ლამარა ქოქიაური

საინვესტიციო საქმე

სახელმძღვანელო

თბილისი 2010
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

UDC (უაკ)330.322.013+339.727.22/24
ქ-695

ლამარა ქოქიაური. საინვესტიციო საქმე. სახელმძღვანელო. თბ.: საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი. 2010. 1361 გვ.

სახელმძღვანელო საინვესტიციო საქმიანობისა და მასთან დაკავშირებულ პრობლემებზე ავტორის მრავალწლიანი მუშაობის ერთგვარი შემაჯამებელი ნაშრომია. მასში ამომწურავადაა გადმოცემული ინვესტიციების, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის არსი, რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტიციების, საინვესტიციო პროცესის შინაარსის, მართვის ანალიზისა და შეფასების კრიტერიუმები; შესწავლილია ფინანსური ბაზრების, ინვესტიციის ბაზრის, მათი ინსტიტუტებისა და ინსტრუმენტების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები; პირველად ქართული ეკონომიკის პრაქტიკაში კომპლექსურადაა გაკეთებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზი, საინვესტიციო პორტფელის თეორიის ძირითადი პოსტულატები, ახსნილია მარკოვიცის, შარპის კლასიკური მოდელების ძირითადი დებულებები; ფართოდაა გაშუქებული ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნის პრობლემები, CAPM მოდელის და საარბიტრაჟო თეორიის ჩათვლით;

ნაშრომში დიდი ადგილი აქვს დათმობილი ინტელექტუალური კაპიტალისა და ინტელექტუალური პოტენციალის წარმოქმნის, შეფასებისა და მართვის მექანიზმების მაჩვენებლებსა და პარამეტრებს; ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების ძირითადი მიმართულებების ალგორითმებს; შრომაში იპოვით საინტერესო ინფორმაციას საინვესტიციო პოლიტიკისა და სტრატეგიის ფორმირების, სახელმწიფო რეგულირებისა და შედეგიანობის შესახებ; აგრეთვე ფართო მასალაა მოცემული საინვესტიციო მენეჯმენტის ფუნქციების, მექანიზმის, ორგანიზაციული უზრუნველყოფისა და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის სისტემების, უცხოური ინვესტიციების, საინვესტიციო ბანკების, საინვესტიციო ბიუჯეტირების საკითხების შესახებ.

სახელმძღვანელო შედგენილია ევროპის წამყვანი ქვეყნების, **კემბრიჯის, ოქსფორდის, ლომონოსოვის სახელმწიფო უნივერსიტეტისა** და **საფინანსო აკადემიის** ინვესტიციების შესწავლის საუნივერსიტეტო პროგრამების შესაბამისად.

რედაქტორი: **ეგენი ბარათაშვილი**
ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი. სტუ სრული პროფესორი.
ეკონომიკისა და ბიზნესის მართვის დეპარტამენტის უფროსი.

რეცენზენტები: **გიგი გამსახურდია**
ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი, სტუ სრული პროფესორი.

ანზორ აბრალავა
ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი, სტუ სრული პროფესორი.

გურამ ჯოლია
ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი. სტუ სრული პროფესორი.
სტუ ხარისხის მართვის სამსახურის უფროსი.

USBN 978-9941-0-2949-3

ს ა რ ჩ ე ვ ი

სარჩევი 5

CONTENT 15

შ ე ს ა ვ ა ლ ი 24

INTRODUCTION 31

I განყოფილება. ინვესტიციები და საინვესტიციო საქმიანობა საბაზრო ეკონომიკაში 38

პირველი თავი. ინვესტიციები, როგორც ეკონომიკური კატეგორია 39

1.1. საფინანსო-საინვესტიციო სფერო — ახალი ეკონომიკურ-ფინანსური კატეგორია 39

1.2. ფინანსების, კრედიტის, ინვესტიციების არსი. მათი ურთიერთკავშირი ურთიერთგანპირობებულობა 41

1.3. ინვესტიციები სისტემური ანალიზის პრიზმაში 49

1.4. ინვესტიციის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის, დასაბუთება კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიის პოზიციიდან 56

მეორე თავი. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი 64

2.1. ინვესტიციის ეტიმოლოგიური მნიშვნელობა 64

2.2. ინვესტიციების ცნება 67

2.3. ინვესტიციების ეკონომიკური შინაარსი 71

2.4. ინვესტიციების არსის ძირითადი ეკონომიკური მახასიათებლები 74

2.5. დანაზოგების ადგილი საინვესტიციო პროცესში. ინვესტიციების ზრდის ფაქტორები 92

მესამე თავი. საინვესტიციო პროცესი და მისი ძირითადი ეტაპები 98

3.1. საინვესტიციო პროცესის არსი და სტრუქტურა 98

3.2. ინვესტიციის პროცესი სისტემური მიდგომის პოზიციებიდან 107

3.3. ინვესტიციის პროცესის შინაარსი და ძირითადი ეტაპები 113

მეოთხე თავი. საინვესტიციო საქმიანობა და ინვესტირების ბრუნვა 117

4.1 საინვესტიციო საქმიანობა და ინვესტიციების ბრუნვა 117

4.2 ინვესტიციების მოძრაობასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ურთიერთობები 120

4.3. საწარმოს ინვესტიციების კლასიფიკაცია 121

4.4. კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული ინვესტიციების კლასიფიკაცია 130

მოკლე დასკვნები 132

კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 138

რეკომენდებული ლიტერატურა 140

II. განყოფილება. რეალური ინვესტიციები. ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების ალტერნატიული მეთოდები 141
მეხუთე თავი. რეალური ინვესტიციების მართვა 142
5.1. რეალური ინვესტიციების ფორმები და მათი ფინანსური მართვის თავისებურებები 142
5.2. ინვეასტიციური პროექტების სახეები და მოთხოვნები მათი დამუშავებისადმი 148
5.3. ინვესტიციური პროექტის ღირებულების განსაზღვრა და მისი დაფინანსების სქემის დასაბუთება 155
მეექვსე თავი. ინვესტიციური პროექტების შეფასების მეთოდები 168
6.1. ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის განსაზღვრა. ზოგადი მიდგომები 168
6.2. შეფასების სტატიკური მეთოდები 170
6.3. ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი (Accounting Rate of Peturn, ARR) 172
6.4. შეფასების დინამიკური მეთოდები 173
6.5. ინვესტიციების რენტაბელობის ინდექსი - (Profitability Index PI) 178
6.6. რენტაბელობის შიდა ნორმა - (Internal Rate of Return, IRR) 179
6.7. რენტაბელობის მოდიფიცირებული შიდა ნორმა (Modified Internal Rate of Return, MIRR) 182
6.8. ინვესტიციის ნაზღაურობის (გამოსყიდვის) დისკონტირებული ვადა – (Discounted Pauback Period< DPP) 182
6.9. საინვესტიციო პროექტების ვარიანტების შემუშავება და სხვადასხვა კრიტერიუმების შედარება 186
6.10. რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირება 198
6.11. ინვესტიციური პროექტების განხორციელების მართვა 206
მეშვიდე თავი. საინვესტიციო რისკების შეფასება და მათი გათვალისწინება საინვესტიციო საქმიანობაში 218
7.1. საინვესტიციო რისკების არსი 218
7.2. საინვესტიციო საქმიანობის რისკების კლასიფიკაცია 220
7.3. ინვესტიციური პროექტების რისკების ანალიზი 226
7.4. საპროექტო დაფინანსების რისკები 234
7.5. საინვესტიციო რისკების რეგულირების პროცესი 234
7.6. რისკების შემცირების ღონისძიებათა შემუშავება 238
7.7. მგრძნობიარობის ანალიზი 239
7.8. სცენარების ანალიზი 240
7.9. იმიტაციური მოდელირება მონტე-კარლოს მეთოდით 241
მოკლე დასკვნები 247
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 250
რეკომენდებული ლიტერატურა 252

III. განყოფილება. ფინანსური ინვესტიციები. ფინანსური ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები და საპროცენტო განაკვეთები 253
მერვე თავი. ფინანსური ინვესტიციების მართვა 254
8.1. ფინანსური ინვესტიციების ფორმები და მათი მართვის თავისებურებები 254

8.2. ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის განმსაზღვრელი ფაქტორები ... 258
8.3. ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულების შეფასება ... 269
8.4 ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება ... 277
8.5.ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვა ... 289
მეცხრე თავი. ფინანსური ბაზრები: ბაზრები, დაწესებულებები და საპროცენტო განაკვეთები ... 298
9.1. ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები ფირმის საქმიანობის კონტექსტში ... 298
9.2. ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები. ... 301
9.3. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაცია ... 303
9.4. ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები ... 312
9.5. მსოფლიო ფინანსური კრიზისის გაელენა ფინანსურ ბაზრებზე ... 314
9.6 ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში ... 333
მეათე თავი. ფინანსური ინსტიტუტები, მათი სახეები და ფუნქციები ... 340
10.1.ფინანსური ინსტიტუტების არსი და ფუნქციები ... 340
10.2. კაპიტალის მოზიდვის პროცესი ... 343
10.3. საინვესტიციო ინსტიტუტების სახეები და ფუნქციები ... 345
10.4. ფინანსური შუამავლების ძირითადი ჯგუფები ... 347
10.5. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და მათი საქმიანობის სახეები ... 352
10.6.ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინდიკატორები ... 358
მეთერთმეტე თავი. ფინანსური ინსტრუმენტები ... 361
11.1. ფინანსური ინსტრუმენტები: არსი, სახეები, კლასიფიკაცია ... 361
11.2. პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები ... 365
11.3. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები ... 369
11.4. ფინანსური ინსტრუმენტების როლი ფირმის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებაში ... 386
მოკლე დასკვნები ... 389
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის ... 395
რეკომენდებული ლიტერატურა ... 398

IV. განყოფილება. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება 400
მეთორმეტე თავი. ინვესტიციის ბაზრის არსი და მისი ფუნქციონირების მექანიზმი ... 401
12.1. საინვესტიციო პროცესი და ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი ... 401
12.2. ინვესტიციის ბაზრის ცნება და მისი სახეების დახასიათება ... 413
12.3. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები და მათი ფუნქციები ... 424
12.4. ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების დახასიათება ... 431
მეცამეტე თავი. ფასწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე ... 439
13.1. ფასების გაელენა ინვესტიციის ბაზრის წონასწორობაზე და მისი ფორმირების მექანიზმი ... 439
13.2. საწარმოთა გარიგებების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე ... 448

13.3. საწარმოთა ძირითადი ოპერაციების დახასიათება ინვესტიციის ბაზარზე 457
მეთოთხმეტე თავი. საინვესტიციო საქმიანობის განსორციელების მექანიზმი საბაზრო ეკონომიკაში 463
14.1. ინვესტიციის ბაზარი, როგორც საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების საშუალება 463
14.2. საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება 466
თავი მეთხუთმეტე. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურა და მისი გამოკვლევის მექანიზმი 476
15.1. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ცნება და მისი კვლევის პრინციპები 476
15.2. ინვესტიციის პროცესის ინფრასტრუქტურა 481
მოკლე დასკვნები 487
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 489
რეკომენდებული ლიტერატურა 491

