფლება;
- ✓ აქვს კანონმდებლობით განსაზღვრული სხვა უფლება, გახდეს ფასიანი ქაღალდების ბენეფიციარი მესაკუთრე (კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ", მუხლი 2).

კლიენტის საინვესტიციო სახსრების ნომინალური მფლობელობა ხორციელდება მისი ბენეფიციარი მესაკუთრის სასარგებლოდ, რისკითა და ხარჯებით და არ გულისხმობს მათზე საკუთრების ან მფლობელობის უფლების გადაცემას ნომინალური მფლობელისათვის. ამასთან ნომინალური მფლობელი კლიენტის საინვესტიციო სახსრებით ოპერაციებს ახორციელებს მხოლოდ საკუთარი სახელით.

ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელის საქმიანობის პრინციპებს, ნომინალური მფლობელის მიერ კლიენტთა საინვესტიციო სახსრებისათვის შესაბამისი ანგარიშების წარმოების პროცედურას, ასევე პირველი საფეხურის ნომინალური მფლობელის მიერ ფასიანი ქაღალდების შემდეგი საფეხურის ნომინალურ მფლობელობაში გადაცემის პირობებს განსაზღვრავს „ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელობის შესახებ" კომისიის წესი (კომისიის 2002 წლის 2 დეკემბრის №26 დადგენილება).

ნომინალური მფლობელობის ინსტიტუტის შემოღებით შესაძლებელია შეიქმნას ფასიანი ქაღალდების განთავსების მრავალსაფეხურიანი სისტემა. ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ფლობის შემთხვევაში, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაცია ხორციელდება ბენეფიციარი მესაკუთრის სახელზე. ემიტენტმა და რეგისტრატორმა იციან ვინ არის ინვესტორი.

არაპირდაპირი ფლობის დროს ინვესტორი ფასიან ქაღალდებს ფლობს ერთი ან რამდენიმე შემავალი ინსტიტუტის,

როგორც ნომინალური მფლობელის, სახელზე გახსნილი ანგარიშის მეშვეობით.

ცხადია, რომ ნამდვილი მესაკუთრე, რომელიც შუამავლების საფეხურის თავში დგას, ემიტენტის რეესტრში მითითებული არ არის და ემიტენტი თავის აქციონერად იმ იურიდიულ პირს ცნობს, რომელიც ბენეფიციარ მესაკუთრესთან დადებული ხელშეკრულების საფუძველზე მოქმედებს.

კომისიის წესი „ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელობის შესახებ" ადგენს პირველი საფეხურის ნომინალური მფლობელის ვალდებულებებს. წესის მიხედვით, პირველი საფეხურის ნომინალური მფლობელი ნიშნავს:

- ნომინალურ მფლობელს, ა) რომელსაც ფასიან ქაღალდებზე ნომინალური მფლობელობის უფლება უშუალოდ ბენეფიციარი მესაკუთრისგან აქვს გადაცემული; ბ) რომელიც საინვესტიციო სახსრებს შეიძენს ბენეფიციარი მესაკუთრე კლიენტის სასარგებლოდ, მასთან დადებული ხელშეკრულების შესაბამისად (წესი „ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელობის შესახებ", მუხლი 2).

ხოლო შემდეგი საფეხურის ნომინალურ მფლობელს – საინვესტიციო სახსრები გადაცემული აქვს იმ პირისაგან, რომელიც თავის მხრივ, ამ სახსრების ნომინალური მფლობელია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილეების თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების პროცესში ჩნდება გარკვეული პრობლემები, რომლის კვალიფიციურად გადაწყვეტა შესაძლებელია მხოლოდ ბაზრის მონაწილეთა უშუალო ჩარევის შედეგად. სწორედ ბაზრის მონაწილეებმა იციან ის კონკრეტული პრობლემები და მისი გადაწყვე-

ტის გზები, სხვადასხვა მაქინაციები და მისი აღკვეთის ღონისძიებების ჩატარების შესაძლებლობები და სხვ,. რომელთა წინასწარ გათვალისწინება შეუძლებელია ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის ცალკეული ინსტიტუტის მარეგულირებელ ნორმატიულ დოკუმენტებში.

იმისათვის, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალმა მონაწილეებმა შესძლონ რეგულირებაში უშუალო მონაწილეობის მიღება, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა ნებისმიერმა ჯგუფმა, რომელიც „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის ან საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის შესაბამისად ჩამოყალიბებულია იურიდიულ პირად, შეიძლება მოითხოვონ **თვითრეგულირებად ორგანიზაციად (Selfregulatory Organization)** აღიარება.

კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" თვითრეგულირებად ორგანიზაციას წარმოადგენს:

- საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტარი და სხვა ორგანიზაციები, რომლებიც ამ კანონის მიხედვით შეიმუშავებენ და ახორციელებენ კომისიის მიერ მოწონებულ წესებს აღნიშნული ორგანიზაციის მონაწილეთა თუ წევრთა მიმართ (მუხლი 2, პ. 17).

ამავე კანონით, თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის ძირითად მიზნებს წარმოადგენს:

- წესების მომზადება თავისი წევრებისათვის და ამ წესების დაცვისა და შესრულების კონტროლი;
- შინაგანაწესსა და წესებში ან წესდებაში მოცემული სანქციების გამოყენება თავისი წევრების მიმართ ორგანიზაციის წესების დარღვევის შემთხვევაში.

თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის საქმიანობის ძირითადი არსი მდგომარეობს ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა დაინტერესებაში, რომ მათ შეასრულონ ქცევის საერთო წესები და სტანდარტები.

სახელმწიფო მას შემდეგ, რაც აღიარებს ორგანიზაციას თვითრეგულირებად ორგანიზაციად, გადასცემს მას ზედამხედველობის და რეგულირების ფუნქციის ნაწილს, რათა ბაზრის პროფესიონალმა ოპერატორებმა თვითონ დაიწესონ თავისთვის თამაშის წესები და თვითონ განახორციელონ მათ შესრულებაზე კონტროლი. ამავე დროს აღსანიშნავია ისიც, რომ ასეთი კონტროლი ბევრად უფრო ეფექტურია, ვიდრე სახელმწიფოს მიერ განხორციელებული საზედამხედველო საქმიანობა. მარეგულირებელი ორგანო კი მხოლოდ აწესებს ბაზრის ფუნქციონირების საერთო წესებს, რომელიც შესაძლებლობას იძლევა, რომ მთლიანობაში სისტემა იყოს მდგრადი და განხორციელდეს კონტროლი ბაზრის მონაწილეთა მიმართ წაყენებული მოთხოვნების შესრულებაზე, კოორდინაცია გაეწიოს და ხელი შეეწყოს ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტების გამართულ მუშაობას და განვითარებას.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია

საქართველოს კანონით, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, ფასიანი ქაღალდების ბაზარს აწესრიგებს დამოუკიდებელი მარეგულირებელი ორგანო – **საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია (კომისია).**

კომისია არის საჯარო სამართლის იურიდიული პირი, რომელიც თავის საქმიანობაში დამოუკიდებელია სხვა სახელმწიფო უწყებებისა და ორგანიზაციებისგან და მოქმედებს საქართველოს კონსტიტუციის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის და სხვა საკანონმდებლო აქტების შესაბამისად. კომისიას სისხლის სამართლის საპროცესო კანონმდებლობით დადგენილი წესით შეიძლება დაეკისროს მოკვლევის ორგანოს უფლებამოსილება.

კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ უფლებას აძლევს კომისიას შეიმუშაოს და ცხოვრებაში გაატაროს მარეგულირებელი წესები, რომლებიც კანონში წარმოდგენილი ნორმების დამატებას და დაზუსტებას წარმოადგენს და მათი შესრულება ისევე სავალდებულოა, როგორც კანონის. ყველა ლიცენზირებული მონაწილე პირადად არის პასუხისმგებელი იცოდეს და თავისი საქმიანობის მსვლელობისას გაითვალისწინოს მარეგულირებელ წესებში შეტანილი ცვლილებები.

კომისია ფინანსდება სახელმწიფო ბიუჯეტიდან. კომისია დამოუკიდებელი, მარეგულირებელი ორგანოა, რომელიც უშუალოდ პარლამენტის წინაშეა ანგარიშვალდებული. მისი ძირითადი მოვალეობებია კანონის დებულებების შესრულების უზრუნველყოფა, საჯარო შეთავაზებებისთვის ემისიის პროსპექტების დამტკიცება, ლიცენზიების გაცემა, კანონის დარღვევების აღმოჩენა და კანონის დარღვევისთვის სანქციების დაწესება.

კომისია შედგება თავმჯდომარისა და ოთხი წევრისგან. თავმჯდომარე პასუხისმგებელია კომისიის ყოველდღიური საქმიანობის წარმართვაზე, მათ შორის სხდომაზე, კომისიის აპარატის საქმიანობასა და განვითარებაზე, გადაწყვეტილებების ხელმოწერასა და მათი განხორციელების კონტროლზე.

კომისიის ყველა სხდომა, გარდა იმ სხდომებისა, რომლებიც ეხება კანონის დარღვევებს, ინფორმაციის კონფიდენციალურად შენახვას ან/და კონკრეტული პიროვნების ინტერესს, არის ღია (საჯარო).

კომისიის წევრებს ნიშნავს საქართველოს პრეზიდენტი და ამტკიცებს პარლამენტი.

კომისიის წევრები შეიძლება ხელახლა იქნან არჩეული მხოლოდ ერთხელ და თანამდებობიდან თავისუფლდებიან საკუთარი მოთხოვნით ან გარკვეული მიზეზების გამო (შრომის უუნარობა, გარკვეული დანაშაულის ჩადენა, კომისიის ეთიკის კოდექსის დარღვევა).

წევრებს არ უნდა ეკავოთ რომელიმე არჩევითი თუ დანიშვნითი თანამდებობა, არ უნდა მუშაობდნენ რომელიმე სავაჭრო-სამრეწველო თუ კერძო საწარმოში და დასახელებული ადგილებიდან არ უნდა იღებდნენ ანაზღაურებას. გამონაკლისს წარმოადგენს საგანმანათლებლო ან შემოქმედებითი საქმიანობა.

კომისიის მოვალეობაა შემდეგი სახის საქმიანობათა რეგულირება:

- ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება;
- საფონდო ბირჟების, საბროკერო კომპანიების, ერთობლივი ფონდების, რეგისტრატორების, დეპოზიტარული საქმიანობების ლიცენზირება, ასევე ლიცენზიის გაცემა ლიცენზირებული ფირმების იმ თანამშრომლებზე, რომელთა საქმიანობა დაკავშირებულია საზოგადოებასთან;
- ზედამხედველობის ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების საქმიანობაზე;
- გაყალბების, მანიპულაციების და საჯარო მფლობელობაში არსებული ფასიანი ქაღალდებით ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვა;
- ინდუსტრიის ტრეინინგის ზედამხედველობა;
- ფინანსური ბაზრების განვითარება.

კომისიის რეგულირების სფეროში არ შედის:

- სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების პირველადი შეთავაზება/ემისია და ვაჭრობა;
- ბანკები, რომლებიც პირველად ბაზარზე სამთავრობო ფასიან ქაღალდებთან მუშაობენ;
- ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა პრივატიზაციის სახელმწიფო პროგრამასთან დაკავშირებით.

საზოგადოებრივი არასამთავრობო ორგანიზაცია

განვითარებული ბაზრის მქონე ქვეყნებში პროფესიული საზოგადოება ორი ტიპისაა:

- ორგანიზაცია, რომელიც წარმოადგენს ბაზრის მონაწილე-იურიდიული პირების ინტერესებს. ასეთი ორგანიზაციები ხშირად იღებენ თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების სტატუსს;
- ორგანიზაცია, რომელიც აერთიანებს ბაზრის პროფესიონალურ მონაწილეებს ინდივიდუალურ საფუძველზე. თუმცა, ასეთ ორგანიზაციაში შეიძლება იურიდიული პირებიც გაერთიანდნენ.

პროფესიონალური მოღვაწეობის ყველა სახეობაში არის მრავალი ისეთი ნიუანსი, რომელიც შეუძლებელია ფორმირებული იყოს კანონის სახით, ამასთან ამგვარი ნიუანსები, რომელსაც განვითარებული ბაზრების ისტორია გვაჩვენებს, განმტკიცებულია გარკვეული ტრადიციებით.

ორგანიზაციები, რომლებიც აგებულია ინდივიდუალურ წევრობაზე, თამაშობენ გარკვეულწილად გადამწყვეტ როლს ტრადიციების განვითარებაში და პროფესიის პრესტიჟის ამაღლებაში. ყოველივე ეს კი ეფუძნება სამუშაოს შესრულების მაღალ სტანდარტს და პროფესიული ეთიკის დაცვას.

საზოგადოებრივი არასამთავრობო ორგანიზაციის ბიზნეს-პროფესიული კავშირების ძირითადი მიზანია კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის ხელშემწყობი და წევრების პროფესიული ინტერესების დაცვა. საქართველოში ასეთ ორგანიზაციას წარმოადგენს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის ასოციაცია.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის ასოციაცია, როგორც რეგისტრირებული ბიზნეს-პროფესიული კავშირი, საზოგადოებრივი, არასამთავრობო ორგანიზაცია მოქმედებს 1999 წლიდან.

ასოციაცია მოწოდებულია წარმოადგინოს საფონდო ინდუსტრიაში მოღვაწე პირთა ნებაყოფლობით გაერთიანება, რომელსაც ძალუძს დაიცვას დარგობრივი და საკუთარ წევრთა ინტერესები.

ასოციაცია მიზნად ისახავს:

- საფონდო ინდუსტრიის მონაწილეთა სახელით მონიტორინგი გაუწიოს დარგობრივი ინტერესების დაცვას და კორპორატიული მართვის პრინციპების დანერგვას;
- ხელი შეუწყოს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის საქმიანობის, საბროკერო, სადილერო, საკონსულტაციო, ანალიტიკური, კორპორაციული ფინანსების და სხვა მსგავსი სახის მომსახურების პოპულარიზაციას, პროფესიული და საზოგადოებრივი განათლების განვითარებას;
- აიმაღლოს ნდობა ფასიანი ქაღალდების სფეროში მომუშავე პირებს შორის, უზრუნველყოს საფონდო ინდუსტრიის მონაწილეთა ეთიკური ნორმების დანერგვა და ხელი შეუწყოს თანამშრომლობითი და კეთილგანწყობილი ურთიერთობის დამკვიდრებას, დაიცვას წევრთა ინტერესები, ითანამშრომლოს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულ კომისიასთან, საკანონმდებლო და აღმასრულებელ ხელისუფლებასთან, საერთაშორისო ორგანიზაციებთან და მიიღოს მათი მხარდაჭერა.

ასოციაცია აქტიურად თანამშრომლობს სომხეთისა და აზერბაიჯანის კაპიტალის ბაზრის საზოგადოებრივ და თვითრეგულირებად ორგანიზაციებთან. ასოციაციის განვითარებაში განსაკუთრებით აღსანიშნავია ფონდ „ევრაზიის“ როლი, რომლის დახმარებითაც ასოციაციამ:

- გამოსცა სპეციალიზებული საინფორმაციო-ანალიტიკური ბიულეტენი „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“.

გამოცემულ იქნა 15 ბიულეტენი, მათ შორის „საქართველოს საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი დოკუმენტების კრებული“ და „ფასიანი ქაღალდების საკანონმდებლო-ნორმატიული აქტების კრებულის“ რამდენიმე გამოცემა;

- ჩაატარა სემინარები, რომელსაც დაესწრო 200-მდე სპეციალისტი და დაინტერესებული პირი;
- შექმნა ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის წარმომადგენელთა კვალიფიკაციის ტესტირების პროგრამა;
- 2003-2004 წ.წ. განახორციელა ინსტიტუციონალური განვითარების პროექტი.

თავი XII.

საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება და მისი მართვა

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

გაერკვეთ რას წარმოადგენს საინვესტიციო პორტფელი და როგორ ახდენენ მის კლასიფიკაციას;
გაანალიზოთ როგორ ხორციელდება ეფექტური საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება;
გაეცნოთ საინვესტიციო პორტფელის მართვის ძირითად პრინციპებს;
შეისწავლოთ საინვესტიციო პორტფელის მართვის აქტიური და პასიური მეთოდები.

საინვესტიციო პორტფელის არსი და კლასიფიკაცია

ფინანსური ინვესტიციების შემადგენლობაში გამოყოფენ ე.წ. პორტფელურ ინვესტიციებს. პირები, რომლებიც დებენ ფულს ფასიან ქაღალდებში რისკის შემცირებისა და შემოსავლების გაზრდის მიზნით, იძენენ სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების პაკეტს, რომელსაც „პორტფელი" ეწოდება. სწორედ აქედან გამომდინარეობს მოცემული სახის ინვესტიციების სახელწოდება. დღეისათვის ყველაზე გავრცელებული ფორმაა ინვესტირება ფასიანი ქაღალდების პორთფელში. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საინვესტიციო პორტფელი წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების მართულ, როგორც დამოუკიდებელი საინვესტიციო ობიექტის, ერთობლიობას. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების **მიზანია** კაპიტალის შენარჩუნება და გამრავლება (ზრდა).

საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას ინვესტორმა უნდა:

- შეარჩიოს ადეკვატური ფასიანი ქაღალდები, ანუ ისეთები, რომლებიც უზრუნველყოფენ მაქსიმალურ შესაძლო შემოსავალს და მინიმალურ დასაშვებ რისკს;
- მნიშვნელოვანია იმის განსაზღვრა, თუ რომელი ემიტენტის ფასიან ქაღალდებში უნდა ჩაიდოს ფულადი საშუალებები;
- საინვესტიციო პორტფელის დივერსიფიცირება. ინვესტორისთვის მიზანშეწონილია ფულის ჩადება სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებში, და არა მხოლოდ ერთ სახეობაში. ეს იმისთვის კეთდება, რომ საინვესტიციო რისკი უფრო დაბალი გახდეს. მაგრამ დივერსიფიკაცია უნდა იყოს ზომიერი და გონივრული. სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების პროცესმა შეიძლება გამოიწვიოს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო ინფორმაციების მოძიებისთვის საკამაოდ დიდი რაოდენობის დანახარჯები.

ამდენად, **საინვესტიციო პორტფელი** – ეს არის ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობა, რომელიც იმართება, როგორც ერთი მთლიანი.

საინვესტიციო პორტფელის არსი მდგომარეობს საინვესტიციო რესურსების განაწილებაში ფინანსური აქტივების სხვადასხვა ჯგუფებს შორის საჭირო პარამეტრების მისაღწევად. პორტფელის ფორმირებისას, დასახული მიზნებისა და ამოცანების შესაბამისად, ინვესტორმა მიზანდასახულად უნდა განსაზღვროს პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა ტიპებს შორის ოპტიმალური ურთიერთშეფარდება. რამდენადაც საფონდო ბაზარი მეტად დინამიურია

და იქ მიმდინარე ცვლილებები აუცილებლად აისახება საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურაზეც, ამიტომ ინვესტორმა ხშირად უნდა გადახედოს და მოახდინოს თავისი პორტფელის კორექტირება – საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაცია, რათა უზრუნველყოს საინვესტიციო პორტფელის ეფექტიანობის ზრდა. იმასთან დაკავშირებით, რომ ინვესტორის მიზანია კაპიტალის ზრდა, საჭიროა პერიოდულად განხორციელდეს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტურობის შეფასება.

ეფექტური საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისათვის აუცილებელია:

- ძირითადი მიზნის ჩამოყალიბება და პრიორიტეტების განსაზღვრა (შემოსავლიანობის მაქსიმალიზება, რისკის მინიმალიზება, კაპიტალის შენარჩუნება და გამრავლება (ზრდა) და ა. შ.);
- საინვესტიციო მიზიდულობის მქონე ფასიანი ქაღალდების შერჩევა, რომლებიც უზრუნველყოფს შემოსავლიანობის და რისკის საჭირო დონეს;
- პორტფელში გაერთიანებული ადეკვატური ფასიანი ქაღალდების სახეებისა და ტიპების ძიება და მათი ოპტიმალური შეფარდების უზრუნველყოფა დასახული მიზნების მისაღწევად;
- საინვესტიციო პორტფელის მონიტორინგი, მისი ძირითადი პარამეტრების ცვლილებების შესაბამისად.

საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების ძირითად პრინციპებს წარმოადგენს:

- უსაფრთხოების უზრუნველყოფა (სხვადასხვა რისკებისაგან თავის დაზღვევა და სტაბილურობა);

- ინვესტორისთვის მისაღები შემოსავლიანობის მიღწევა;
- ლიკვიდობის უზრუნველყოფა;
- შემოსავლიანობასა და რისკს შორის ოპტიმალური თანაფარდობის მიღწევა, მათ შორის პორტფელის დივერსიფიკაციის საშუალებით.

საინვესტიციო პორტფელი თავისი დანიშნულების მიხედვით შეიძლება იყოს სხვადასხვა სახის. მათი კლასიფიკაციის კრიტერიუმად შეიძლება განვიხილოთ როგორც შემოსავლის წყარო, ასევე რისკის ხარისხი.

შემოსავლის წყაროს გათვალისწინებით პორტფელი იყოფა: **მზარდ და შემოსავლიან პორტფელებად.**

მზარდი პორტფელი იქმნება ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელთა საკურსო ღირებულება იზრდება. ამ ტიპის პორტფელის მიზანია – პორტფელის ღირებულების ზრდა. თავის მხრივ მზარდი პორტფელებიც იყოფა:

- ✓ *მაღალი ზრდის პორტფელი*, - რომელიც გამიზნულია კაპიტალის მაქსიმალურ ზრდაზე (ნამატზე). პორტფელის შემადგენლობაში შედის სწრაფად მზარდი კომპანიების ფასიანი ქაღალდები. ინვესტიციები საკმაოდ რისკიანია, მაგრამ ამასთან ერთად შეიძლება მოიტანოს საკმაოდ მაღალი შემოსავალი.
- ✓ *ზომიერი ზრდის პორტფელი* - არის ნაკლებად რისკიანი. ის ძირითადად შედგება საკმაოდ ცნობილი კომპანიების ფასიანი ქაღალდებისაგან, ხასიათდება არც ისე მაღალი კურსის ღირებულებით, თუმცა მყარი ზრდის ტემპით. პორტფელის შემადგენლობა რჩება სტაბილური დროის ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში და გამიზნულია კაპიტალის შენარჩუნებისთვის;

- ✓ *საშუალო ზრდის პორტფელი* - არის ზომიერი და მაღალი ზრდის პორტფელების საინვესტიციო თვისებების ნაკრები. ამასთან, გარანტირებულია კაპიტალის საშუალო ზრდა და რისკის ზომიერი ხარისხი. უკანასკნელი წარმოადგენს მეტად გავრცელებულ პორტფელურ მოდელს.

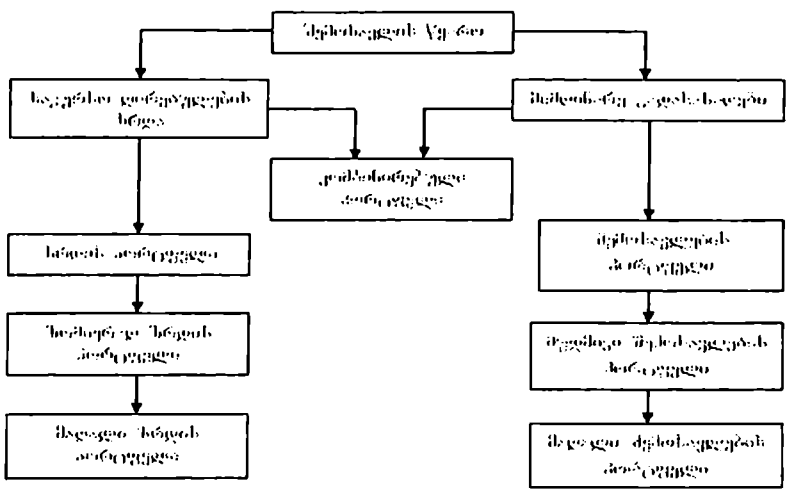
შემოსავლების პორტფელი ორიენტირებულია მიმდინარე მაღალი შემოსავლის მიღებაზე - ობლიგაციების პროცენტებით და აქციების დივიდენდებით. მასში უნდა შედიოდეს აქციები, რომლებიც ხასიათდება კურსის ღირებულების ზომიერი ზრდით და მაღალი დივიდენდებით, ობლიგაციებით და სხვა ფასიანი ქაღალდებით, რომლებიც უზრუნველყოფენ მაღალ მიმდინარე გასაცემლებს. ამ პორტფელის შექმნის მიზანია – შემოსავლის გარკვეული დონის მიღება, რომლის სიდიდე შეესაბამება რისკის მინიმალურ ხარისხს. ამიტომ პორტფელური ინვესტირების ობიექტები ასეთ შემთხვევაში წარმოადგენენ მაღალსაიმედო ფინანსურ აქტივებს.