V განყოფილება. ფასიანი ქაღალდები: არსი, ბაზარი. ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზი 492
მეთექვსმეტე თავი. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი მონაწილენი 493
16.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი, ფუნქციები და სახეები 493
16.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები 498
16.3. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი საკანონმდებლო ბაზა 515
16.4. საქმიანობის ძირითადი სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე 518
მეჩვიდმეტე თავი. ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები 534
17.1. ფასიანი ქაღალდების არსი და სახეები 534
17.2. ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე 540
17.3. ფასიანი ქაღალდების გამოშვების 541
17.4. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა 553
17.5. ფასიანი ქაღალდების ცალკეულ სახეობათა დახასიათება 554
მეთვრამეტე თავი. კლასიკური და ფუნდამენტური ანალიზი 579
18.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიკური ფუნდამენტური ანალიზი 579
18.2. ფუნდამენტური ანალიზის უახლესი მეთოდები 585
18.3. ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები 589
მეცხრამეტე თავი. ფუნდამენტური ანალიზი 592
19.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარების აუცილებლობა 592
19.2. შემთხვევითი (მერყეული) ჰიპოთეზის მოდელი 593
19.3. ქცევითი ფინანსები 594
მეოცე თავი. ფუნდამენტური კორპორაციული ფასეულობები 598
20.1. კომპანიის ღირებულება (Company valuation) 598
20.2. წმინდა აქტივების სიდიდის შეფასება 600
20.3. დამოკიდებულება: ფასი/ნაღდი ფულის ნაკადი (Price /Cash Flow ratio) 603
20.4. ფინანსური კოეფიციენტები, რომლებიც მიღებულია საბალანსო ანგარიშგებათა მონაცემების ანალიზის საფუძველზე 604
20.5. საკუთრების სტრუქტურა 608
20.6. საბაზრო ინდიკატორები 610
20.6.1. ვოლატიურობა (Volatility) 610

20.6.2. შემოსავლიანობა აქციებისა და ობლიგაციების მიხედვით 614
20.6.3. ბაზრის ნდობა და მოლოდინი 617
20.6.4. შესყიდვის უფლება//გაყიდვის უფლების დამოკიდებულება (Call/Put ratio) 621
20.6.5. საბალანსო ინდექსი არასრული ლოტების მიხედვით (Odd Lot Balances index) 622
20.6.6. ინსაიდერების ყიდვა/-გაყიდვები 625
20.7. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგრესიული ანალიზი 629
20.8. ფუნდამენტალური ანალიზის უპირატესობები და ნაკლოვანებები 634
ოცდამეერთე თავი. ფასიანი ქაღალდების ტექნიკური ანალიზის ამოსავალი დებულებები 636
21.1. ტექნიკური ანალიზის არსი და ამოცანები 636
21.2. ბაზრის ანალიზის ინსტრუმენტები 638
21.3. ინდიკატორების კლასიფიკაცია პროგრამული უზრუნველყოფის მიხედვით 641
21.4. ფიბონაჩის ანალიზი 656
21.5. ელიოტის ტალღისებური თეორია 661
ოცდამეორე თავი. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გრაფიკული ანალიზი 665
22.1. ძირითადი დებულებები 665
22.2. აქციების კურსის ანალიზი და პროგნოზირება გრაფიკების გამოყენებით 666
22.3. ფასიანი ქაღალდების ფასების ზრდის პროგნოზირების ხერხები გრაფიკების მეშვეობით 678
22.4. ღია ინტერესი (ოპენ ინტერესტ) 681
ოცდამესამე თავი. გრაფიკების ტექნიკური ანალიზი ტრენდული სახის ტიპიური შიბურებისა და შორმაციების მეშვეობით 683
23.1. ტენდენციების განსაზღვრა ტრენდული ხაზების აგების მეშვეობით 683
12.2. ტრენდის ხაზები 684
12.3. ძირითადი გრაფიკული მოდელები 691
23.4. გაგრძელების ფორმაციები 698
23.5. ტექნიკური ანალიზის ინსტრუმენტები 706
23.6. ტექნიკური ანალიზის ძირითადი მეთოდები 709
მოკლე დასკვნები 713
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 717
გამოყენებული ლიტერატურა 719

VI. განყოფილება. საინვესტიციო პორტფელი. პორტფელის თეორია 721
ოცდამეოთხე თავი. საინვესტიციო პორტფელის არსი, კლასიფიკაცია 722
24.1. პორტფელური ინვესტირების თეორიის ძირითადი პოსტულატები 722
24.2. საინვესტიციო პორტფელის კლასიფიკაცია 726
24.3. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება 730
24.4. პორტფელის და პორტფელური რისკების მართვის მეთოდები
პორტფელური რისკების მართვის მეთოდები 735
ოცდახუთე თავი. მარკოვიცის მოდელი 745
25.1. მარკოვიცის მოდელის ძირითადი დებულებები 745
25.2. პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის გაზომვა 751

25.3. დამოკიდებულება პორტფელის რისკსა და შემოსავლიანობას შორის. ეფექტიანი პორტფელის საზღვარი ... 756
25.4. ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების განსაზღვრა. ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა ... 764
ოცდაშვიდე თავი. შარპის მოდელი ... 777
26.1. შარპის მოდელის საერთო აღწერა ... 777
26.2. შარპის მოდელის გამოყენება ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად 785
26.3. შარპისა და მარკოვიცის მოდელების შედეგების შეფასება ... 791
მოკლე დასკვნები ... 795
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის ... 798
გამოყენებული ლიტერატურა ... 799

VII განყოფილება. ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნისა და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების პრობლემები ... 800
ოცდაცამეთხუთმეტე თავი. ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორია ... 801
27.1. ფასწარმოქმნის ამოცანები და პრინციპები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ... 801
27.2. ფასიანი ქაღალდების ღირებულება და მათი სახეები ... 803
27.3. ფასწარმოქმნის მეთოდები და ფაქტორები. ... 804
27.4. ფასიანი ქაღალდების კურსის განმსაზღვრელი ფაქტორები ... 807
27.5. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების ფინანსური ანალიზის მეთოდები ... 814
27.6. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები ... 826
27.6.1. აშშ-ს ინდექსები ... 830
27.6.2. დიდი ბრიტანეთის ინდექსები ... 835
27.6.3. სხვა განვითარებული ქვეყნების ინდექსები ... 835
27.6.4. საბირჟო ინდექსები საქართველოში ... 838
ოცდაცამეთრვე თავი. CAPM მოდელის ძირითადი დებულებები ... 840
28.1. ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორია ... 840
28.2. CAPM მოდელის ძირითადი დებულებები ... 841
28.2. ურისკო ფასიანი ქაღალდები ფულის გასესხება და სესხად აღება ურისკო საპროცენტო განაკვეთით ... 849
28.3. შემოსავლიანობასა და რისკის ურთიერთკავშირის შეფასება ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელისათვის ... 857
28.4. CAPM მოდელის შედეგების შეფასება. საარბიტრაჟო თეორია ... 864
28.5. საარბიტრაჟო თეორია. ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი (Arbitrage Pricing Theory — ART) ... 870
ოცდაცამეთხრე თავი. საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების შეფასება ... 872
29.1. ინვესტიციების შემოსავლიანობის გათვლა ... 872
29.2. საინვესტიციო საქმიანობის შეფასების ხერხები ... 876
29.3. საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების ძირითადი მდგენელების განსაზღვრა ... 882
მოკლე დასკვნები ... 885
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის ... 888
გამოყენებული ლიტერატურა ... 890

VIII განყოფილება. ინვესტიციები ინტელექტუალურ კაპიტალში 891

ოცდამეათე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის განსაზღვრისათვის 892

30.1. ინტელექტუალური კაპიტალის არსი და სტრუქტურა 892

30.2. ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაცია 894

30.3. ორგანიზაციის საკადრო კაპიტალი 897

30.3. ინტელექტუალური საკუთრება როგორც არამატერიალური აქტივები 899

30.4. ნოუ-ჰაუ, როგორც ორგანიზაციის სამრეწველო და კომერციული საიდუმლოს ობიექტი 905

ოცდამეთერთმეტე თავი. ინტელექტუალური კაპიტალის პოტენციალის და ინტელექტუალური საკუთრების შეფასება 918

31.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნა და გარდაქმნა 918

31.2. ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი და მისი შეფასება 921

31.2.1 ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი, როგორც ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულების განმაზოგადოებელი მაჩვენებელი 921

31.2.2 ინტელექტუალური საკუთრების შეფასება 925

31.2.3. მარკეტინგული აქტივების საბაზრო ღირებულება 935

31.3 ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის სამართლებრივი დაცვა 936

ოცდამეთორმეტე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა 941

32.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა, როგორც ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის და განხორციელების უწყვეტი პროცესი 941

32.2. ინტელექტუალური კაპიტალის ბრუნვა ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლებში 945

32.3. ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის რეალიზაციის ალგორითმი 947

32.3.1. ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმართულებების შემუშავება 947

32.3.2. სამეცნიერო კვლევები და ინოვაციური საქმიანობის სფეროს განსაზღვრა 949

32.3.3. ინტელექტუალური კაპიტალის გამოყენებისა და განხორციელების პროცესის დაგეგმვა 952

32.3.4. სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები. ინოვაციური პროდუქციის შექმნა და დაყვანა საბაზრო ნიმუშამდე 954

32.3.5. ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისათვის მომზადება 956

32.3.6. ინოვაციური პროდუქციის წარმოება 957

32.4. რისკები ინტელექტუალურ-ინოვაციურ საქმიანობაში 961

ოცდათცამეტე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმი 963

33.1. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემის ფორმალიზაცია 963

33.2. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მაჩვენებლები და პარამეტრები 965

33.3. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმი 968

33.4. გადაწყვეტილებების მიღება და რეალიზაცია ინტელექტუალური კაპიტალის მართვისას 972

33.4.1. მმართველობითი გადაწყვეტილებების ტიპები 972

33.4.2. გადაწყვეტილებების მიღების პროცედურა 974
33.4.3. გადაწყვეტილების მიღების ადგილი ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმში 976
33.4.4. მმართველობითი გადაწყვეტილებების გამომუშავება 978
33.4.5. მმართველობითი გადაწყვეტილებების დოკუმენტირების და შემსრულებლამდე დაყვანის ფორმები 980
33.4.6. მმართველობითი გადაწყვეტილებების რეალიზაცია 981
მოკლე დასკვნები 984
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 987
რეკომენდებული ლიტერატურა 989