- ✓ *მუდმივი შემოსავლების პორტფელი* - ეს არის პორტფელი, რომელიც შედგება მაღალსაიმედო ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელსაც მოაქვს მაღალი შემოსავალი საშუალო რისკების შემთხვევაში;
- ✓ *მაღალი შემოსავლის პორტფელის* ფორმირება ხდება მაღალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდებით, რომლებიც უზრუნველყოფენ საშუალო რისკის პირობებში საკმაოდ მაღალ შემოსავალს;
- ✓ *კომბინირებული პორტფელის* ფორმირება ხდება საფონდო ბაზარზე შესაძლო დანაკარგების, როგორც საკურსო ღირებულების ვარდნის, ასევე დაბალი დივიდენდების და საპროცენტო გადასახდელების თავიდან ასაცილებლად. ფინანსური აქტივების ერთ ნაწილს მფლობელისთვის მოაქვს მისი კაპიტალის ზრდა საკურსო ღირებულების ზრდის გამო, ხოლო, მეორე ნაწილს - დივიდენდების და პროცენტის მეშ-

ვეობით. კაპიტალის ნამატის ვარდნა ერთი ნაწილის შემცირების გამო შეიძლება კომპენსირებულ იქნეს მეორე ნაწილის ზრდით.

სქემა №12.1

საინვესტიციო პორტფელის კლასიფიკაცია შემოსავლის წყაროს მიხედვით



ინვესტორისთვის მისაღები რისკის ხარისხის გათვალისწინებით, საინვესტიციო პორტფელის შერჩევისას აუცილებლად უნდა იქნას გაანალიზებული თავად ინვესტორის ტიპიც.

საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბებისას გარკვეული მნიშვნელობა აქვს რისკისადმი ადამიანის ინდივიდუალურ მიდრეკილებას. ერთნი მიიჩნევენ, რომ უნდა იმოქმედონ სიფრთხილით, და არ აქვთ პრეტენზია დიდ შემოსავალზე. მეორენი კი – პირიქით, მიიჩნევენ რომ ღირს დიდ რისკზე წასვლა

თუ შემოსავალი ძალიან მაღალი იქნება. აქედან გამომდინარე, ინვესტორები იყოფა *კონსერვატორ, ზომიერად აგრესიულ და აგრესიულ* ტიპებად.

ინვესტორის **კონსერვატორი** ტიპი ხასიათდება რისკის მინიმალიზებით (შემცირებით) და შემოსავლების საიმედოობით.

ზომიერად აგრესიული ტიპი ხასიათდება ისეთი თვისებებით, როგორიცაა რისკისადმი მიდრეკილება, მაგრამ არა ძალიან მაღალი რისკისადმი, უპირატესობას ანიჭებს შენატანის მაღალ შემოსავლიანობას, მაგრამ დაცულობის (დაზღვევის) გარკვეული დონით.

აგრესიული ინვესტორი მზად არის წავიდეს რისკზე მაღალი შემოსავლის მისაღებად.

ამდენად, შეგვიძლია სხვადასხვა ტიპის ინვესტორებისთვის, მათი მოთხოვნებიდან გამომდინარე, შევქმნათ ტიპიური საინვესტიციო პორტფელი:

ინვესტორის ტიპი	ინვესტორის მიზანი	რისკის ხარისხი	ფასიანი ქაღალდის ტიპი	პორტფელის ტიპი
კონსერვატორი	ინფლაციისგან დაცვა	დაბალი	სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, აქციები, მსხვილი სტაბილური ემიტენტების ობლიგაციები	მაღალსაიმედო, მაგრამ დაბალშემოსავლიანი
ზომიერად აგრესიული	კაპიტალის ზრდა გრძელვადიანი გეგმით	საშუალო	სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, მსხვილი და საიმედო ემიტენტების ფასიანი ქაღალდების დიდი წილი	დივერსიფირებული
აგრესიული	სპეკულაციური თამაში, კაპიტალის სწრაფი ზრდის შესაძლებლობა	მაღალი	არამსხვილი ემიტენტების მაღალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდების დიდი წილი, ვენჩურული კომპანიები	რისკიანი, მაგრამ მაღალშემოსავლიანი

საინვესტიციო პორტფელის მართვა

საინვესტიციო პორტფელის მაქსიმალური ეფექტურობისათვის აუცილებელია მისი სწორი მართვა. საინვესტიციო პორტფელის მართვა ნიშნავს იმ მეთოდების ერთობლიობას, რომლებიც უზრუნველყოფენ:

- ჩადებული საშუალებების შენარჩუნებას;
- შემოსავლიანობის მაქსიმალურად შესაძლო დონის მიღწევას;
- რისკის დონის დაწევას (დაქვეითებას).

ჩვეულებრივად გამოიყენებენ საინვესტიციო პორტფელის მართვის ორ სახეს: **აქტიური და პასიური მართვა.**

აქტიური მართვა – ეს არის ისეთი მართვა, რომელიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მუდმივ შესწავლასთან, მეტად ეფექტური ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან და დაბალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდებისგან სწრაფად გათავისუფლებასთან. მართვის ასეთი სახეობა ითვალისწინებს საინვესტიციო პორტფელის შემადგენლობის საკმაოდ სწრაფ ცვლილებას.

ამასთან, ფართოდ გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონიტორინგი, რომელიც იძლევა მოკლევადიან ცვლილებებზე სწრაფად რეაგირების საშუალებას და გამოავლენს ინვესტირებისთვის მიმზიდველ ფასიან ქაღალდებს. აქტიური მართვის მონიტორინგი ითვალისწინებს:

- ფასიანი ქაღალდების შერჩევას (მაღალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და დაბალშემოსავლიანის გაყიდვა);
- შემოსავლიანობის და ახალი პორტფელის რისკის განსაზღვრა ფასიანი ქაღალდების როტაციის გათვალისწინებით;

  ადრე ფორმულირებული და ფორმირებადი პორტფელების ეფექტურობის შედარება;

- პორტფელის რესტრუქტურიზაცია, მისი შემადგენლობის განახლება;

აქტიური მონიტორინგი - ეს არის აქციის კურსზე დაკვირვების უწყვეტი პროცესი, მიმდინარე სიტუაციის ანალიზი და მომავალი კოტირებების პროგნოზირება.

აქტიური მართვა დამახასიათებელია გამოცდილი ინვესტორებისთვის, მაღალი კვალიფიკაციის საინვესტიციო მენეჯერებისთვის. ის მოითხოვს ფასიანი ქაღალდების კარგ ცოდნას, ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებებისას სწრაფი ორიენტირების უნარს.

პასიური მართვა - ეს არის საინვესტიციო პორტფელის ისეთი მართვა, რომელიც გამოიწვევს სადივერსიფიკაციო პორტფელის ფორმირებას და მის ხანგრძლივი დროით შენახვას.

პასიური მართვის მონიტორინგი ითვალისწინებს:

- შემოსავლიანობის მინიმალური დონის განსაზღვრას;
- ფასიანი ქაღალდების შერჩევას და კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელის ფორმირებას;
- ოპტიმალური პორტფელის ფორმირებას;
- შემოსავლიანობის შემცირებისას პორტფელის განახლებას მინიმალურ დონეზე ქვემოთ.

მართვის აქტიური და პასიური მეთოდები შეიძლება წარმოვადგინოთ შემდეგი სქემის სახით:

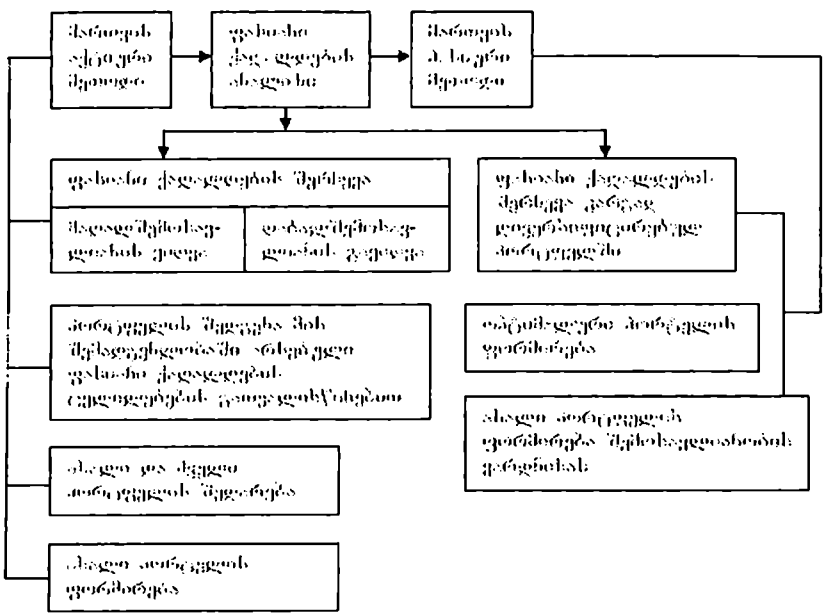
როგორც უკვე არაერთხელ აღვნიშნეთ, ინვესტორების ძირითადი მიზანია ჩადებული ინვესტიციების ზრდა და, დასაშვები რისკის შემთხვევაში, მათი შენარჩუნება.

ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის პირდაპირი დამოკიდებულება რისკის მიმართ იძლევა საშუალებას გამოყენებულ იქნას სხვადასხვა მათემატიკური და სტატისტიკური მეთოდები ჩადებული კაპიტალის ეფექტურობის ზრდისათვის. ინვესტიციების რისკი შეიძლება შემცირდეს დივერსიფი-

კაციის საშუალებით, ანუ, ინვესტიციების გადანაწილებით საფონდო ბაზრის სხვადასხვა აქტივებს შორის.

სქემა №12.2

აქტიური და პასიური მართვის მეთოდები



თავი XIII.
ემიტენტები და ინვესტორები

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

განსაზღვროთ ემიტენტისა და ინვესტორის ფუნქციები და მათი საქმიანობის ძირითადი მოტივები საფონდო ბაზარზე;
მოახდინოთ ინვესტორთა და ემიტენტთა კლასიფიკაცია ინვესტირების მიზნის მიხედვით;
შეაფასოთ ემიტენტისა და ინვესტორის საქმიანობა მათი მოტივებიდან გამომდინარე.

ემიტენტები

ემიტენტი მიაწოდებს საფონდო ბაზარს საქონელს – ფასიან ქაღალდებს, რომლის ხარისხს განსაზღვრავს ემიტენტის სტატუსი, მისი საქმიანობის სამეურნეო-ფინანსური შედეგები, ხოლო მისი მარკეტაბელურობა ხშირად განისაზღვრება "ზანზალაკების და სასტვენების" უბრალო რაოდენობით, რომლებიც მეტად მიმზიდველია ნებისმიერი ინვესტორისათვის. თუმცა არ უნდა ვიფიქროთ, რომ ემიტენტი უბრალოდ გაიტანს ბაზარზე ფასიან ქაღალდებს და ტოვებს მას. ემიტენტი მუდმივად არის ბაზარზე, რადგანაც მან თავის თავზე უნდა აიღოს ვალდებულება ფასიანი ქაღალდების მყიდველის (ინვესტორის) წინაშე მათი უფლებების განსახორციელებლად. გარდა ამისა, ემიტენტი თვითონ ოპერირებს (მოქმედებს) თავისი ფასიანი ქაღალდებით მათი შესყიდვის ან გაყიდვის მიზნით.

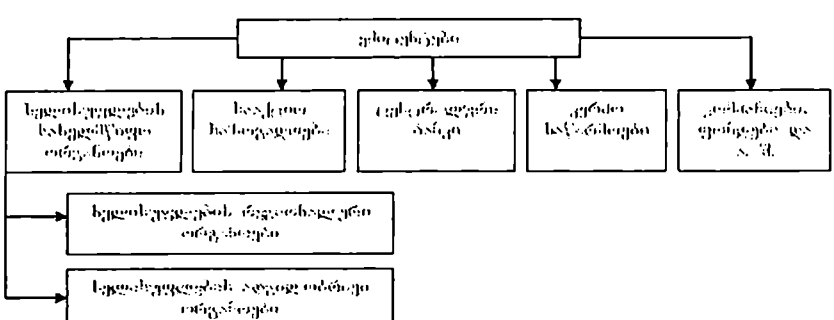
ბაზარზე ემიტენტი უპირველესად ფასდება მის მიერ გაცემული (გასაყიდად შეთავაზებული) ფასიანი ქაღალდების ხარისხის მიხედვით.

სქემატურად ემიტენტების შემადგენლობა წარმოდგენილია სურათზე 13.1

და მათ შორის პირველობა მყარად გამაგრებულია სახელმწიფოს მიერ. სახელმწიფოს, როგორც ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების, განსაკუთრებული პოპულარობის მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს მისი სტატუსი. ითვლება, რომ სახელმწიფოს ფასიან ქაღალდებს აქვთ ნულოვანი რისკი, რადგანაც შესაძლებელია ბანკის კრახი, სააქციო საზოგადოების გაკოტრება, მაგრამ სახელმწიფო ყოველთვის პასუხისმგებელია თავისი ვალდებულებებისა, რადგანაც მას არაფერი მსგავსი არ ემუქრება. საინვესტიციო ანალიზის თეორიის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც აქვთ ნულოვანი ან მათთან დაახლოებული რისკის მნიშვნელობა, შესაძლებელია გაიყიდოს მინიმალური შემოსავლით.

სქემა 13.1

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი მონაწილეები



სააქციო საზოგადოებები, როგორც ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები, რომლებიც განეკუთვნებიან სამრეწველო სექტორს, იყოფა ხარისხობრივად. პრივატიზირებული საწარმოები წარმოადგენენ ერთ ჯგუფს, ხოლო მეორე ჯგუფს კი, - ახლად შექმნილი სააქციო საზოგადოებები.

სააქციო საზოგადოება, რომელიც შეიქმნა პრივატიზაციის შედეგად, როგორც ემიტენტი ხასიათდება დაბალი შემოსავლიანობით, დახურული ინფორმაციულობით, ეკონომიკური პერსპექტივის განუსაზღვრელობით და მაჩვენებელთა სუსტი პროგნოზირებით. ბაზრის დასაპყრობად ასეთ ემიტენტებს ესაჭიროებათ სათანადო გამჭვირვალობა, ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების არსობრივი რყევები.

ამიტომ ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოცემის კონსტრუირების პროცესი გადაიქცევა არა მარტო მეცნიერებად, არამედ ხელოვნებადაც. ფასიანი ქაღალდების – საქონლის მოსამზადებლად, მიზანშეწონილია სპეციალისტების – საინვესტიციო კონსულტანტების მოზიდვა, რომლებიც, როგორც წესი, იყენებენ სხვადასხვა ნოვაციებს იმისთვის, რათა ფასიანი ქაღალდები გახადონ ინვესტორისთვის უფრო მეტად მიმზიდველი.

თუმცა, არსებობს ზოგადი წესებიც, რომელთა დახმარებითაც შეიძლება გარკვეული წარმატებების მიღწევა სამამულო საფონდო ბაზარზე:

- ფასიანი ქაღალდების ემისია უნდა იყოს მიზნობრივი, ანუ ორიენტირებული გარკვეულ ინვესტორზე;
- ქვეყანაში ფინანსური სიტუაციის შეფასების საფუძველზე სწორად უნდა იქნეს შერჩეული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დრო;
- ფასიანი ქაღალდების გამოცემისას მნიშვნელოვანია აისახოს ემიტენტის და მისი საინვესტიციო პროგრამის უპირატესობები;
- რაც უფრო დაბალია ემიტენტის სტატუსი, მით უფრო მეტ უფლებებსა და გარანტიებს უნდა შეიცავდეს ფასიანი ქაღალდების გამოცემა. შესაძლებლობების მიხედვით მიზანშეწონილია მისი დატვირთვა ინვესტორისთვის უნიკალური უპირატესობებით, მაგ. სხვა ფასიან ქაღალდებში კონვერსიით, გამოსა-

ცემი აქციების გაერთიანების უფლებით "პუტ" ოპციონთან და სხვ.

კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებს შორის ლიდერად რჩებიან ბანკები. ეს იმით აიხსნება, რომ საბანკო ბიზნესი, კრიზისის პერიოდშიც კი არის ყველაზე მომგებიანი, ხოლო ფასიანი ქაღალდების გამოცემის და მიმოქცევაში გაშვების პირობებში, მკაცრად რეგლამენტირებულნი ცენტრალური ბანკის მიერ, რაც აძლევს კომერციულ ბანკებს შესაძლებლობას დაიკავონ მეორე ადგილი საიმედოობის თვალსაზრისით სახელმწიფო ეროვნულ(ცენტრალურ) ბანკს შემდეგ.

კერძო საწარმოებს, როგორც ემიტენტებს შეუძლიათ გამოსცენ მხოლოდ სავალო ფასიანი ქაღალდები (ძირითადად ობლიგაციები და ვექსილები). ამასთან, ობლიგაციის გასაცემად კერძო საწარმოები უნდა გაერთიანდნენ.

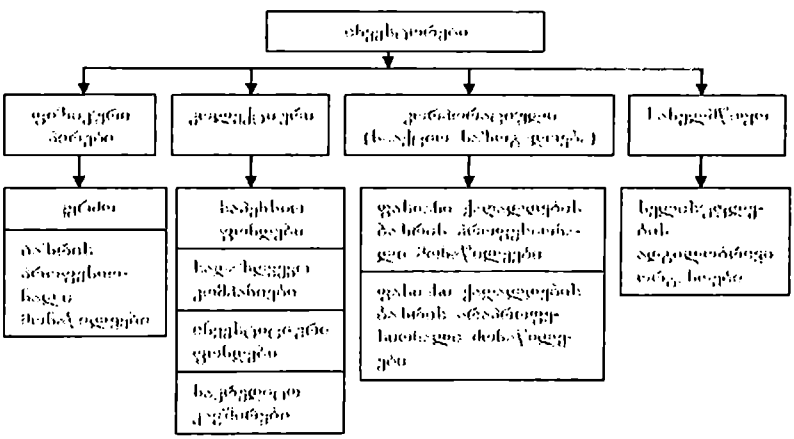
ინვესტორები

საფონდო ბაზარზე ინვესტორის მნიშვნელობა ძნელი შესაფასებელია. ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის ბაზარი არსებობს და ვითარდება, თუ მას საფუძველში უდევს ინვესტორის ინტერესი შეიძინოს გარკვეული სახის ფასიანი ქაღალდი. ამიტომაც, ინვესტორის ინტერესების განსაზღვრა და მისთვის ზუსტად იმ ფასიანი ქაღალდების შეთავაზება, რომელიც შეესაბამება მის მოთხოვნებს – არის წარმატების გასაღები. გარდა ამისა, განიხილავენ კეთილსინდისიერი შემძენის ცნებას. ეს არის პირი, რომელმაც შეიძინა ფასიანი ქაღალდები, განახორციელა მათი გადახდა და შეძენის მომენტში არ იცოდა, არც შეეძლო სცოდნოდა ამ ფასიან ქაღალდებზე მესამე პირთა უფლების შესახებ, თუ სხვა რამ არ იქნა დამტკიცებული.

ინვესტორების კლასიფიკაცია შესაძლებელია სხვადასხვა ნიშნის მიხედვით. ყველაზე მნიშვნელოვნია მათი სტატუსის დადგენა, ამ შემთხვევაში ინვესტორები შეიძლება დავყოთ: ფიზიკური პირები, კორპორატიული და კოლექტიური ინვესტორები და სახელმწიფო;

სქემა13.2

ინვესტორთა კლასიფიკაცია



თუ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ძირითად ემიტენტად წარმოდგენილია სახელმწიფო, მაშინ საფონდო ბაზრის მდგომარეობის განმსაზღვრელ ძირითად ინვესტორს წარმოადგენს–ფიზიკური პირი, რომელიც სარგებლობს თავისი დანაზოგებით ფასიანი ქაღალდების შესაძენად დამატებითი შემოსავლის მიღების მიზნით და გამოდის კაპიტალის მიმწოდებლად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ინვესტორთა ძირითადი წრე, რომელთაც თავისი საშუალებები ჩადეს აქციებში, არიან პრივატიზირებული საწარმოების მუშაკები. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პროფესიული საქმიანობის განხორციელებისთვის ლიცენზიის არმქონე იურიდიული პირები შუამავალთა სახით შეადგენენ ინსტიტუციური ინვესტორების

ჯგუფს, რომლებიც იძენენ ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით და თავიანთ ხარჯზე. ასევე ორგვარია კორპორაციული ინვესტორების პოზიცია, რომელთაც განეკუთვნება ფულადი თანხის განმკარგავი, მაგრამ საკუთარი ინვესტიციების განხორციელების საშუალების არმქონე საწარმოები და ორგანიზაციები. ერთის მხრივ, საწარმო აწარმოებს ფასიანი ქაღალდების ემისიას ფინანსური რესურსების მიზიდვის მიზნით, ხოლო მეორეს მხრივ, ეძებს დროებით საკუთარი თავისუფალი ფულადი სახსრების მომგებიანად განთავსების ადგილს, საშუალებას. ამ საწარმოთა საქმიანობის მიმართულებების შეფარდება დამოკიდებულია მაკრო და მიკროეკონომიკური ფაქტორების ერთობლიობაზე. წარმოების ვარდნა და საკუთარი წარმოების ფინანსირების წყაროს შემცირება ხელს უწყობს ინვესტირებას სახელწიფოს ფასიან ქაღალდებში.

ინვესტორთა კლასიფიკაცია შეიძლება მოხდეს ინვესტირების მიზნის მიხედვით. ამ შემთხვევაში ისინი იყოფა სტრატეგიულ, საპორტფელო და სპეკულანტ ინვესტორებად.

სტრატეგიული ინვესტორი ვარაუდობს მიიღოს საკუთრება სააქციო საზოგადოებაზე კონტროლის დაწესების გზით და ამ საკუთრების გამოყენებით ვარაუდობს მიიღოს შემოსავალი, რომელიც ბევრად აღემატება მინორიტული (მცირე პაკეტის მქონე) აქციონერის შემოსავალს. გარდა ამისა, სტრატეგიულმა ინვესტორმა შეიძლება ამოცანად დაისახოს გავლენის სფეროს გაფართოება, კონტროლის დაუფლება საკუთრების გადანაწილებაში, მათ შორის, შერწყმის და ხისტი შთანთქმის საშუალებით.

პორტფელური ინვესტორი ითვალისწინებს მხოლოდ მისი კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების შემოსავალს, ამიტომაც კითხვები: რა უნდა იყიდოს, როგორ იყიდოს, სად იყიდოს და როდის იყიდოს – მისთვის ყოველთვის აქტუალურია.

სანამ ამ კითხვებზე უპასუხებდეს, ინვესტორმა უნდა განსაზღვროს, თუ რა მიზნით ახორციელებს ის ფასიან ქაღალდებში (ფინანსურ ინსტრუმენტებში) ინვესტიციას, რამ-

დენად არის ის მზად რისკისთვის რესურსების ინვესტირებისას, რა არის მისთვის უფრო მნიშვნელოვანი, თანხების ჩადების (ინვესტირების) უსაფრთხოება და მათი შენახვა, თუ შემოსავლიანობის მაღალი დონე ინვესტირების დიდი რისკის შესაბამისად.