IX განყოფილება. საინვესტიციო პოლიტიკა და სტრატეგია 991
ოცდამეთოთხმეტე თავი. საინვესტიციო პოლიტიკის შორმირების საკითხები 992
34.1. საინვესტიციო პოლიტიკის განსაზღვრა 992
34.2. საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების პრინციპები 994
34.3. საინვესტიციო პოლიტიკის პრიორიტეტული მიმართულებების შეფასების სისტემა 1003
34.4. ინვესტიციური პროცესების სახელმწიფო რეგულირება 1013
34.5. საინვესტიციო პროცესის მოდელები 1021
34.6. საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბება საქართველოში საბაზრო ურთიერთობების განვითარების პირობებში 1030
34.7. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურება 1034
34.8.ინვესტიციების სტიმულირების ფულად-საკრედიტო მეთოდები 1038
34.9. საინვესტიციო პოლიტიკის რეგიონული ასპექტები 1042

ოცდათხუთმეტე თავი. საინვესტიციო სტრატეგიის არსი და მისი როლი წარმოების განვითარებაში 1045
35.1. საინვესტიციო სტრატეგია 1045
35.2. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პრინციპები და თანმიმდევრობა 1050
35.3. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება 1058
35.4. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიმართულებებისა და ფორმების დასაბუთება 1067
35.5. შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასება 1078
მოკლე დასკვნები 1080
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის 1083
რეკომენდებული ლიტერატურა 1086

X განყოფილება. საინვესტიციო მენეჯმენტი 1088
ოცდამეთექვსმეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტი 1089
36.1. ინვეტიციების მართვის არსი 1089
36.2 საინვესტიციო მენეჯმენტის არსი, მიზანი, ამოცანები და ფუნქციები 1093
36.3. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ამოცანები 1097
36.4. საინვესტიციო მენეჯმენტის ფუნქციები და მექანიზმი 1103
36.5. საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკა და მისი ადგილი ერთიანი ფინანსური სტრატეგიის შემუშავებაში 1109

ოცდამეჩვიდმეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტის უზრუნველყოფის სისტემის აგების მეთოდოლოგიური საფუძვლები ... 1120
37.1. საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემა ... 1120
37.2. საინვესტიციო მენეჯმენტის ინფორმაციული უზრუნველყოფის სისტემა ... 1126
37.3. საინვესტიციო ანალიზის სისტემები და მეთოდები ... 1136
37.4. საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემები და მეთოდები ... 1144
37.5. საინვესტიციო კონტროლის სისტემები და მეთოდები ... 1152
ოცდათვრამეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტის მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ... 1160
38.1. ფულის ღირებულების დროში შეფასების კონცეფცია მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ... 1160
40.2. ინფლაციის ფაქტორის გათვლის კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ... 1171
39.3. რისკის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ... 1178
38.4. ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ... 1188
მოკლე დასკვნები ... 1194
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის ... 1197
რეკომენდებული ლიტერატურა ... 1200

XI ბანყოფილება. უცხოური ინვესტიციები ეკონომიკის გლობალიზაციის პირობებში ... 1201
ოცდამეცხრამეტე თავი. უცხოური ინვესტიციების როლი ეროვნული ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაში ... 1202
39.1. კაპიტალის გატანის თეორია ... 1202
39.2. რა მნიშვნელობა აქვს უცხოური ინვესტიციების ფორმების ვეოლუციას? ... 1206
39.3. უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირება განვითარებულ ქვეყნებში ... 1210
მეორმოცე თავი. უცხოური ინვესტიციების რეგულირების დასავლური გამოცდილების გამოყენების შესაძლებლობა საქართველოში ... 1214
40.1. უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები ... 1214
40.2. რაში მდგომარეობს უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირება? ... 1216
ორმოცდამეერთე თავი. საერთაშორისო პრაქტიკაში უცხოური ინვესტიციების რეგულირების პრინციპები ... 1220
ორმოცდამეორე თავი. უცხოური ინვესტირების სტიმულირება ... 1228
42.1. უცხური ინვესტიციების პოტენციალის გაზრდის აუცილებლობა ... 1228
42.2. უცხოური ინვესტიციების მიზიდვის მიზნები და დაფინანსების ფორმები ... 1233
42.3. უცხოური კაპიტალის მიზიდვისა და გამოყენების საერთო პრობლემები ... 1235
42.4. ინვესტიციები გლობალური ეკონომიური კრიზისის ფონზე ... 1241
მოკლე დასკვნები ... 1243
კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის ... 1246
რეკომენდებული ლიტერატურა ... 1247

XII ᲒᲐᲜᲧᲝᲤᲘᲚᲔᲑᲐ. ᲙᲝᲛᲔᲠᲪᲘᲣᲚᲘ ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲐ, ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘ 1249

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲛᲔᲡᲐᲛᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘᲡ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲫᲘᲠᲘᲗᲐᲓᲘ ᲙᲠᲘᲢᲔᲠᲘᲣᲛᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲡᲐᲮᲔᲔᲑᲘ 1250

43.1. საინვესტიციო ინსტიტუტები საქართველოში 1250

43.2. კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ორადი ბუნება 1256

43.3. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის მახასიათებლები 1258

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲛᲔᲝᲗᲮᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲡᲐᲑᲐᲜᲙᲝ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲙᲚᲐᲡᲘᲤᲘᲙᲐᲪᲘᲐ 1260

44.1. ბანკების საინვესტიციო პოლიტიკა 1260

44.3. ბანკების ინვესტიციების კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები 1265

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲛᲔᲮᲣᲗᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲣᲪᲮᲝᲣᲠᲘ ᲒᲐᲛᲝᲪᲓᲘᲚᲔᲑᲐ ᲓᲐ ᲛᲘᲡᲘ ᲒᲐᲛᲝᲛᲯᲔᲜᲔᲑᲘᲡ ᲐᲣᲪᲘᲚᲔᲑᲚᲝᲑᲐ ᲡᲐᲥᲐᲠᲗᲕᲔᲚᲝᲨᲘ 1267

45.1. ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები 1267

45.2. კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაცია 1269

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲔᲥᲕᲡᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲙᲝᲛᲔᲠᲪᲘᲣᲚᲘ ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘᲡ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲕᲘᲗᲐᲠᲔᲑᲘᲡ ᲞᲔᲠᲡᲞᲔᲥᲢᲘᲕᲔᲑᲘ ᲡᲐᲥᲐᲠᲗᲕᲔᲚᲝᲨᲘ 1275

46.1. სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა და ბანკები 1275

46.2. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის შემაფერხებელი გარემოებები 1278

46.3. კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების ღონისძიებები 1283

ᲛᲝᲙᲚᲔ ᲓᲐᲡᲙᲕᲜᲔᲑᲘ 1285

ᲙᲘᲗᲮᲕᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲓᲐᲕᲐᲚᲔᲑᲔᲑᲘ ᲓᲐᲛᲝᲣᲙᲘᲓᲔᲑᲔᲚᲘ ᲛᲣᲨᲐᲝᲑᲘᲡᲐᲗᲕᲘᲡ 1290

ᲠᲔᲙᲝᲛᲔᲜᲓᲔᲑᲣᲚᲘ ᲚᲘᲢᲔᲠᲐᲢᲣᲠᲐ 1291

XIII ᲒᲐᲜᲧᲝᲤᲘᲚᲔᲑᲐ. ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲑᲘᲣᲯᲔᲢᲘᲠᲔᲑᲐ 1292

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲔᲛᲔᲨᲕᲘᲓᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲓᲐᲒᲔᲒᲛᲕᲐ ᲡᲐᲑᲘᲣᲯᲔᲢᲝ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲐᲨᲘ 1293

47.1. საინვესტიციო დაგეგმვის თავისებურებები 1293

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲛᲔᲠᲕᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲡᲐᲑᲘᲣᲯᲔᲢᲝ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲘᲡ ᲓᲐᲜᲔᲠᲒᲕᲘᲡ ᲐᲣᲪᲘᲚᲔᲑᲚᲝᲑᲐ ᲓᲐ ᲣᲠᲗᲘᲔᲠᲗᲙᲐᲕᲨᲘᲠᲘ ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲨᲘ 1295

48.1. რას ნიშნავს ბიუჯეტირება? 1295

48.2. საინვესტიციო ბიუჯეტირების მიზანი და ამოცანები 1297

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲔᲒᲔᲮᲣᲗᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲑᲘᲣᲯᲔᲢᲘᲡ ᲨᲔᲓᲒᲔᲜᲘᲡ ᲞᲠᲝᲪᲔᲡᲘ 1301

ᲝᲠᲛᲝᲪᲓᲐᲔᲗᲔ ᲗᲐᲕᲘ. ᲞᲠᲝᲔᲥᲢᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲠᲩᲔᲕᲘᲡ ᲛᲔᲗᲝᲓᲔᲑᲘ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲑᲘᲣᲯᲔᲢᲨᲘ ᲩᲐᲠᲗᲕᲘᲡᲐᲗᲕᲘᲡ 1304

50.1. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება 1304

50.2. საინვესტიციო ბიუჯეტის შესრულების ანალიზი და შეფასება 1306

ᲛᲝᲙᲚᲔ ᲓᲐᲡᲙᲕᲜᲔᲑᲘ 1308

ᲙᲘᲗᲮᲕᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲓᲐᲕᲐᲚᲔᲑᲔᲑᲘ ᲓᲐᲛᲝᲣᲙᲘᲓᲔᲑᲔᲚᲘ ᲛᲣᲨᲐᲝᲑᲘᲡᲐᲗᲕᲘᲡ 1310

ᲠᲔᲙᲝᲛᲔᲜᲓᲔᲑᲣᲚᲘ ᲚᲘᲢᲔᲠᲐᲢᲣᲠᲐ 1311

ᲢᲔᲡᲢᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲐᲛᲝᲪᲐᲜᲔᲑᲘ 1313

CONTENT

სარჩევი 5
CONTENT 15
შესავალი 24
INTRODUCTION 31
SECTION I. INVESTMENTS AND INVESTMENT PRACTICE IN MARKET ECONOMY 38
CHAPTER ONE. Investments, as economical category 39
1.1. Finance-Investment Domain – New Economical-Financial Category 39
1.2. Essence of Finances, Credit and Investments. Their interconnection and mutual stipulation 41
1.3. Investments in the Prism of Systemic Analyses 49
1.4. Substantiation of Investment, as Economical Category, from the Position of Classic Political Economy 56
CHAPTER TWO. Theoretical Genesis of Investments 64
2.1. Etymology Meaning of Investments 64
2.2. Concept of Investments 67
2.3. Economical Content of Investments. 71
2.4. Basic Economic Features of the Essence of Investments. 74
2.5. Place of Savings in the Investment Process. Factors of Investment Growth 92
CHAPTER THREE. Investment Process and Its Basic Stages 98
3.1. The Essence and Structure of the Investment Process 98
3.2. Investment Process from the Positions of Systematic Methods of Approach 107
3.3. Content and Basic Stages of the Investment Process. 113
CHAPTER FOUR. Investment Practice and Investment Turnover 117
4.1. Investment Practice and Investment Turnover. 117
4.2. Economical Relations Related with the Investment Turnover 120
4.3.Classification of the Enterprise Investments 121
4.4. კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული ინვესტიციების კლასიფიკაცია 130
BRIEF INFERENCES 132
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 138
RECOMMENDED LITERATURE 140
SECTION II. REAL INVESTMENTS. ALTERNATIVE METHODS OF EVALUATION OF EFFECTIVENESS OF THE INVESTMENT PROJECTS 141
CHAPTER FIVE. Management of Real Investments 142
5.1. Forms of Real Investments and Peculiarities of Their Financial Management 142
5.2. Kinds of Investment Projects and Requirements for Their Processing 148
5.3. Definition of the value of the investment projects and statement of the schedule of financing 155
CHAPTER SIX. Methods of estimation of the investment projects 168
6.1. Defining Effectiveness of the Investment Projects. General Methods of Approach 168
6.2. Statistic Methods of Estimation 170
6.3.Accounting Rate of Petum, ARR 172