ამიტომაც, ინვესტორთა შემდგომი კლასიფიკაციის საფუძველი შეიძლება იყოს ინვესტირების მიზანი და რისკთან მიმართება. მოცემული კლასიფიკაცია გამოხატავს ურთიერთობას შემოსავალსა და რისკს შორის. აქიდან გამომდინარე, მიჩნეულია ინვესტორების დაყოფა შემდეგ ჯგუფებად:

- კონსერვატიული ან მოკრძალებული ინვესტორი, რომელიც არ არის დაკავშირებული მაღალ რისკთან და მიზანი აქვს უზრუნველყოს ინვესტიციების უსაფრთხოება შემოსავლიანობის მინიმუმის შემთხვევაში.
- ზომიერად აგრესიული "საშუალო" ინვესტორი, რომელიც აგრესიულობის და მოკრძალებულობის გზასაყარზე დგას, რომელიც ისწრაფვის უსაფრთხო ინვესტირებისკენ, ითვალისწინებს მის შემოსავლიანობას;
- აგრესიული ინვესტორის მიზანია მაღალი შემოსავლიანობა და საკურსო ღირებულების ზრდა, ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობა (პირველ რიგში აქციების);
- გაწაფული ინვესტორი, რომელიც მთელს სტრატეგიას აგებს იმგვარად, რომ მიიღოს მაქსიმალური შემოსავალი;

  არარაციონალური ინვესტორი, რომელიც დებს თანხას ფასიან ქაღალდებში, მკაფიოდ ფორმულირებული მიზნების გარეშე.

ინვესტორთა თითოეული ჯგუფი ჩვეულებრივად იყენებს თავის საინვესტიციო ინსტრუმენტებს და გააჩნია საინ-

ვესტიციო სტრატეგია, სხვა ჯგუფის საინვესტიციო სტრატეგიისაგან განსხვავებით.

ამასთან დაკავშირებით, გამოყოფენ საინვესტიციო ინსტრუმენტებს, რომლებიც გამოიყენება ინვესტორის ამა თუ იმ ჯგუფის, ასევე მათი საინვესტიციო სტრატეგიის მიერ. ბევრი რამ დამოკიდებულია ინვესტორის ფსიქოლოგიაზე და მისი სამართლებრივი დაცვის სისტემაზე. ინვესტორის საინვესტიციო უპირატესობის მინიჭება ყალიბდება საფონდო ბაზრის ევოლუციის პროცესში და ახალი საფინანსო პროდუქტების კონსტრუირებისას აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის საგარეო პირობების გათვალისწინება ამა თუ იმ პროდუქტებზე მოცემული საინვესტიციო დახასიათებებით.

მათი ადგილსამყოფელის მიხედვით, ინვესტორები შეიძლება დაიყოს რეზიდენტებად და არარეზიდენტებად.

თავი XIV.

რისკის სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

მოცემული თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

მოახდინოთ რისკებიდან გამომდინარე ფასიანი ქაღალდების ანალიზი და მათი მართვა;
გაეცნოთ რისკის სახეებს და მათი შეფასების მეთოდებს.

ინვესტირებას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შესაძლებელია არ ახლდეს რისკი, რომელშიც იგულისხმება მომავალში ფინანსური შედეგების გაურკვევლობა. თუმცა, ინტუიციური წარმოდგენა რისკების თაობაზე არ არის საკმარისი თანამედროვე ბაზრებზე წარმატებული საქმიანობისთვის. ამიტომაც, აუცილებელია რისკების მართვა, რაც დაკავშირებულია გარკვეული მოვლენების დადგომის ალბათობის რაოდენობის განსაზღვრასთან.

ნებისმიერი ინვესტირება ფინანსურ აქტივებში გულისხმობს ზოგიერთი არასასურველი მოვლენის არსებობას, რომლის შედეგადაც:

- მომავალი შემოსავალი გათვალისწინებულზე ნაკლებია;
- შემოსავალი საერთოდ არ არის;
- შესაძლოა ჩადებული კაპიტალის ნაწილის – ფასიანი ქაღალდის კაპიტალური ღირებულების დაკარგვა;
- შესაძლოა ფასიანი ქაღალდში მთელი ჩადებული კაპიტალის – მთლიანი ინვესტირების დაკარგვა.

ფინანსური შედეგების გაურკვევლობას, რაც დაკავშირებულია ინვესტორის დაკარგვასთან, ეწოდება სუფთა გაურკვევლობა.

დასაშვებ რისკად შეიძლება ჩაითვალოს საფონდო ბაზარზე სამეწარმეო საქმიანობისაგან მოგების ნაწილის დაკარგვის საფრთხე. კრიტიკული (კატასტროფული) რისკი დაკავშირებულია არა მარტო მოგების დაკარგვასთან, არამედ მისი – ფასიანი ქაღალდის კაპიტალური ღირებულების ნაწილის დაკარგვასთანაც.

შეიძლება თუ არა ჩაითვალოს ინვესტიცია რისკის გარეშე, თუ შემოსავალი მისგან გარანტირებულია? არა, ამ ინვესტიციის უბრალო რისკი იქნება ქვემოთ მოცემული.

ამდენად, ინვესტირების ყოველ სახეობას გააჩნია რისკის საკუთარი ხარისხი. მისი შეფასება და შედარება სავარაუდო შემოსავლის დონესთან საშუალებას იძლევა დავინახოთ, რომ ინვესტიციათა სხვადასხვა სახეობისთვის რისკის ერთნაირი ხრისხის დროს, შემოსავლის სიდიდე არის განსხვავებული. ამავდროულად, შემოსავლის ერთნაირი დონის მიღება შესაძლებელია რისკის სხვადასხვა ხარისხის დროსაც.

საინვესტიციო რისკი დაკავშირებულია შემოსავლის ნორმის შესაძლო განაწილებასთან და მიღებასთან. შემთხვევითი ხასიათის მოვლენის დადგომის ვარაუდი, მით უფრო შეცვლის შემოსავლის ნორმას, რაც უფრო დიდ ხანს გაგრძელდება ინვესტირების პერიოდი. ამრიგად, რისკი არის ალბათობის კატეგორია, და მას აფასებენ, როგორც ამა თუ იმ სახეობის დანაკარგის დონის დაშვებას. თუ ვისაუბრებთ გაურკვევლობის შესახებ, მაშინ შედეგებისაგან გადახრა შესაძლოა უფრო დიდ და ნაკლებ მხარესაც. ამიტომაც გაურკვევლობა არის არა მარტო დანაკარგის, არამედ პოტენციური შემოსავლის წყაროც, ანუ გაურკვევლობა არის სპეკულაციური ცნება.

რისკი – არის რთული ეკონომიკური კატეგორია, და საერთოდ, ეკონომიკაში და ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე მუდმივად წარმოიქმნება ახალი რისკები. ამასთან დაკავშირებით არ არსებობს რისკების უნივერსალური კლასიფიკაცია, მაგრამ არსებობს მათი შესწავლისა და კლასიფიკაციისადმი

ზოგადი მიდგომა. შესაძლებელია რისკის გამოხატულების მასშტაბის და საინვესტიციო პროცესზე მისი ზეგავლენის დონის გამოვლენა, ანუ, იმის გაგება მიეკუთვნება თუ არა ის მთლიანად საფინანსო ბაზარს, თუ მხოლოდ მის სექტორს – ფასიანი ქაღალდების ბაზარს; დაკავშირებულია თუ არა ის ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირებასთან; განპირობებულია თუ არა ის პოლიტიკური სიტუაციის შეცვლით და ა. შ.

ამრიგად, მაკროდონეზე გამოიყოფა ქვეყნების რისკი, რომლის წარმოქმნა განპირობებულია სოციალურ-პოლიტიკური, ეკონომიკური ფაქტორებით, სახელმწიფოს ფისკალურ-მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენით და ა. შ.

მეზოდონეზე წარმოიქმნება რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, როგორც დარგის ფუნქციონირებასთან (ქაღალდის ინდუსტრია), მისი ფუნქციონირებისა და განვითარების უნარით.

მიკროდონეზე გათვალისწინებული უნდა იქნას, როგორც ცალკეული ოპერატორის რისკები, ასევე ფირმების, საინვესტიციო ან საბროკერო კომპანიების რისკები.

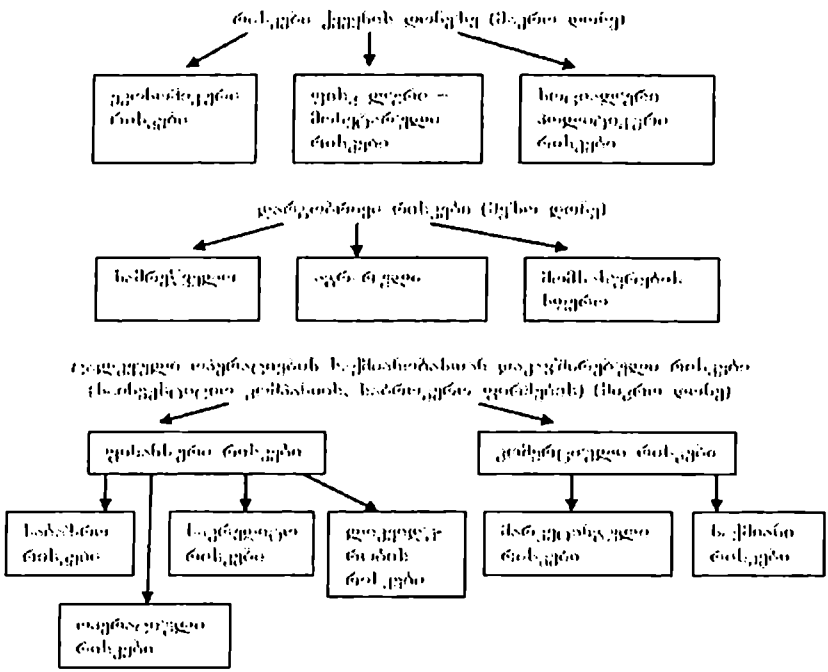
ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებული რისკი შეიძლება კლასიფიცირებულ იქნას შეფასების დონით, წარმოქმნის მიზეზებით და შედეგებით. ამასთან, აღნიშნული რისკებიდან თითოეული ფასდება სხვადასხვანაირად.

შეფასების მიხედვით რისკები ფასდება შემდეგნაირად:

- ქვეყნების მიხედვით;
  დარგების მიხედვით;
  რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ცალკეულ ოპერატორებთან.

სქემა 14.1.

სისტემური რისკების კლასიფიკაცია



ქვეყნის რისკები – ეს არის ფულადი თანხების ფასიან ქაღალდებში ჩადების რისკები არამდგრადი საფონდო ბაზრით. ქვეყნის რისკების დონე განსაზღვრავს საინვესტიციო კლიმატს. უცხო ქვეყნების საფონდო ფასეულობებში ინვესტირებისას ხდება ქვეყნის რისკების ანალიზი. ამასთან, ფასდება ეკონომიკური, ფისკალურ-მონეტარული და სოციალ-პოლიტიკური რისკები.

ინვესტორისთვის მაკრო- დონეზე არსებული ეკონომიკური რისკები უპირველესად აისახება ინფლაციურ რისკში. ფასიანი ქაღალდების ყიდვით ინვესტორი განიცდის ინფლაციის ზემოქმედებას, და შედეგად, ფასიანი ქაღალდებისაგან

ინვესტორების მიერ მიღებული შემოსავლები უფასურდება რეალური მსყიდველობითი შესაძლებლობებიდან გამომდინარე, ხოლო ინვესტორი იღებს დანაკარგებს.

ფისკალურ-მონეტარული რისკი წარმოიქმნება ფულად-საკრედიტო, საგადასახადო და სხვადასხვა მიმართულებების სახელმწიფო პოლიტიკის საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგად. უნდა გავითვალისწინოთ, რომ საზოგადოებაში ყოველთვის არსებობს ეკონომიკური კურსის რადიკალურად შეცვლის შესაძლებლობა, განსაკუთრებით ახალი პრეზიდენტის, პარლამენტის, სათათბიროს, მთავრობის არჩევისას და შედეგად, წარმოიქმნება საფრთხე:

- ✓ მთავრობის მიერ ადრე მიღებული ვალდებულებების შესრულებაზე უარის თქმა;
- ✓ ფასიანი ქაღალდების გამოცემის ხელახალი რეგისტრაციის აუცილებლობა;
- ✓ საინვესტიციო კლიმატის ცვლილება ახალი საგადასახადო, სავაჭრო და სხვა წესების დანერგვისას.

არარეზიდენტი პირი განიცდის მოგების რეპატრიაციის რისკებს, მისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს საგადასახადო კლიმატს და სხვა ეკონომიკურ პირობებსაც, მაგალითად, პოლიტიკური რისკები წარმოიქმნება და ძლიერდება უფრო სუსტის მიერ ძლიერი პოლიტიკური ჯგუფის "ექსპლუატაციის" გამო. გარე ინვესტორები აწყდებიან საერთაშორისო პოლიტიკურ რისკებსაც, იმ შემთხვევაში თუ ხდება აქტივების ამოღება მიმოქცევიდან და სავალუტო გაცვლის ერთდროული კონტროლირება, ამ შემთხვევაში უცხოურ ინვესტორებს არ შეუძლიათ თავისი კაპიტალის უკან წაღება. მათ ასევე აშინებთ მკაცრი მოთხოვნები, რასაც მათ უყენებენ ადგილობრივი მთავრობები.

სოციალ-პოლიტიკური რისკების მაგალითი შეიძლება იყოს სამხედრო კონფლიქტები. სამხედრო ქმედებები, რომელიც ხდება ამა თუ იმ ტერიტორიაზე, იწვევენ ორგანიზებული ბაზრების ფუნქციონირების რღვევას, მათ შორის საფონდო

ბაზრებისას. როგორც წესი, სახელმწიფო ამ დროს აჩერებს ბირჟების მუშაობას, კრძალავს ფასიანი ქაღალდების გარიგებებს და ა. შ.

დარგობრივი რისკები. ეს არის რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ცალკეულ დარგებთან. დარგობრივი რისკების ანალიზი შედგება სამი ნაწილისაგან:

პირველი ნაწილი - *დარგის სიცოცხლისეული ციკლის სტადიების განსაზღვრა*

- ✓ ციკლური რყევებისადმი დაქვემდებარება;
- ✓ ციკლური რყევებისადმი ნაკლებად დაქვემდებარება;
- ✓ სტაბილურად მომუშავენი;
- ✓ სწრაფად მზარდი ახალგაზრდა დარგები.

მეორე ნაწილი – *დარგების პოზიციის დადგენა საქმიან ციკლთან და მაკროეკონომიკურ პირობებთან მიმართებაში;*

მესამე ნაწილი – *ხარისხობრივი ანალიზი და დარგის პერსპექტივების განვითარების პროგნოზირება.*

საწყის ინფორმაციად გამოიყენება გაყიდვების მოცულობა, შემოსავლები, დივიდენდები, ამ ინდუსტრიის საწარმოებზე ინოვაციების სოციოლოგიურ კვლევათა მონაცემები.

ინვესტორისთვის მეტად სასურველია იმ დარგების კორპორაციებში ფასიანი ქაღალდების ჩადება, რომლებიც იმყოფება გაფართოების სტადიაში, როდესაც სტაბილური და მაღალი დივიდენდები კომბინირდება შედარებით დაბალ რისკთან.

დარგის განვითარების ციკლურობის შეფასება ეფუძნება მისი განვითარების დინამიკის შედარებას ზოგადეკონომიკურ ტენდენციებთან. ასეთი ანალიზი საშუალებას იძლევა განვჭვრიტოთ შემდგომი მოვლენები საპროცენტო განაკვეთების ზრდის პროგნოზირების და ზოგადეკონომიკური კონიუნქტურის მიხედვით.

აღნიშნული მასალების საფუძველზე კეთდება დასკვნები მოცემული დარგის წარმოებაში თანხების ჩადების პერსპექტიულობაზე და იმ რისკზე, რომელსაც იღებს ინვესტორი ამ საქმიანობით დაკავებულ კორპორაციაში თავისი თანხების ჩადების შემთხვევაში. დარგობრივი რისკები განისაზღვრება საინვესტიციო ხარისხის ცვლილებებში და ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულებებში.

ამგვარად, დარგობრივი რისკები დაკავშირებულია მრეწველობის დარგის სპეციფიკასთან, სოფლის მეურნეობასთან, კომუნალურ მეურნეობასთან ან მომსახურების სფეროსთან.

საფინანსო ოპერატორის რისკები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შეიძლება დაიყოს ფინანსურ და კომერციულ რისკებად.

ფინანსური რისკები - ეს არის დანაკარგის შესაძლებლობა ბაზრის გაურკვევლობის გამო, ცვლილებები კონტრაგენტის ქმედებებში ან საკუთარი შეცდომების გამო.

საბაზრო რისკები - ეს არის გაურკვევლობა აქტივების ღირებულებებში ვალუტის კურსის, აქციათა ფასების გამო და ა. შ. საბაზრო რისკები დაკავშირებულია ბაზრის გაურკვევლობასთან, ანუ აქტივების ღირებულებათა შესაძლო შემცირებასთან, რომელიც შესაძლებელია განპირობებული იყოს შემდეგი საბაზრო ფაქტორებით:

- ✓ პროცენტული განაკვეთების რყევა;
- ✓ აქციებზე, ობლიგაციებზე ფასების ვარდნა;
- ✓ ვალუტების კურსების ცვლილებები და ა. შ.

საპროცენტო რისკები – ეს არის აქტივების ღირებულების შემცირება საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებების შედეგად. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ოპერირებისას არ შეიძლება არ განიცადოთ საკრედიტო, სავალუტო და ფინანსური ბაზრის სხვა სექტორების ზეგავლენა, რომლებიც განსაზღვრავენ პროცენტის საერთო დონეს ფინანსურ აქტივებში ინვესტირებისას.

სავალუტო რისკები წარმოიქმნება იმ შემთხვევაში თუ არსებობს აქტივების ღირებულების უარყოფითი ცვლილებების ალბათობა ერთი უცხოური ვალუტის კურსის შეცვლასთან დაკავშირებით მეორესთან მიმართებაში. სავალუტო რისკი დაკავშირებულია ინვესტირებასთან ფასიან ქაღალდებში, რომლებიც დენომინირებულია უცხოურ ვალუტასთან და წარმოიქმნება ვალუტის კურსის შეცვლისას.

აქციათა ფასების ცვლილებების რისკებს ბაზარზე უწოდებენ "ხარებისა" და "დათვების" ბაზრის რისკებს. საფონდო ბაზრის განუყოფელ თვისებას წარმოადგენს საფონდო ბაზრის პერიოდების მზარდი ტრენდის "ხარის" და კლებადი ტრენდის " დათვის" მონაცვლეობა. იმ დანაკარგების წარმოქმნა, რომლებიც დაკავშირებულია ბაზრის მოძრაობის ტენდენციების ცვლასთან, წარმოადგენს საბაზრო რისკის შემადგენელ ნაწილს – დანაკარგების რისკს, გამოწვეულს ფასიანი ქაღალდის ღირებულების შემცირებით ბაზრის საერთო ვარდნასთან დაკავშირებით. ამგვარად, საბაზრო რისკი წარმოიქმნება ფასიანი ქაღალდის მოცემულ სახეობაზე მოთხოვნის შესაძლო ვარდნის შედეგად, რომელიც წარმოადგენს ინვესტირების ობიექტს.

საკრედიტო რისკები – ეს არის რისკი იმისა, რომ ფასიანი ქაღალდის გამომშვები გახდება გადახდისუუნარო. კლიენტის კრედიტუნარიანობის წინასწარი ანალიზი არსებითად აქვეითებს საკრედიტო რისკს.

ლიკვიდობის რისკები დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციისას შესაძლო დანაკარგებთან მათი თვისებების შეფასების შეცვლის გამო, ასევე აქტივების გაყიდვის შეუძლებლობის გამო. ამდენად, ფასიანი ქაღლდების სარეალიზაციო ფასების დაქვეითება ან საკომისიოს ოდენობების ცვლილება – არის ლიკვიდობის რისკის წყარო. არალიკვიდური აქტივები, როგორც წესი, არ არის მაღალშემოსავლიანი და მოითხოვს რეალიზაციისას ფასების არსებით დაწევას.

ოპერაციულ რისკებს განეკუთვნება ბაზრის ოპერატორის ქმედებების შედეგად დანაკარგების მიღების შესაძლებლობა. ისინი ატარებენ ტექნიკურ ხასიათს და დაკავშირებული არიან რისკის განსაზღვრის და მისი შეფასების მეთოდებსა და მოდელებში დაშვებულ შეცდომებთან.

კომერციული რისკები (საწარმოს რისკები) წარმოიქმნება საწარმოს საქმიანობის მოსალოდნელ შედეგებთან დაკავშირებულ გადახრებთან და, ამგარად, დაკავშირებულია ფირმის პოტენციალის გამოყენებასთან. მოცემული რისკები ფასდება ცალკე აღებული ფირმის დონეზე ფასიანი ქაღალდების კომპანია-ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობის საექსპერტო ანალიზის, ბაზარზე ინვესტორის საორგანიზაციო პირობების და ინვესტორის პოზიციიდან გამომდინარე.

ცალკეული ფირმების დონეზე კვლევების ჩატარებისას უმსხვილესი რეიტინგული სააგენტოები ორიენტირებულნი არიან შემდეგ მაჩვენებლებზე (თითო აქციაზე გათვლით): გაყიდვების მოცულობა, საერთო შემოსავალი, ამორტიზაცია, გადახდილი გადასახადები, მუშაკთა ხელფასები, მუშაკთა კაპიტალი და კაპიტალდაბანდებები (დანახარჯები შეძენაზე). გარდა ამისა, მათ მიერ გაითვალისწინება ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა: ფასების შეფარდება მოგებასთან, დივიდენდების შეფარდება პროცენტებში გაყიდვების თანხებთან, დივიდენდების ნამატი, შემოსავლების ნამატი აქტივებთან.

საწარმოს მარკეტინგული რისკები – ეს არის რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ბაზარზე საწარმოს ქცევის სტრატეგიის შერჩევასთან. მოცემული საწარმო შეიძლება იყოს კონსერვატიული ტიპის, ანუ ის არ ისახავდეს მიზნად გაფართოების სტრატეგიას, და იყენებდეს მოგებას თავისი სამუშაოების მაქსიმალური სპეციალიზაციისათვის, არსებული პროდუქციის ხარისხის ამაღლებისათვის, სტაბილური კლიენტების შენარჩუნებისათვის. აგრესიული ტიპის საწარმოს (რომელიც ირჩევს გაფართოების და უნივერსალიზაციის სტრატეგიას, ახალი ტექნოლოგიებისა და პროდუქტების ათ-

ვისებას) ახასიათებს რისკის სხვა ტიპი. ზომიერი რისკის საწარმო ითავსებს კონსერვატიული და აგრესიული ტიპის რისკებს.

საქმიანი რისკები განისაზღვრება ისეთი ფაქტორებით, როგორიცაა მართვის ეფექტურობა, საწარმოო და საინვესტიციო საქმიანობათა ეფექტურობა. საქმიანი რისკები შეიძლება წარმოდგენილი იყოს ისეთ სიტუაციებშიც, როდესაც სხვადასხვა კომპანიები კონკურენციას უწევენ ერთმანეთს ბაზრის ძიებასა და იქ დამკვიდრებაში. ბაზრის მოსაპოვებლად ფირმა ხარჯავს დამატებით ფინანსურ რესურსებს, რაც ამცირებს ინვესტიციების შემოსავლიანობას. თუ მოხდება გაყიდვების სექტორის გაფართოება, მაშინ ეს დანახარჯები გამოისყიდება, წინააღმდეგ შემთხვევაში, ეს ოპერაცია წარმოადგენს საინვესტიციო რისკის წყაროს.