6.4. Dynamic Methods of Estimation 173
6.5.Profitability Index PI 178
6.6. Internal Rate of Return, IRR 179
6.7.Modified Internal Rate of Return, MIRR 182
6.8. Discounted Pauback Period< DPP) 182
6.9. Processing of the Variations of Investment Projects and Comparison of Various Criterions 186
6.10. Formation of the Programs of Real Investments 198
6.11. Management of Realization of Investment Projects. 206
CHAPTER SEVEN. Evaluation of the investment risks and their provision in the investment activity 218
7.1. The Essence of the Investment Risks 218
7.2. Classification of the Risks of Investment Activity 220
7.3. Analyzing Risks of the Investment Projects 226
7.4. Risks of the Project Financing 234
7.5. The Process of Regulation of the Investment Risks 234
7.6. Processing Activities for Reducing Risks 238
7.7. Analyzing Perceptibility 239
7.8. Analyzing Scripts 240
7.9. Imitative Modeling by Monte Carlo Method 241
BRIEF INFERENCES 247
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 250
RECOMMENDED LITERATURE 252

SECTION III. FINANCIAL INVESTMENTS. FINANCIAL MARKETS, INSTITUTIONS, INSTRUMENTS AND PERCENTAGE RATE 253
CHAPTER EIGHT. Management of Financial Investment 254
8.1. Forms of Financial Investments and Peculiarities of Their Management 254
8.2. Factors Defining Investment Quality of Separate Financial Instruments of Investments 258
8.3. Evaluation of Separate Financial Instruments of Investments 269
8.4. Formation of the Portfolio of Financial Investments 277
8.5. Operative Management of Restructuring Portfolio of Financial Investments 289
CHAPTER NINE. Financial Surrounding: Markets, Institutions and Percentage Rates 298
9.1. Financial Markets and Institutions in the Context of the Company Work. 298
9.2. Necessity and Possibilities of Existence of Financial Markets 301
9.3. Classification of Financial Markets 303
9.4. Modern Tendencies of Developing Financial Markets 312
9.5. Influence of the Global Financial Crisis upon Financial Markets 314
CHAPTER TEN. Financial Institutions; their kinds and functions. 340

10.1. Essence and Functions of Financial Institutions.... 340
10.2. The Process of Capital Attractions.... 343
10.3. Kinds and Functions of the Investment Institutions.... 345
10.4. Basic Groups of Financial Mediation.... 347
10.5. Participants of the Security Market and Kinds of Their Activities.... 352
10.6. Indicators of the Security Market.... 358
CHAPTER ELEVEN. Financial Instruments.... 361
11.1. Financial Instruments: Essence, Kinds, Classification.... 361
11.2. Primary Financial Instruments.... 365
11.3. Financial Instruments of Enterprise.... 369
11.4. Role of Financial Instruments in Estimation of Investment Attractiveness of the Company.... 386
BRIEF INFERENCES.... 389
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL.... 395
RECOMMENDED LITERATURE.... 398

SECTION IV. INVESTMENT MARKET: ESSENCE, FORMATION, DEVELOPMENT.... 400
CHAPTER TWELVE. Essence of the Investment Market and the Mechanism of its Functioning.... 401
12.1. Investment Process and Mechanism of the Investment Market.... 401
12.2. Concept of the Investment Market and Characteristics of its Kinds.... 413
12.3. Participants of the Investment Market and its Functions.... 424
12.4. Characteristic of Basic Financial Instruments of the Investment Market.... 431
CHAPTER THIRTEEN. Mechanism of Pricing and kinds of operation at the investment market.... 439
13.1. Effect of Prices on the balance of the Investment Market and Mechanism of its Formation.... 439
13.2. Kinds of the Enterprise Deals at the Investment Market.... 448
13.3. Characteristic of Basic Operations of the Enterprises at the Investment Market.... 457
CHAPTER FOURTEEN. The Mechanism of Realizing Investment Activities in the Market economy.... 463
14.1. Investment Market as the Means for Realization of the Investment Activities.... 463
14.2. Investment Demand and Distribution.... 466
CHAPTER FIFTEEN. Conjuncture of the Investment Market and the Mechanism of its research.... 476
15.1. The Concept of the Investment Market and the Principles of its Research.... 476
15.2. Infrastructure of the Investment Market.... 481
BRIEF INFERENCES.... 487
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL.... 489
RECOMMENDED LITERATURE.... 491

SECTION V. SECURITIES: ESSENCE, MARKET, FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYZE.... 492
CHAPTER SIXTEEN. Security Market and its participants.... 493

16.1. The Essence, Functions and Kinds of the Security market 493
16.2. Participants of the Security Market. 498
16.3. Legislative Base applicable to the Security Market 515
16.4. Basic Kinds of Work at the Security Market 518
CHAPTER SEVENTEEN. Securities and their kinds. 534
17.1. Essence and Kinds of Securities 534
17.2. Operations on Securities 540
17.3. Rules of Security Emission 541
17.4. Turnover of Securities 553
17.5. Characteristics of Separate Kinds of Securities 554
CHAPTER EIGHTEEN. Classical and Fundamental analyze 579
18.1. Classic Fundamental Analyze of the Security Market.. 579
18.2. The Newest Methodologies of Fundamental Analyze 585
18.3. Methods of Fundamental analyze 589
CHAPTER NINETEEN. Fundamental Analyze 592
19.1. Necessity of Providing Fundamental Analyze of the Security Market 593
19.2. Model of Random Hypothesis 594
CHAPTER TWENTY. Fundamental Corporative Valuables 598
20.1. Company Valuation 598
20.2. Evaluation of the size of Net Assets 600
20.3. Dependence: Value/Cash Flow Ratio 603
20.4. Financial Index. Received on the basis of Analyzing Balance Accounting 604
20.5. Property Structure 608
20.6. Market Indicators 610
20.6.1. Volatility 610
20.6.2. Profitableness Pursuant to the Shares and Bonds 614
20.6.3. Trust and Anticipation of market 617
20.6.4. Call/Put Ration 621
20.6.5. Odd Lot Balances Index 622
20.6.6. Sell and Purchase of Insiders 625
20.7. Regressive Analyze of the Security Market 629
20.8. Priorities and Faults of Fundamental Analyze 634
CHAPTER TWENTY-ONE. Key Provisions of Technical Analyze of Securities 636
21.1. Essence and Problems of Technical Analyze 636
21.2. Instruments of Market Analyze 638
21.3. Classification of Indicators according to the Software Provision... 641
21.4. Fibonacci Analyze 656
21.5. Eliot's Wavy Theory 661
CHAPTER TWENTY-TWO. Graphic Analyze of Security Market 665
22.1. Basic Provisions 665
22.2. Analyzing and prediction of the Share Rate by Using Schedules 666
22.3. Ways of Predicting the Growth of the Value of Securities by Using Schedules 678
22.4. Open Interest 681

CHAPTER TWENTY-THREE. Technical Analyze of Graphs by Using Typical Figures and Formations of Trend Kind 683
23.1. Defining Tendencies by Building Trend Lines 683
23.2. Trend Lines 684
23.3. Basic Graphic Models 691
23.4. Formations of Continuing 698
23.5. Instruments of Technical Analyze 706
23.6. Basic Methods of Technical Analyze 709
BRIEF INFERENCES 713
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 717
RECOMMENDED LITERATURE 719

SECTION VI. INVESTMENT PORTFOLIO. PORTFOLIO THEORY 721
CHAPTER TWENTY-FOUR. ESSENCE AND CLASSIFICATION OF THE INVESTMENT PORTFOLIO 722
24.1. Basic Postulates of the Portfolio Investment Theory 722
24.2. Classification of the Investment Portfolio 726
24.3. Formation of the Security Protfolio 730
24.4. Methods of Managing Portfolio and Portfolio Risks 735
CHAPTER TWENTY-FIVE. Markowitz's Model 745
25.1. Basic Provisions of Markowitz's Model 745
25.2. Measurement of Profitableness and Risk of the Portfolio 751
25.3. Relation between Risk and Profitableness of the Portfolio 756
25.4. Defining Limits of Effective Portfolio. Selection of Optimal Portfolio 764
CHAPTER TWENTY-SIX. Sharp's Model 777
26.1. General Description of Sharp's Model 777
26.2. Using Sharp's Model to Build Limits of Effective Portfolios 785
26.3.Evauation of the Effects of Sharp's and Markowitz's Models 791
BRIEF INFERENCES 795
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 798
RECOMMENDED LITERATURE 799

SECTION VII. PROBLEMS OF EVALUATION OF PRICING FINANCIAL RESOURCES AND INVESTMENT DECISIONS 800
CHAPTER TWENTY-SEVEN. Theory of Pricing Financial Resources 801
27.1. Problems and Principles of Pricing at the Security Market 801
27.2. Value of Securities and their Kinds 803
27.3. Methods and Factors of Pricing 804
27.4. Factors Defining Course of Security Market 807
27.5. Methods of Financial Analyze of Making Investment Decisions 814
27.6. Stock Index of the Security Market 826
27.6.1. USA Indexes 830
27.6.2. Great Britain Indexes 835
27.6.3. Indexes of Other Developed Countries 835

27.6.4. Stock Indexes in Georgia 838
CHAPTER TWENTY-EIGHT. Basic Provisions of CAMP Model 840
28.1. Theory of Pricing of Financial Resources 840
28.2. Basic Provision of CAMP Model 841
28.2. Risk-free Securities. Landing and Borrowing Money by Risk-Free Percentage Rate 849
28.3. Evaluation of Relation between Profitableness and Risk for any Security or Portfolio 857
28.4. Evaluation of the Effects of CAMP Model. Arbitration Theory 864
28.5. Arbitration Pricing Theory - ART 870
CHAPTER TWENTY-NINE. Evaluation of Effects of Investment Activities 872
29.1. Calculation of Profitableness of the Investments 872
29.2. Ways of Evaluation of Investment Activities 876
29.3. Definition of Basic Constituents of the Effects of Investment Activities 882
BRIEF INFERENCES 885
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 888
RECOMMENDED LITERATURE. 890