თუ რისკებს განვიხილავთ ინვესტორების თვალსაზრისით, მაშინ შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ისინი თავს იჩენენ სხვადასხვა სახის საბაზრო ფაქტორების გავლენით და ამიტომ მათ სისტემატურ რისკებს ვუწოდებთ. არ შეიძლება ამ რისკების სიდიდის შეცვლა დივერსიფიკაციის ტაქტიკის გამოყენებით, ანუ სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებით. რამდენადაც სისტემატური რისკები, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ვარდნის რისკი, ახასიათებს ყველა საფონდო ღირებულებებს, ის წარმოადგენს დივერსიფიცირებულს, ანუ არ მცირდება შენატანების მიმართულების შეცვლით ან გაფართოებით. თუმცა მათი დახასიათება თითოეული აქტივისთვის ინდივიდუალურია და იზომება B - კოეფიციენტებით.

რისკების მეორე სახეობად შეიძლება ჩაითვალოს დივერსიფიცირებული რისკები. ისინი დაკავშირებული არიან თითოეული კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის თავისებურებებთან, ანუ ატარებენ ინდივიდუალურ ხასიათს. მოცემული სახის რისკები დამოკიდებულია ასევე მოცემული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და მიმოქცევის პირობებზეც.

რისკები გადაიხლართება და კონცენტრირდება რომელიღაც ფასიან ქაღალდზე ან ბაზრის ოპერატორის ქმედებებზე. ამიტომაც მნიშვნელოვანია რისკების ძირითად სახეობათა დადგენა.

ზემოთ ჩამოთვლილი იყო რისკების სახეობათა არასრული ჩამონათვალი, რომლებიც წარმოიქმნება საფონდო ბაზარზე ფინანსური ინვესტირებისას. დივერსიფიცირებული რისკების შემადგენლობა კიდევ უფრო რთულია. მათში გამოირჩევა ინვესტირების ობიექტთა რისკები, ინვესტირების მიმართულებები, სელექციური და ტექნიკური რისკები, რომლებიც, თავის მხრივაც, შეიცავენ რისკების გარკვეულ სახეობებს.

ინვესტირების ობიექტის რისკები ძირითადად დამოკიდებულია ემიტენტზე და განისაზღვრება მისი შემოსავლიანობის დონითა და გადახდისუნარიანობის შესაძლებლობით ფასიანი ქარალდების მიხედვით. ამდენად, ინვესტირების ობიექტის რისკები დაკავშირებულია შემთხვევითი ხასიათის მოვლენის დადგომასთან და მოცემული ემიტენტის დანაკარგებზე.

მმართველობის რისკები განისაზღვრება მენეჯერების კვალიფიკაციით, რომლებიც განახორციელებენ საწარმოს მართვას. ბიზნეს-მენეჯერის მიერ დაშვებულმა შეცდომებმა შესაძლებელია სერიზული ზიანი მიაყენოს დანაკარგების სახით ინვესტორს.

კონვერტირებადი რისკები წარმოიქმნება ობლიგაციების ან პრივილეგირებული აქციების უბრალო აქციებად გარდაქმნისას.

დივიდენდების გადაუხდელობის რისკები წარმოადგენს რისკების ზოგად სახეობათა კერძო შემთხვევას, რომელიც დაკავშირებულია კომპანიაში ინვესტორის ინდივიდუალურ მდგომარეობასთან. ისინი ანალიზირდება ძირითადად ორი პოზიციით:

- ინვესტორისთვის წარდგენილი უფლებები: დივიდენდების დონე და გადახდების პერიოდულობა, ინვესტორის ხმის უფლებები სტრატეგიის მნიშვნელოვანი საკითხების გადაწყვეტისას, მოთხოვნების პრიორიტეტულობა აღნიშნული კომპანიის სხვა ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნების მიმართ;
- მოცემული აქციის საბაზრო პოზიცია: მისი პოპულარობა, გამოშვების რაოდენობა, დამატებითი და შემდგომი გამოშვებები, ბაზარზე მიმოქცევის ისტორია.

როგორც წესი, დივიდენდების გადაუხდელობა დაკავშირებულია არა შემოსავლის არარსებობასთან, არამედ ადმინისტრაციის სურვილთან, არ გადაიხადოს ის, და ასევე ცალკეული აქციონერის უუნარობასთან მოითხოვოს მისი გადახდა.

კატასტროფული რისკები რომელიც იწვევს გაკოტრებას, ინვესტიციის ან თვით მეწარმის ქონების დაკარგვას, წარმოადგენს მეწარმეთა მსხვილი შეცდომების შედეგს და იშვიათად განიხილება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების სახით.

თავისი შედეგების მიხედვით რისკები იყოფა **საქმიანობის შეწყვეტის რისკებად** (მაგ. გაკოტრების შედეგი, გადახდისუუნარობა, გეოლოგიური ობიექტის უპერსპექტივობა და სხვ.) და **ვარიაციულ რისკებად,** რომელიც განპირობებულია ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის ცვალებადობით. კომპანიის გაკოტრების და გადახდისუუნარობის რისკები დაკავშირებულია მის მიერ გაცემული ფასიანი ქაღალდების რეიტინგთან. მათი წარმოქმნა დაკავშირებულია იმასთან, რომ დისკონტის საპროცენტო განაკვეთის დონე საორიენტაციო ფასის გათვალისწინებით იზრდება დამატებითი პრემიის სიდიდით, მიუხედავად იმისა, შეიცვლება თუ არა ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა, თუ დარჩება უცვლელი.

ინვესტირების მიმართულებასთან დაკავშირებული რისკები შეიძლება დაიყოს ქვეყნის რისკებად, დარგობრივ და რეგიონალურ რისკებად.

რეგიონალური რისკები წარმოიქმნება არა მარტო რაიონების სხვადასხვა ეკონომიურ მდგომარეობასთან, საფონდო ბაზრის განვითარების დონესთან, ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის ტექნოლოგიასთან ცენტრალურ საფონდო ბაზართან ურთიერთკავშირთან დაკავშირებით, არამედ საგადასახადო კლიმატის განსაკუთრებულობასთან, ადგილობრივი ადმინისტრაციის ქმედებებთან და ა. შ.

კერძოდ, რისკების არანაკლებ მნიშვნელოვან ფაქტორებს შეიძლება განეკუთვნოს რეგიონის ეკოლოგიური სიტუაცია: ავარიების ალბათობა, ეკოლოგიური კატასტროფები.

სელექციურ რისკებს შეიძლება მიეკუთვნოს პორტფელური ინვესტიციები და დროებითი რისკები.

დროებითი რისკები – გამოშვების რისკები და გაყიდვა არაოპტიმალურ დროში განაპირობებს გარკვეული დანაკარგის ალბათობას. ფასიან ქაღალდებთან მუშაობის ცნობილი წესი გვამცნობს: "არ შეიძლება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა ყველაზე მაღალი კურსის დროს და გაყიდვა ყველაზე დაბალი კურსის დროს". კურსების მაქსიმალურ ნიშნულთან მიახლოება არის გაყიდვის სიგნალი – "გაყიდვის დრო", ხოლო ყიდვის – მინიმალურ ნიშნულთან მიახლოება ("ყიდვის დრო"). სხვა პერიოდებში გაყიდვა იწვევს რისკებს.

ტექნოლოგიური რისკები განპირობებულია ვაჭრობის და ანგარიშგების მიღებული სისტემით, დამოკიდებულია ოპერატორების კვალიფიკაციაზე, ტექნიკური სისტემის უზრუნველყოფის საიმედოობაზე და ა.შ. ისინი შეიცავს შემდეგ ნაირსახეობას:

- ✓ **მიწოდების რისკები** - ფასიანი ქაღალდების მიწოდების ვალდებულების შეუსრულებლობა: ფასიანი ქაღალდების მიწოდება, რომელიც არ ეკუთვნის

გამყიდველს (ნაყიდ ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების ხელახალი რეგისტრაციის არ არსებობა). რამდენადაც მრავალი აქცია არსებობს მხოლოდ ჩანაწერის ფორმით, რისკის მეტად გავრცელებულ ნაირსახეობას წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრში ჩაურთველობა;

- ✓ **გადახდის რისკი** - არის მიწოდების რისკის მეორე მხარე. ანგარიშსწორების მოქმედი სისტემა იძლევა საშუალებას არ გადავიხადოთ საფონდო ფასეულობების შეძენისთვის გარკვეული დროის განმავლობაში.;
- ✓ **კლირინგული რისკები** – ეს არის რისკები რომლებიც დაკავშირებულია შეცდომებთან, რომლებიც დაშვებულია სუფთა პოზიციების გამოანგარიშებისას, ფულის გადარიცხვისას და ა. შ. ანუ, საკლირინგო სისტემაში ფუნქციონირების რისკები.
- ✓ **საოპერაციო რისკები** - თანამედრვე პირობებში ძირითადად დაკავშირებულია ტექნიკური პერსონალის არაპროფესიონალიზმთან, რომელებიც ახორციელებენ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს, რისკები და დანაკარგები, რომლებიც გამოწვეულია კომპიუტერული სისტემის მუშაობის შეფერხებებით.
- ✓ **ფულის გადაცვლის რისკები** განისაზღვრება მყიდველის შესაძლებლობით გადაურიცხოს თანხები გამყიდველს კონვერტირებულ ვალუტაში.

ცალკე განვიხილავთ ვარიაციულ რისკებს, რომელიც მდგომარეობს იმაში, რომ მოქმედ კომპანიას შეუძლია გადაიხადოს თავისი ფასიანი ქაღალდების მიხედვით მეტი ან ნაკლები შემოსავალი, და ამგვარად, ინვესტორების მოლოდინი მომავალი დივიდენდების და საკურსო ღირებულებების მიმართებაში შეიძლება გამართლდეს მეტნაკლებად.

ვარიაციული რისკები იყოფა სისტემატურ და არასისტემატურ რისკებად. სისტემატური დაკავშირებულია საბაზრო ფასების რყევებთან და შემოსავლებთან. არასისტემური გამოხატავს მოცემული ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის ცვლილებას და განპირობებულია მოთხოვნის სპეციფიკით და კონკრეტული აქციის ან ობლიგაციის წარდგენით.

კონკრეტული ანალიზის საფუძველზე კეთდება დასკვნა ინვესტირების მოცემული სახეობის საინვესტიციო მიმზიდველობის შესახებ შენატანების ალტერნატიულ ვარიანტებთან შედარებით დარგობრივი, შიდაფირმული რისკის და ინვესტორის ინდივიდუალური რისკის პოზიციიდან. რამდენადაც მსგავსი ანალიზი საკმაოდ ძვირად ღირებული და შედარებით ხანგრძლივია, ის ყოველთვის არ ხორციელდება, მხოლოდ ინვესტირების სტრატეგიული საკითხების გადაწყვეტისას (მაგალითად, სააქციო საზოგადოებაზე საკონტროლო პაკეტის შეძენის დროს, სარეიტინგო შეფასებისას) ხდება აუცილებელი.

პრაქტიკაში რისკების კლასიფიკაცია შედეგების მიხედვით გამოიყენება იმისათვის, რომ შეფასდეს, თუ როგორი უნდა იყოს ჩვენთვის საინტერესო ფასიანი ქაღალდის შემოსავალი. საინვესტიციო ანალიზის ერთ-ერთი ფუნდამენტალური დებულება მდგომარეობს იმაში, რომ უფრო მაღალი რისკები იქნეს კომპენსირებული უფრო მაღალი შემოსავლიანობით. მაგრამ რამდენად უნდა იყოს გაზრდილი აქციებიდან ან სხვა ფასიანი ქაღალდებიდან შემოსავალი, რომ მოხდეს რისკის მოცემული დონის კომპენსაცია? პრობლემა სწორედ იმაში მდგომარეობს რომ, პროცესების მნიშვნელოვანი ნაწილი, რომელიც ხდება საბაზრო ეკონომიკაში, არ ექვემდებარება აპრიორულ შეფასებას.