SECTION VIII. INVESTMENTS INTO THE INTELLECTUAL CAPITAL 891
CHAPTER THIRTY. To define Intellectual Capital of the Company 892
30.1. Essence and Structure of Intellectual Capital 892
30.2. Classification of Intellectual Assets 894
30.3. Staff Capita of the Company 897
30.3. Intellectual Property as Immaterial Assets 899
30.4. Now-How, as the Object of Industrial and Commercial Secret of the Company 905
CHAPTER THIRTY-ONE. Evaluation of Potential of Intellectual Capital and Intellectual Property 918
31.1. Creation and Transformation of Intellectual Capital of the Company 918
31.2. Intellectual Potential of the Company and its Evaluation 921
31.2.1. Intellectual Potential of the Company, as Generalizing Index of the Value of Intellectual Capital 921
31.2.2. Evaluation of Intellectual Property 925
31.2.3. Market Price of Marketing Assets 935
31.3. Legal Defense of Intellectual Capital of the Company 936
CHAPTER THIRTY-TWO. Intellectual-Innovative Activity of the Company 941
32.1. Intellectual-Innovative Activity of the Company, as Permanent Process for Creation and Realization of Intellectual Capital 941
32.2. Circulation of Intellectual Capital in the Cycles of Intellectual and Innovative Activities 945
32.3. Algorithm of Realizing Cycle of Intellectual and Innovative Activities 947
32.3.1. Processing Directions of Developing Innovative Activities of the Company 947
32.3.2. Scientific Researches and Defining Sphere of Innovative Activities 949
32.3.3. Planning the Process of Utilization and realization of Intellectual Capital 952
32.3.4. Scientific-Research and Experimental-Construction Works. Creation of Innovative Production and Its Leading down to the Market Sample 954

32.3.5. Preparation for Producing Innovative Production 956
32.3.6. Producing Innovative Production 957
32.4. Risks in Inovative Intellectual Activity 961
CHAPTER THIRTY-THREE. Mechanism of Management Intellectual Capital of the Company 963
33.1. Formalization of the System of Managing Intellectual Capital... 963
33.2. Index and Parameters of Managing Intellectual Capital 965
33.3. Mechanism of Managing Intellectual Capital 968
33.4. Making Decisions and Their Realization While Managing intellectual Capital 972
33.4.1. Types of Management Decisions 972
33.4.2. Procedure of Making Decisions... 974
33.4.3. Decision-Making Pace Inthe Intellectual Capital Management Mechanism 976
33.4.4. Processing Management Decisions 978
33.4.5. Forms of Documentation and Leading down to Fulfillment of the Management Decisions 980
33.4.6. Realization of Management Decisions 981
BRIEF INFERENCES 984
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 987
RECOMMENDED LITERATURE. 989

SECTION IX. INVESTMENT POLICY AND STRATEGY 991
CHAPTER THIRTY-FOUR. Issues of Formation of Investment Policy 992
34.1. Defining Investment Policy 992
34.2. Principles of Formation of the Investment Policy 994
34.3. The System of Evaluation of Prior Directions of the Investment Policy 1003
34.4. State Regulation of the Investment Policy 1013
34.5. Models of the Investment Process 1021
34.6. Formation of the Investment Policy in Georgia under the Conditions of Developing Market Economyo 1030
34.7. Activation of the State Investment Policy 1034
34.8. Cash-Credit Methods for Stimulation of Investments
34.9. Regional Aspects of the Investment Policy... 1042
CHAPTER THIRTY-FIVE. Essence of the Investment strategy and its role in enterprise development 1045
35.1. Investment Strategy 1045
35.2. Principles and Sequence of Processing Investment Strategy of the Enterprise 1050
35.3. Formation of Strategic Purposes of the Investment Activity... 1058
35.4. Statement of Strategic Directions and Forms of the Investment Activity... 1067
35.5. Evaluation of the Results of the Processed Investment Strategy 1078
BRIEF INFERENCES. 1080
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 1083
RECOMMENDED LITERATURE. 1086

SECTION X. INVESTMENT MANAGEMENT 1088

CHAPTER THIRTY-SIX. Investment Management 1089
36.1. The Essence of Investment Management 1089
36.2. The Essence, Goal, Tasks and Functions of the Investment Management 1093
36.3. Problems of Managing Investment Activity of the Enterprise 1097
36.4. Functions and Mechanism of the Investment Management 1103
36.5. Systems and Methods of Investment Control 1109
CHAPTER THIRTY-SEVEN. Methodological Elements of Building the Systems of Investment Management Provision 1120
37.1. The System of Organization Provision of the Investment Management 1120
37.2. The System of Information Provision of the Investment Management 1126
37.3. Systems and Methods of the Investment Analyze 1136
37.4. Systems and Methods of the Investment Planning 1144
37.5. Systems and Methods of the Investment Control 1152
CHAPTER THIRTY-EIGHT. Methodological Instrumentation of the Investment Management 1160
38.1. Conception of Evaluation of the cost of the Money in Time by Methodological Instrumentation... 1160
38.2. Conception of Calculation of the Inflation Factor and its Methodological Instrumentation. Place of Inflation in the Information Management... 1171
38.3. Conception and Methodological Instrumentation of Foreseeing Risk Factor 1178
38.4. Conception of Foreseeing Liquidation Factor and its Methodological Instrumentation 1188
BRIEF INFERENCES 1194
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 1197
RECOMMENDED LITERATURE 1200

SECTION XI. FOREIGN INVESTMENTS UNDER ECONOMICAL GLOBALIZATION..1201
CHAPTER THIRTY-NINE. Role of Foreign Investments in development of National Investment Market 1202
39.1. Theory of Capital Export 1202
39.2. What is the meaning of Evaluation of Foreign Investment Forms? 1206
CHAPTER FORTY. Possibilities for using Western Experience of Foreign Investment regulation 1214
40.1. Functions of Foreign Investments 1214
40.2. What does the Stimulation of Attracting Foreign Capital exist in? 1216
CHAPTER FORTY-ONE. Principles of Regulating Foreign Investments in the International Practice 1220
CHAPTER FORTY-TWO. Stimulation of Foreign Investments 1228
42.1. Necessity of Growing Potential of Foreign Investments 1228
42.2. Goals Attracting Foreign Investments and Forms of Financing 1233
42.3. Common Problems of Attraction and Utilization of Foreign Investments 1235
42.4. Investments on the background of Global Economical Crisis 1241
BRIEF INFERENCES 1243
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 1246

RECOMMENDED LITERATURE 1247

SECTION XII. INVESTMENT ACTIVITY OF COMMERCIAL BANKS, INVESTMENT BANKS 1249
CHAPTER FORTY-THREE. Basic Criterion and Kinds of Investment Activity of the Banks 1250
43.1. Investment Institutions in Georgia 1250
43.2. Dual Nature of the Investment Activity of Commercial Banks 1256
43.3. Characteristics of the Index of Investment Activity of the Banks 1258
CHAPTER FORTY-FOUR. Classification of Bank Investments 1260
44.1. Investment Policy and Operations of Commercial Banks 1260
44.2. Basic Signs of Classification of the Investments of the Banks... 1265
CHAPTER FORTY-FIVE. Foreign Experience of the Investment Activity of the Banks and Necessity of its utilization in Georgia 1267
45.1. Operations on Securities 1267
45.2. Specialization of the Activities of Commercial Banks 1269
CHAPTER FORTY-SIX. Perspectives of Developing Investment Activities of Commercial Banks in Georgia 1275
46.1. State Investment Policy and Banks 1275
46.2. Hindering Circumstances of the Investment Activity of the Banks 1278
46.3. Activities for activation of Investment Operation of the Investment Banks 1283
BRIEF INFERENCES 1285
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 1290
RECOMMENDED LITERATURE. 1291

SECTION XIII. INVESTMENT BUDGETING 1292
CHAPTER FORTY-SEVEN. Investment Planning in the System of Budgetary Management 1293
47.1. Investment Planning Features 1293
CHAPTER FORTY-EIGHT. Necessity and interconnection of Involving Budgetary system into the Enterprise 1295
48.1. What does Budgeting Mean? 1295
48.2. Goal and Problems of the Investment Budgeting 1297
CHAPTER FORTY-NINE. Process of Consisting Investment Budgeting... 1301
CHAPTER FIFTY. Methods of Selecting Project to include into the Investment budget... 1304
50.1. Selecting Investment Strategy of the Enterprise... 1304
50.2. Analyze and Evaluation of Fulfillment of the Investment Budget... 1306
BRIEF INFERENCES 1308
QUESTIONS AND EXERCISES FOR SELF-CONTROL 1310
RECOMMENDED LITERATURE. 1311

TESTS AHD TASKS 1313

შესავალი

ინვესტიცია არის მომდინარე მოხმარებაზე უარის თქმა მომავალში შედარებით მეტი შემოსავლის შესაძლო მიღების სანაცვლოდ, რომელიც, როგორც მოსალოდნელია, უფრო მეტ ჯამურ (ე.ი. მომდინარე და მომავალ) მოხმარებას უზრუნველყოფს. ინვესტიცია მეტად რთული ცნებაა, რომელსაც არაერთგვაროვნად განმარტავენ და, პრინციპში, ძნელად ხერხდება მისი პრაქტიკულ სიბრტყეში განთავსება (ცხადია, იგულისხმება, რომ საუბარია რაციონალურ, დასაბუთებულ ინვესტიციაზე და არა სახსრების პრიმიტიულ დაბანდებაზე იმ იმედით, რომ აუცილებლად გაამართლებს და დაბანდება ერთიანად დაბრუნდება).

საყოველთაოდაა მიღებული ის ფაქტი, რომ ნებისმიერი ბიზნესის, ნებისმიერი სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის სიცოცხლისუნარიანობა და აღმავლობა რაციონალურ საინვესტიციო პოლიტიკაზეა მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებული. ეს პოლიტიკა ხარჯიანი და სარისკოა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ჯერ ერთი, ინვესტიციები არ არსებობს ხარჯების გარეშე – თაობიდან საჭიროა სახსრების დაბანდება, ე.ი. ხარჯების გაწევა, და თუ გათვლები სწორი იყო, ხარჯები მხოლოდ მაშინ ანაზღაურდება; მეორე, შეუძლებელია ყველა იმ გარემოების წინასწარ გამოცნობა, რომელიც ინვესტორს მომავალში ელოდება, — ყოველთვის არსებობს იმის არანულოვანი ალბათობა, რომ გაღებული ინვესტიციები მთლიანად ან ნაწილობრივ დაიფარება.

საინვესტიციო საქმიანობის ეს თავისებურებები (განმარტების თანახმად ამას ყურცერთი ბიზნესი ვერ აუვლის გვერდს) ყველა ბიზნესმენისა და ჩვეულებრივი ადამიანისგანაც კი მოითხოვს სახსრების დაბანდების, თუნდაც ელემენტარული უნარჩევევების, აუცილებელ ფლობას. ცხადია, ეს უნარჩევევები განსხვავებული აქვს იმ უფულო სტუდენტს, რომელიც ცდილობს მოიფიქროს, თუ როგორ შეუძლია მოაგროვოს ბოლო გამოშვების კომპიუტერის თუ მანქანის ფული; იმ რიგით მასწავლებელს, რომელიც ოცნებობს ფული მოაგროვოს და კანარის კუნძულებზე გაემგზავროს სტუდენტებთან მუშაობაში დახარჯული ენერგიის აღსადგენად; იმ დამწყებ ბიზნესმენს, რომელსაც ამბიციები ხელს უშლის ადეკვატურად დაუკავშიროს თავისი სანუკვარი სურვილები და შესაძლებლობები კონკურენტული გარემოს მკაცრსა და ულმობელ რეალობას; გამოცდილ ფინანსისტ-სპეკულიანტს, რომელიც დათვლით გრძნობს თავს ქვირითის დასაყრელად მიმავალი თევზით სავსე მდინარეში.