გამოყენებული ლიტერატურის სია

1. ბარათაშვილი ე., რ. ქუთათელაძე, ლ. გვაჯაია. საინვესტიციო მენეჯმენტი. თბ., 2010.
2. ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი. თბ., 2007.
3. გამსახურდია გ., საქართველოს საფინანსო პოლიტიკის ძირითადი პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე, თბ., 1995.
4. გარდამავალი პერიოდის საფინანსო-ეკონომიკური პრობლემები საქართველოში, ფინანსების სამეცნიერო კვლევითი ინსტიტუტი, ტ. IV, თბ., 2000.
5. გველესიანი მ., ეკონომიქსი, თბ., 2000.
6. გიტმანი ლ., ჯონკი მ., შმიდტი ს., ინვესტიციების საფუძვლები. თბ., 2002.
7. ეკონომიკური თეორიის საფუძვლები გ. ადეიშვილის რედაქციით, თბ., 1998.
8. ეკონომისტთა მესამე რესპუბლიკური კონფერენციის მასალები, თბ., 2000.
9. თეთრაული ა., საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის და ბიზნესის განვითარების კანონზომიერებანი, თბ., 1993.
10. თოდუა გ., ქართული ეკონომიკური აზრი საბაზრო ეკონომიკის თაობაზე. ჟ. „ეკონომიკა“, 1994, №4-5.
11. იორგენ კორსტი, პეტერ რევენტლოუ, ფირმის ეკონომიკა; თარგმანი ინგლისურიდან, ქუთაისი, 1996.
12. კაკულია ე., ფინანსები და საინვესტიციო პოლიტიკა. თბ., 2010.
13. კეინსი ჯ., დასაქმების, პროცენტისა და ფულის ზოგადი თეორია, ქუთაისი, 1995.
14. ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა. თბ., 2005.
15. მალაშხია გ., მეტაეკონომიკა, ეკონომიკის ფილოსოფია, თბ., 1995.
16. მელქაძე ვ., რჩეული შრომები, თბ., 1987.
17. მითაიშვილი რ., მარკეტინგის მართვის საფუძვლები, თბ., 1990.
18. მესხია ი., ხაბურზანია დ., კაკულია რ., საქართველოში სამეურნეო რეფორმის მიმდინარეობის ანალიზი და მისი სრულყოფის წინადადებანი, თბ., 1993.

19. მაკკონელი ჯ., ბრიუ ს., ეკონომიკსი. ნაწ. I, II, III, IV, თბ., 1993.
20. მექვაბიშვილი ე., სახელმწიფო და ეკონომიკა, თბ., 1996.
21. მძინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება. თბ., 2005.
22. პაპავა ვ. ეკონომიკური რეფორმის ძირითადი თავისებურებანი საქართველოში. ჟ. „ეკონომიკა", 1995, №4-6.
23. საბაზრო ეკონომიკა: ბიზნესი, მენეჯმენტი, მარკეტინგი. ლექსიკონი-ცნობარი, რედაქტორი ი. მესხია, თბ., 1993.
24. საქართველოს კანონი: საინვესტიციო საქმიანობის ხელშეწყობისა და გარანტიების შესახებ, თბ., 1996.
25. საქართველოს კანონი სახელმწიფოს ქონების პრივატიზაციის შესახებ, თბ., 1998.
26. საქართველოს კანონი მეწარმეობის შესახებ, თბ., 1994.
27. საინვესტიციო საქმიანობა საქართველოში; საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტი, სტატისტიკური კრებული, თბ., 1999.
28. საქართველოს სტატისტიკური წელიწდეული; საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტი, თბ., 1999.
29. სამადაშვილი უ., საკუთრების პრივატიზაცია და მეურნეობის ახალი ფორმები, თბ., 1991.
30. სამეულსონი პ., ნორდჰაუსი ვ., ეკონომიკსი, თბ., 1992.
31. სიჭინავა ა., ინვესტიციები (თეორია, ანალიზი, ორგანიზაცია, მართვა). თბ., 2010.
32. შენგელია თ., ინოვაციური პროცესები; პოლიტიკა, რეგულირება, ეფექტიანობა, თბ., 1997.
33. შენგელია თ., ინოვაციური სოციალური ეფექტიანობა, თბ., 1997.
34. შენგელია თ., გოლეთიანი ტ., საწარმოს ეკონომიკა, თბ., 1999.
35. შენგელია თ., ბიზნესის ადმინისტრირების საფუძვლები. თბ., 2011.
36. შენგელია თ., გლობალური ბიზნესი. თბ. 2010.
37. ჩანტლაძე ვ., ფინანსური მეცნიერების საფუძვლები, თბ., 1996.
38. ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ., 2003.
39. ჭითანავა ნ., შერეული, მრავალწყობიანი, სოციალურად ორიენტირებული ეკონომიკა, თბ., 1996.

40. ჭითანავა ნ., გარდამავალი პერიოდის სოციალურ-ეკონომიკური პრობლემები, თბ., 1999.
41. ხელაია გ., საერთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო ურთიერთობები, თბ., 1994.
42. ქოქიაური ლ. , საინვესტიციო მენეჯმენტი. თბ. , 2008.
43. Беренс В., Хавранек П., Руководство по подгодовке промышленных технико-экономических иследований. Вена. ЮНИДО. 1991.
44. Безелюк А., Расчеты эффективности хлзяйственных мероприятий. Минск. Наука и техника. 1989.
45. Бирман Г., Шмидт С., Экономический анализ инвестиционных проектов. пер. с англ. М., ЮНИТИ. 1997.
46. Блауьерг И. В., Некоторые методолгические проблемы исследования системного подхода. М., 1980.
47. Ьляхман Л. С., Перестройка экономического мышления. М., 2004.
48. Большой экономический словарь. Под. ред. Ноткина И. М., 2003.
49. Бригхем Ю., Гапенский Л., Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПБ. Экономическая школа. 1997.
50. Бромвич М., Анализ экономической эффективности капиталовложений. М., Инфра. М., 1996.
51. Вернер Беренс, Питер М., Хавронек, Руководство по оценке эффективности инвестици. М., 1995.
52. Вечканов Г. С., Вечканова Г. Р., Словар рыночной экономики. СПБ. 1995.
53. Водянов А. А., Инвестиционные процессы в экономике переходного периода. М., ИМЭИ. 2005.
54. Грейсон Дж. К. мл. О'Делл к., Американский мэенеджмент на пороге XXI века. М., 1991.
55. Долан Э., Макроэкономика. Санкт-Петербург. 1994.
56. Дыбов А. М., Экономическое обоснование инвестиции. Ижевск. 2005.
57. Дзюба С. А., Анализ и сравнение инвестищионных проектов с учётом рынка. Иркутск. 1994.
58. Кенис Д., Обшая теориф занятости, процента и денег. Пер. с англ. М., 1978.
59. Комфар., Компьютерная модел для выполнения технико-экономического обоснования инвестиционных проектов. Вена,

UNIDO. 1984.
60. Кочетков и др. Управление проектами (Заруьежный опыт). СПБ. «Два-три». 2004.
61. Крянев А. В., Математические модели взаимодействия инвескиций. М., 1996.
62. Лихачёв В., Сравнительная и абсолютная эффективность новой техники. // Экономические науки. 1984.
63. Лопатников Л. И., Экономико-математический словар. М., Наука. 1987.
64. Типовая методика определения экономической эффективности капитальных вложений. М., 1984.
65. Трошин А., Введение в экономику инвестиции. М., МАИ. 1995.
66. Тимофеев С. И., Генезис методик оценки экономической эффективности. Свердловск. 1997.
67. Уайтинг О., руководство по определению показателей хозяйственной деятельности. Лондон. 1986. В кн.: Как добится успеха. М., 1991.
68. Уилиам Ф. Шарт, Гордон Дж. Александер. Джеффри В. Бейли, Инвестиции. М., 1997.
69. Уотермен Р., Фактор обновления. М., 1988.
70. Управление проектами (под ред. Шапиро в.). СПБ. «Два-три». 1996.
71. Хачатуров Т., Эффективность капитальных вложений. М., 1979.
72. Харрод Р., Теория экономической жинамики. Пер. а агл. М., 1994.
73. Холл Р. Н., Борнес С. Б., Планирование инвестиции. Пер с англ. М., Дело. ЛТД. 1994.
74. Хлкко Я., Планирование и контроль капиталовложений. М., 1997.
75. Цвиркун А., Карибский А., Шишорин Ю., Адекватный анализ Бюджетной эффективности инвестиционного проекта. // Инвестиции в России. 1996. №7-8.
76. Шапошников Л., Общеэкономическая оценка инвестиционных программ и проектов. // Экономист. 1994. №5.
77. Шумилин С. И., Инвестиционное проектирование. М., Финстатинформ. 2004.
78. Шетинин В., Проблематика иностранных инвестиции в современном мире. 1998. №2.

79. Фомина В. Н., Эффективность инвестиции в рыночной экономике. М., 1993.
80. Экономическая энциклопедия (Под ред. Л. И. Абалкина). М., 1999.
81. Эргардт О. И., Оценка эффективности инвестиционных проектов. Изд-во гос. Ун-та. 1995.
82. Эванс Дж., Берман Б., Маркетинг. М., 1990.
83. Эклунд К. Эффективная экономика. М., 1980.
84. Эрхард Л., Благосостояние для всех. Пер. с нем. М., 1991.
85. Япош Хоош, Факторы экономического роста. М., 2004.
86. Au N., Au N. "Engineering Economics for Capital Investrment Analisis". Englewood, New Jersey, Prentirie Hall. 1992.
87. Biehe W. Investitionen und Innovation, Mainz Wiesbaden. 2005.
88. Guhta P. Marlin A. Sen "Guidelines for Project Evalution" N. V 1972.
89. Little I. M. D. J. A. Mirless "Project Appraisal and Developing Countries". London. 1974.
90. Managorial Planning. 1989. vol. 33. №1.
91. Manual for the Praparation of Industrial Feasbility Studies. UNIDO, Vinna, 1986.
92. Muller-Hedrich B. W. Betriebliche Investitionswirts-chaft. Ehnigen. Stutgart. 1987.
93. N. Gregory Menkiw. Macroeconomics. Worth Publishers, New-York. 1992.
94. Stanley Fisher, Rudiger Dorbush, Richard Schmalense. Economics. Mc. Graw-Hill. N. Y. 1988.
95. S. Fisher. R. Dorbush. R. Schmalensee. Economics. N. I. 2003.
96. Shim. Tac k., Hand book of financial analysis, forecasting, and modeling. 1988 Prentice-Hall. Inc. USA.
97. Squire L. Tak H. G. "Economic Analisis of project" World Bank. Baltimor. London. 1981.
98. Worters M. F. Der Schussel. Zur Betriebswirtschaft. Hamburg. "Rotolt". 2005.
99. E. Whiting A. Guide to bissiness Performance measurements. London. 1996.



ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი
ასოცირებული პროფესორი
მადონა გელაშვილი

- 2009 წლიდან – არჩეულია სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებულ პროფესორად.
- 2009 წლიდან – დანიშნულია სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის დეკანის მოადგილედ.
- 2010 წლიდან – არჩეულია თბილისის ჰუმანიტარული სასწავლო უნივერსიტეტის სრულ პროფესორად.
- 1993–2003 წლები – ეკონომიკური და სოციალური პრობლემების სამეცნიერო კვლევითი ინსტიტუტის უფროსი მეცნიერ–თანამშრომელია.
- 2001 წელს – ეკონომიკური და სოციალური კვლევების ინსტიტუტში დაიცვა საკანდიდატო დისერტაცია მაკროეკონომიკის სპეციალობით.

მისი კვლევის სფეროებია: მაკროეკონომიკის, საინვესტიციო პოლიტიკის, ეკონომიკური პოლიტიკის პრობლემები.

არის 50-ზე მეტი სამეცნიერო ნაშრომის, მათ შორის 2 სახელმძღვანელოსა და 2 მონოგრაფიის ავტორი.

გამომცემლობა „უნივერსალი“

თბილისი, 0179, ი. ჭავჭავაძის გამზ. 1, ☎: 2 22 36 09, 5(99) 17 22 30
E-mail: universal@internet.ge