ამ სიის გაგრძელება უსასრულობამდე შეიძლება. ალბათ, უფრო ადვილია ადამიანთა იმ კატეგორიების ჩამოთვლა, ვისაც ჯერ კიდევ არ სჭირდება იზრუნოს მომდინარე და მომავალ მოხმარებას შორის არჩევანის ოპტიმალურად გაკეთების პრობლემაზე.

ინვესტიცია მუდამ არის ცვლილება, რუტინული დინებისგან გააზრებულად გადახვევა, მომავლის დანახვის მცდელობა. საინვესტიციო საქმიანობა, გარკვეული აზრით, იძულებითი ღონისძიებაა, რადგან წერა-კითხვის მცოდნე ნებისმიერ ბიზნესმენს, ხელმძღვანელსა თუ მენეჯერს კარგად ესმის, რომ ინვესტიცია არის აუცილებელი რაციონალური (ცხადია, ინვესტორის სუბიექტური თვალსაზრისით) მოძრაობა, რომელიც ყოველთვის ჯობს უძრაობასა და სტატუს-კვოს კონსერვაციას. მაგალითად, მომდინარე საწარმოო სიმძლავრეები თავისი მახასიათებლებით შესაძლოა სრულიად აკმაყოფილებდეს მის მესაკუთრეებს, მაგრამ მხოლოდ სულმთლად ბეცი (ეკონომიკური გაგებით) და ნაკლებ წიგნიერი მათი წარმომადგენელი თუ „დაიკრეფს გულზე ხელებს“ და თვალს დახუჭავს იმაზე, რომ ეს სიმძლავრეები ყოველწამიერად ძველდება ფიზიკურადაც და მორალურადაც. პირიქით, ის სპეციალისტი, რომელიც თავისი საქმის პერსპექტიულად წარმართვას გეგმავს, მშვენივრად უღებს ალღოს იმას, რომ უცვლელობა და უძრაობა, არსებითად, ყოველთვის რეგრესის და დაქვეითების დასაწყისია.

მართლაც, როგორც ლ. ქეროლი შენიშნავს, „ადგილზე რომ დარჩე, ძალიან სწრაფად უნდა ირბინო. დაწინაურებისთვის ორჯერ უფრო სწრაფად სირბილია საჭირო“. საინვესტიციო საქმიანობა სწორედ იმის ნიშანია, რომ ხელმძღვანელი (ფირმა) იმას მაინც ცდილობს, რომ „ირბინოს“.

ამ „სირბილში“ არაფრე შეიძლება, არამედ აუცილებლად იქნება შეცდომები; მაგრამ ცნობილია, რომ ვინც ზის, ის არ წაბორძიკებს, „არაფრის კეთება“ (ამ შემთხვევაში – საინვესტიციო უმოქმედობა) სულაც არაა ქცევის საუკეთესო ვარიანტი, განსაკუთრებით – ბიზნესში. შემთხვევითი არაა, რომ საინვესტიციო საქმიანობის, საინვესტიციო გარემოს თუ საინვესტიციო მიმზიდველობის შესახებ სპეციალისტები მუდამ მთელი ქვეყნის, მისი რეგიონებისა და ცალკეული ფირმების განვითარების ანტენსიფიკაციის პრობლემებისა და მეთოდების განხილვის კონტექსტში საუბრობენ.

საინვესტიციო საქმიანობა განსხვავებულია მართვის იმ დონეზე დამოკიდებულებით, რომელზეც მის შინაარსს, მიზანდასახულობას, განხორციელების ხერხებს და მოსალოდნელ შედეგებს განიხილავენ. ეს განსხვავება მდგომარეობს ინვესტირების შესაძლებლობებში, პოტენციურად მობილიზებულ რესურსებში, შესაძლო ცდომილებებზე პასუხისმგებლობის ხარისხში და სხვა. ერთია, როცა საუბარია ასეთ მსხვილ რეგიონზე, რომელიც თავისი საინვესტიციო მიმზიდველობის გადიდებას ცდილობს და სულ სხვაა, როდესაც მომცრო კერძო ფირმის საინვესტიციო პროგრამაზე ვსაუბრობთ. მით უფრო, თუ გაითვალისწინებთ, რომ ნებისმიერი თანამედროვე ეკონომიკის საფუძველს „საწარმო“ შეადგენს, მაშინ ამ წიგნში ჩვენ ინვესტირების პრობლემებს სწორედ ფირმასთან მიმართებაში განვიხილავთ.

ყველა კომერციული ორგანიზაცია განზოგადებულად შეგვიძლია მოვიხსენიოთ ტერმინით „საწარმო“ იგი შეიძლება განვმარტოთ როგორც სამეწარმეო საქმიანობისთვის გამოყენებული ქონებრივი კომპლექსი. სამეწარმეო საქმიანობას, თავის მხრივ, უწოდებენ დამოუკიდებელ და საკუთარი რისკით განხორციელებულ საქმიანობას, რომელმაც სისტემატურად უნდა მოგვცეს მოგება ქონების გამოყენებიდან, საქონლის გაყიდვიდან, იმ პირების მიერ სამუშაოს შესრულებიდან ან მომსახურების გაწევიდან, რომლებიც მეწარმეებად არიან დარეგისტრირებული კანონით დადგენილი წესით.

საკმაოდ აშკარაა ის ფაქტი, რომ ეკონომიკის მთავარი სისტემაწარმომქმნელი ელემენტია საწარმო (ფირმა), როგორც რესურსების ორგანიზაციისა და ურთიერთმოქმედების ასეთი ფორმა, რომლის მიზანია გარკვეული სახის საქონლისა და/ან მომსახურების შექმნა. განსაკუთრებულ როლს ასრულებენ ის საწარმოები, რომლებიც აწარმოებენ პროდუქტებსა და მომსახურებას. ეს ის ფასეულობებია, რომლებსაც, საბოლოო ჯამში, საზოგადოების ყველა წევრი იყენებს, რამეთუ რაც უფრო დიდია მწარმოებლების მიერ მოშზადებული „სუგბარი“, მით უფრო მეტი შესაძლებლობა საზოგადოების თითოეულ წევრს იმის მისაზედავად, რამდენად აქტიურად მონაწილეობდა იგი წარმოების პროცესში.

არცერთი საწარმო არ მოქმედებს იზოლირებულად – ისინი ურთიერთმოქმედებენ ეკონომიკური სისტემის სხვადასხვა ელემენტთან. გარდა ამისა, საზოგადოდ თვით საწარმოსაც საკმაოდ რთული ორგანიზაციული სტრუქტურა აქვს, მთელი ეკონომიკური ორგანიზმისა და მისი ცალკეული ელემენტების გამართულად საქმიანობა კი ყველაზე უფრო სტრუქტურირებული და ლოგიკური სახით სისტემების თეორიის ფარგლებშია აღწერილი.

საინვესტიციო პროცესში სწორედ საწარმოებს აწევთ ძირითადი სიმძიმე. ცხადია, არსებობს ერიუნული ან რეგიონული მნიშვნელობის მქონე ინვესტიციური პროექტები, რომლებსაც სახელმწიფო და მუნიციპალური ორგანოები ასრულებენ. ამ შემთხვევაში შესაძლებელია შეფასების სხვა კრიტერიუმებისა და დაფინანსების სხვა მეთოდების გამოყენება, ვიდრე ეს ბიზნეს-გარემოშია, მაგრამ პრინციპული განსხვავებები აქ არ არსებობს. ამიტომ, როდესაც საინვესტიციო საქმიანობის პრინციპებს, შინაარსსა და მეთოდებს აღვწერთ მსხვილი სამეურნეო სუბიექტისათვის, არსებითად ამ განსაკუთრებულად მნიშვნელოვანი ეკონომიკური კატეგორიის არსობრივი ნიშან-თვისებების დახასიათებას ვიძლევით.

საინვესტიციო საქმიანობა მეტად მრავალფეროვანია სახსრების გამოყენების სფეროების, დაფინანსების მეთოდებისა და გამოყენებული ინსტრუმენტების მიხედვით. ამის ერთ-ერთი მიზეზია ეკონომიკაში ახალი ორგანიზაციული ფორმების — ტრანსეროვნული კორპორაციების, საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების, საფინანსო კომპანიების, საინვესტიციო კომპანიებისა და ა.შ. – განვითარება.

ცხადია, განსაკუთრებულ როლს ასრულებენ მუდმივად განვითარების პროცესში მყოფი ფინანსური ბაზრები, რომლებზეც სწორედაც ყველაზე ტეხადი თუ არა, ყველაზე დინამიური ინვესტიციები მაინც ხორციელდება.

მონოგრაფიების და სახელმძღვანელოს ციკლში შეიძლება გამოუყოთ საყურადღებო სახის ახალი, მნიშვნელოვანი თეორიული და მეთოდოლოგიური ნოვაციები, რაც განსაკუთრებით სასარგებლო და საინტერესო იქნება მკითხველთა ფართო წრისათვის — საბაკალავრო პროგრამის სტუდენტებიდან დაწყებული — პროფესიონალი ბიზნესმენებით დამთავრებული. კადნიერებაში არ ჩაგვეთვლება, თუ ვიტყვით, რომ ეს მონოგრაფია დაეხმარება მკითხველს ღრმად გაერკვეს ინვესტიციების რთული სამყაროს ლაბირინთებში (რომელსაც აგერ უკვე თითქმის სამი ათეული წელია ჩვენ თვითონ შევისწავლით) და გახდეს განათლებული სპეციალისტი.

მოკლედ წიგნის არქიტექტონიკის შესახებ:

ნაშრომი მოიცავს შესავალს ქართულ და ინგლისურ ენებზე, ცამეტ განყოფილებას, 50 თავს, მოკლე დასკვნებს, კითხვებს და დავალებებს დამოუკიდებელი მუშაობისათვის და რეკომენდებული ლიტერატურის სიას ყოველი განყოფილების ბოლოს; წიგნს დართული აქვს აგრეთვე ტესტები და ამოცანები ჩათვლებისა და გამოცდებისათვის.

წინამდებარე ნაშრომში ჩვენ გვსურდი ვერ ავუარეთ ინვესტიციების თეორიული გენეზისის გადმოცემის კლასიკურ სქემას, რამაც გარკვეული გაჭენა იქონია საკითხების დალაგებისა და გადმოცემის თანმიმდევრობაზე.

საინვესტიციო სფეროში ჩვენი მრავალწლიანი მუშაობის შედეგად შევძელით დაგვემუშავებინა ქართულ ეკონომიკურ მეცნიერებაში ერთ-ერთი ყველაზე საინტერესო და შეუსწავლელი სფერო — ფინანსური ინვესტიციები, ფასიანი ქაღალდები, მათი გამოშვება, მიმოქცევა; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიკური და ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარების აუცილებლობა, უახლოესი მეთოდები, ფუნდამენტური კორპორაციული ფასეულობები, ტექნიკური ანალიზის ამოცანები, ინსტრუმენტებიმინდიკატორები, ფიბონაჩისა და ელიოტის თეორიები, ბაზრის ტექნიკური ანალიზი ტრენდული სახის ტიპიური ფიგურებისა და ფორმაციების მეშვეობით.

განსაკუთრებული ყურადღება დავუთმეთ საინვესტიციო ეფექტიანი პორტფელის შერჩევის ფორმირებისა და საზღვრების განსაზღვრის საკითხებს. დაინტერესებულ მკითხველთა ფართო წრეს და განსაკუთრებით სტუდენტ-ახალგაზრდობას ასევე პირველად ეთავაზობთ საინვესტიციო პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის გაზომვის, მათ შორის დამოკიდებულების, ოპტიმალური პორტფელის შერჩევის მარკოვიცისა და შარპის მოდელებს; ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნისა და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების პრობლემების ამოსავალ დებულებებს — CAPM-ის მოდელის და საარბიტრაჟო თეორიას.

ცალკე განვიხილეთ საინვესტიციო რისკების შეფასება, საპროექტო დაფინანსების რისკები, მათი რეგულირების პროცესი და შემცირების ღონისძიებათა შემუშავება, რისკების იმიტაციური მოდელირება მონტე-კარლოს მეთოდით და ა.შ.

შრომაში ახლებურად, ყოვლისმომცველად შევეცადეთ გადმოგვეცა ინვესტიციები ინტელექტალურ კაპიტალში, მისი მართვის საბაზისო-თეორიული წინაპირობები და პრინციპები; დავამუშავეთ ინტელექტუალური კაპიტალის, ინტელექტუალური პოტენციალის, ინტელექტუალური საკუთრების, მთლიანად ინტელექტუალური აქტივების, ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის საკვანძო პრობლემები; განსაკუთრებული ყურადღება გავამახვილეთ ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმზე.

გარდა ზემოთჩამოთვლილი სიახლეებისა, სახელმძღვანელოში გვერდი ვერ ავუარეთ საინვესტიციო სფეროს ისეთ მნიშვნელოვან საკითხებს, როგორიცაა საინვესტიციო პოლიტიკა, სტრატეგია,

საინვესტიციო მენეჯმენტი და მისი მეთოდური ინსტრუმენტარიები, საინვესტიციო ბიუჯეტირება.

წიგნის მიცულობამ საშუალება არ მოგვცა სიღრმისეულად გაღმოგვეცა უცხოური ინვესტიციები, საინვესტიციო ბანკები, მაგრამ ჩვენი მომავალი კვლევა ამ საკითხებს მოიცავს. ამდენად ეს მომავლის საქმეა.

კურსის მიზანია — საინვესტიციო სფეროს, საინვესტიციო საქმიანობის, ინვესტიციებისა და ინვესტირების თეორიული და პრაქტიკული კვლევა.

კურსის საგანია — ინვესტირების პროცესში საინვესტიციო საქმიანობის მონაწილეთა შორის ჩამოყალიბებული ეკონომიკური ურთიერთობები. იგი, ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის პირობებში, მოიცავს ინვესტორების პროცესში ფინანსური და საკრედიტო მეთოდების ზემოქმედების გაძლიერებას ინვესტიციების ტემპებსა და პროპორციებზე.

შესწავლის ობიექტია — საბაზრო ეკონომიკის პირობებში სახელმწიფოს მაკროეკონომიკური პოლიტიკა ინვესტირების სფეროში; ქვეყანაში ინვესტიციური საქმიანობის ფინანსური და ფულად-საკრედიტო რეგულირების დაგროვილი გამოცდილება.

კურსის ამოცანებია:

- ინვესტიციების და ინვესტიციური საქმიანობის ეკონომიკური შინაარსისა და მნიშვნელობის გახსნა;

  ინვესტიციური პროცესის დამახასიათებელი ძირითადი ცნებების განხილვა; ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფაში ინვესტიციების ადგილი და როლის განხილვა;

  ინვესტიციური საქონლის ბაზრის ფუნქციონირების მეთოდოლოგიური საფუძვლების შესწავლა და მისი კონიუნქტურის პროგნოზირება ტრანზიტიული ეკონომიკის პირობებში;

  სახელმწიფოს ფინანსური და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სამეურნეო სუბიექტების საინვესტიციო აქტივობაზე გავლენის ხარისხის და მისი აქტივიზაციის გზების განსაზღვრა;

  ქვეყნის პრაქტიკაში საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის რაოდენობრივი და ხარისხობრივი გაზომვის მიღებული მეთოდების კრიტიკული შეფასება.

  ეკონომიკის რეალურ სექტორში ინვესტიციების გრძელვადიანი დაფინანსების არსებული მეთოდებისა და წყაროების გაანალიზება და მათი ოპტიმიზაციის გზების განსაზღვრა;

  ფინანსური ინვესტიციების, ფინანსური ბაზრების, ფინანსური ინსტიტუტებისა და ინსტრუმენტების, ინვესტიციის ბაზრის არსის, ძირითადი სახეების, ფუნქციების დასაბუთება და მათი განვითარების თანამედროვე ტენდენციების განხილვა;

  ფასიანი ქაღალდების, მათი ოპერაციებისა და ემისიის წესების, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების, მისი კლასიკური და ფუნდამენტური ანალიზის უახლესი მეთოდების, ფასიანი ქაღალდების ტექნიკური ანალიზის ამოსავალი დებულებების გაცნობა და შესწავლა;

  პორტფელური ინვესტირების თეორიის ძირითადი პოსტულატების, საინვესტიციო პორტფელის კლასიფიკაციის, ფორმირების, პორტფელური რისკების მართვის მეთოდების განსაზღვრა;

  მარკოვიცის, შარპის, CAPM მოდელების ამოსავალი დებულებების შესწავლა;

  ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის საბაზისო თეორიული წინაპირობებისა და პრინციპების, მათი მართვის მეთოდოლოგიისა და მართვის მაჩვენებლების, პარამეტრებისა და აპარატის შემუშავება; მთლიანად საწარმოს ინტელექტუალური კაპიტალის არსის, ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაციის გაცნობა და ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განხორციელების უწყვეტი პროცესის შესწავლა;

  საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების ძირითადი პრინციპების, მისი გააქტიურების, რეგიონალური ასპექტების გაცნობა; საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პრინციპების, თანმიმდევრობის, მიზნებისა და მიმართულებების დასაბუთება და შედეგიანობის შეფასება;

  საინვესტიციო მენეჯმენტის არსის, მიზნის, ამოცანების, ფუნქციებისა და მექანიზმის

არშიტექტონიკაში გარკვეულ; აგრეთვე მისი ინფორმაციული უზრუნველყოფის სისტემის, საინვესტიციო დაგეგმვის, საინვესტიციო მენეჯმენტის მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის ჩამოყალიბება;

უცხოური კაპიტალის მოზიდვისა და გამოყენების ძირითადი პრობლემების, უცხოური ინვესტიციების ფორმებისა და სტრუქტურის ევოლუციის მნიშვნელობის, მათი მოზიდვის სტიმულირების აუცილებლობის დასაბუთება საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;

საინვესტიციო პროცესში საინვესტიციო ბანკების ადგილისა და როლის ფორმულირება და მათი საინვესტიციო აქტივობის გადიდებს საკითხები თანამედროვე პირობებში;

ინვესტიციური ბიუჯეტირების შინაარსის, მისი პარამეტრების გაუმჯობესების, ძირითადი ამოცანების, ბიუჯეტირების რეგლამენტირების, შედგენის პროცედურის, დამუშავების სქემის, შესრულების თანმიმდევრობისა და შეფასების ანალიზი.

მოცემული კურსის შესწავლის **მეთოდოლოგიური საფუძველი** არის ინვესტიციების სფეროში ქართველი და უცხოელი მეცნიერებისა და ეკონომისტების თეორიული და პრაქტიკული შრომები; საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების სახელმწიფო მართვის ორგანოების საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტები საქართველოსა და მსოფლიო განვითარებულ ქვეყნებში.

კურსის მასალების პრაქტიკული გამოყენება.

კურსის საფუძვლიანი და ღრმა შესწავლის საფუძველზე სტუდენტებს ეცოდინებათ:

- რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტიციების თანამედროვე თეორიული გენეზისი; ინვესტიციების, საინვესტიციო პროცესის, საინვესტიციო საქმიანობის საბაზო ცნებები;

  საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის განსაზღვრის, მათი შეფასების სტატიკური, დინამიკური მეთოდები; საინვესტიციო რისკების შემცირებისა და რეგულირების მეთოდები;

  ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულების შეფასება; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ინდიკატორების განსაზღვრა და გამოყენება;

  ინვესტიციის ბაზარზე ძირითადი ოპერაციების დახასიათება, მისი კონიუნქტურის კვლევის პრინციპები, ტექნიკური და ფუნდამენტური ანალიზის უახლოესი ამოსავალი დებულებები და მეთოდები;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი და პროგნოზირება გრაფიკების გამოყენებით; გრაფიკების ტექნიკური ანალიზი, ტრენდული სახის ტიპიური ფიგურებისა და ფორმაციების მეშვეობით;

  პორტფელური ინვესტირების ფორმირების თეორიის ძირითადი პოსტულატები; შარპისა და მარკოუიცის მოდელების გამოყენება ეფექტიანი პროტფელის შერჩევისა და საზღვრების ასაგებად;

  ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნისა და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების მეთოდები და ფაქტორები, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები, CAPM მოდელის შედეგების შეფასება, საარბიტრაჟო თეორია, ფასწრმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი;

  ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის თეორიის მეთოდოლოგიისა და მართვის აპარატის შემუშავება, ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმართულებების შემუშავება;

  საინვესტიციო პოლიტიკისა და სტრატეგიის შემუშავების პრინციპები და თანმიმდევრობა, სტრატეგიული მიზნების ფორმირება, მისი შედეგიანობის შეფასება.

ნაშრომის სტრუქტურა და შინაარსი განსაზღვრულია ეკონომიკის პროფილის უმაღლესი პროფესიული განათლების სახელმწიფო საგანმანათლებლო სტანდარტების მოთხოვნებით, რომელშიც „ინვესტიციების" კურსი სპეციალური დისციპლინების ბლოკშია შეტანილი. წიგნში დეტალურადაა გადმოცემული სტანდარტში მითითებული ყველა თემა. გარდა ამისა, როგორც ეკონომიკაში, ისე განათლებაში მიმდინარე პროცესების გათვალისწინებით საჭიროდ მოვიჩნიეთ ეკონომიკური მეცნი-

ერების საკმაოდ ახალ მიმართულებათა განხილვა. კერძოდ, საუბარია ფინანსურ ინსტრუმენტებზე, საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს ფუნქციონირების, ინტელექტუალური ფასეულობების არსის დასაბუთებაზე, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ახსნის ჰიპოთეზებზე, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზის საკითხებზე და ა.შ.

წიგნში მოყვანილია უამრავი ბიბლიოგრაფიული წყარო, ამასთან, ფორმალურად ისინი ორ ჯგუფადაა დაყოფილი. პირველ ჯგუფს შეადგენს ის წყაროები, რომლებსაც მასალის გადმოცემისთვის მხოლოდ დამხმარე ხასიათი აქვს იმ აზრით, რომ მათზე მითითება ძირითად ტექსტშია მოცემული; მეორე ჯგუფში შევიდა ის წყაროები, რომლებიც საბაზო დამატებით ლიტერატურადაა რეკომენდებული. სწორედ ისინია მოყვანილი ყოველი განყოფილების ბოლოს ცალკე სიის სახით ცხადია, ამგვარად დაყოფა აბსოლუტიზებული არ უნდა იყოს — რეკომენდებული ლიტერატურის მოყვანილი სიები მხოლოდ ჩვენს სუბიექტურ აზრს ასახავს. საჭიროებისა და სურვილის შემთხვევაში მკითხველი ადვილად შეძლებს მისთვის საინტერესო სპეციალური ლიტერატურის დაწვრილებითი ჩამონათვალის შედგენას.

ასევე, ჩვენ კომპლექსურ ნაშრომს „საინვესტიციო საქმე" მთლიანობაში ვუწოდეთ, მაგრამ თითოეული განყოფილება შეეცადეთ წარმოგვედგინა — როგორც დასრულებული სახის ნაშრომი, რომელიც სრულ წარმოდგენას შეუქმნის და ამომწურავ ინფორმაციას მიაწვდის მკითხველს ინვესტიციური საქმიანობის თითოეულ ამ მნიშნელოვან სფეროზე.

ჩვენს ქვეყანაში უკანასკნელ პერიოდამდე ფართოდ გამოიყენებოდა საუკეთესო უცხოური სახელმძღვანელოები, უკეთეს შემთხვევაში მათი თარგმანები. ვფიქრობთ დადგა დრო მოვამზადოთ ხარისხიანი სამამულო სახელმძღვანელოები. **მოსუმენტეს უნივერსიტეტის პედაგოგიურ კორპუსს მოგვეცა ამის რეალური შესაძლებლობა — შეექმნათ საბაკალავრო და სამაგისტრო განათლების თანამედროვე მოთხოვნების შესაბამისი სახელმძღვანელოები.**

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

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

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

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

წინამდებარე ნაშრომი გამოდის თანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტისა და საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ეკონომიკური პროფილის სახელმძღვანელოების სერიით. იგი **მიმართულია საუნივერსიტეტო ეკონომიკური განათლების შინაარსისა და სტრუქტურის განახლებისაკენ; რამეთუ მთლიანად უნივერსიტეტებში და კერძოდ, თ. ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტზე და საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის მართვის დეპარტამენტში დიდი მუშაობა ტარდება განათლების რეფორმის წარმატებით გატარებისა და ბოლონიის ქვეყნებთან მიერთების პროცესის დაჩქარების მიმართულებით.**

ეს პროცესი შეუქცევადია და დიდ ძალისხმევას მოითხოვს თითოეული ჩვენთაგანისაგან. ჩემი, როგორც უმაღლესი სკოლის პედაგოგისა და მეცნიერის მისია, ჩვენი სახელოვანი სტუდენტებისათვის

თანამედროვე სახელმძღვანელოების, სამეცნიერო პუბლიკაციების და დროის შესატყვისი პროგრამების შექმნა-გამოყენებაში დაეინახე. ერთს კიდევ დაეამატებთ: ჩვენს მიერ შემოთავაზებული წიგნი, სხვა ადრე გამოცემული მონოგრაფიების და სახელმძღვანელოების მსგავსად, პრობლემატიკის ყველა დასმულ კითხვაზე პასუხს ვერ გასცემს. ჩვენ სხვაგვარად ვსვამთ საკითხს: ვიმედოვნებთ, სტუდენტებს, მაგისტრებს, ყველა გონიერ მკითხველს მისი გაცნობის შემდეგ დაებადება სერიოზული კითხვები, რომელთა პასუხების მოძებნა მოუწევთ სხვა მონათესავე შრომებსა და მეცნიერულ წყაროებში. მონოგრაფიების, მონოგრაფიული ხასიათის სახელმძღვანელოების, ენციკლოპედიების, ვირტუალური მასალების მუდმივი ძიება, ამ სფეროში ცოდნის შეძენის და უსასრულოდ შეფსების მუდმივ პროცესშიც ვხედავთ ჩვენი, როგორც ავტორის მისიას.

თუ რამდენად მივაღწიეთ ჩვენს მიზანს, ამ წიგნების მომხმარებლებისათვის მოგვინდია. როგორც ყოველთვის, ნაშრომი დაზღვეული არ იქნება ნაკლოვანებებისაგან. ამგვარი პრეტენზია არასოდეს გვქონია და არც გვაქვს. ყველა შენიშვნას, კონსტრუქციულ კრიტიკას, საქმიან წინადადებას, კეთილ სურვილებს დიდი ყურადღებით მოვისმენთ და გაგითვალისწინებთ ჩვენს შემდგომ მუშაობაში. შენიშვნები და წინადადებები შეიძლება გამოგზავნილი იქნეს საქართველოს ტექნიკურ უნივერსიტეტში ან უშუალოდ ავტორთან მისამართზე: lqoqiauri@yahoo.com; 899906011; 871906011; 760595.

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი, საქართველოს ეკონომიკისა და
ნიუ-იორკის მეცნიერებათა აკადემიების ნამდვილი წევრი,
სტუ სრული პროფესორი
ლამარა ქოქიაური

INTRODUCTION

Investment is refusing current usage in exchange for making relatively higher income in the future, which, as it is expected to be, guarantees more net (that is current and future) usage. Investment is a very complicated concept, which is defined ambiguously and practically, it is difficult to place it in the practical domain (of course, we mean rational, well-founded investments and not primitive placement of sources hoping for definite success and making significant profit).

It is received that viability and development of any business or social-economical system depends on the rational investment policy. This policy is expensive and risky. In other words, in the first place, there are no investments without expenses – at the beginning resources must be placed, i.e. spending money, and the expenses shall be reimbursed only if calculations are correct; second – it is impossible to define in advance all the conditions, which will be met by the investor in the future, - there always is zero probability of loosing the investments partially or wholly.

These peculiarities of the investment activity (according to the interpretation no business is able to avoid it) requires placement of resources from every businessman and ordinary people, as well as necessary knowledge of elementary skills. These skills differ with the poor students, who try to think of how to gather money for the computer and car of last model. They differ with the teachers, who wish to gather some money and travel to Canary Isles for recovering the energy spent with the work with students; the skills differ with the beginning businessman, whose ambitions hinter connection of his or her most desired wishes and abilities with strict and merciless reality of the concrete domain; the skills differ with financier-profiteer, who feels himself like a bear in the river full of fish ready to spat.

This list may be lasted till infinity. It might be much easier to name the people of such category, who need not care for the problem of making choice between the river and future usage.

Investment is always changing, conscious moving off the routine flow, the attempt for viewing the future. Investment activity, in some way, is the compulsory act, as each literate businessman, leader or the manager knows well that investment is a necessary rational (of course, from the subjective point of view of the investor) movement, which is always better than immobility and conservation of the status quo. For example, current industrial capacities might satisfy their owner with their characteristics, though only short-sighted (of course from the economical point of view) and less literate will do nothing and will not notice the fact that these capacities grow older and older as physically so morally. On the contrary, the specialist, who plans perspective guidance of his/her business, understands greatly that invariability and immobility makes start to the regress and lowering.

Truly, as L. Carroll remarks, "to remain on the same place, you must run very fast. For being promoted, you must run two times faster". Investment activity speaks of the attempt of the manager (the company) to "run". There will definitely be mistakes in this "run", though it is known, that a sitting person shall never stumble; "doing nothing" (in the concrete case – investment immobility) is no the best variation of behavior, especially in business. It is not accidental that the specialists

always speak of the investment activity, investment domain and investment attractiveness in the context of discussing problems and methods of the development intensification of the whole country, its regions and separate companies.

Investment activities are different by dependence on the level of management at which they discuss its content, aim, methods of realization and expected outcomes. This distinction is in the possibilities of investments, potential mobilized resources, possible distinctions in the degree of responsibility and others. One thing is when we speak of such large regions, which tries to increase its investment attractiveness and another one, when we speak about investment programs of smaller private companies. However, if we take into account the fact that a "manufacture" makes basement to every modern economy, hence it follows that we discuss investment problems in this book exactly in relation with the company.

We may mention the term "manufacture" with every commercial organization. It may be defined as the property complex used for industrial work. Industrial work, in its turn, is called independent activity realized with own risk, which shall make profit out of the usage of the property, sale of products, from fulfillment of work and providing service by the people, who are registered as entrepreneurs in the way ascertained by the Law.

It is evident that basic system-forming element of economy is manufacture (company), as such form of organizing and interaction of resources, main goal of which is creation of the commodity and/ or the services of specific kind. These are the valuables, which finally are used by every member of the society, as the bigger if the "pie" made by the manufacturer, the more will be received by each member of the society notwithstanding how actively he/she participated in the process of production.

No manufacture works independently – they interact with different elements of economical system. Besides, generally, the manufacture itself has a difficult organizational structure and streamlined work of whole economical body and its separate elements is described within the bounds of the theory of systems in the most structural and logical way.

It is exactly manufactures, that have basic suffers the burden in the investment process. Of course, there are some investment projects of international, national or regional importance, provided by the state and municipal organs. In such case it is possible to use criterion and methods of financing other than that in business domain, though there are no principle distinctions. That is why, whole describing principles, content and methods of the investment activities for large industrial subjects, we give essential characteristic of this especially important economical category.

Investment activity is various pursuant to the spheres of using sources, methods of financing and used instruments. Main reason of this is development of the new organizational forms – transnational corporations, financial and industrial groups, financial companies, investment companies and others. Of course, main role is played by the financial markets being in the process of permanent development on which the most dynamic investments are being developed.

Among cycle of monographs and manuals we may distinguish new, important theoretical and methodological innovation of important kind, which would be extremely useful and interesting

to the wide circle of readers – staring with the students of bachelor's program and finished with the professional businessmen. We dare say, that this would help the reader to be elucidated in the labyrinths of the difficult world of investments (which has been being learned by us during last three years) and to become educated specialist.

Briefly about architectonic of the book:

The work consists of 13 sections and 50 chapters.

In the present work we were not able to avoid classical scheme of showing theoretical genesis of investments, which has had influenced the sequence of the issues.

As a result of large work in the investment domain we have been able to process one of the most interesting and unlearnt domain in Georgian economical science – financial investments, securities, their issue and circulation; necessity of conducting classical and fundamental analyses of the security market, the newest methods, fundamental corporative valuables, problems o technical analyses, instruments, indicators, Fibonacci and Eliot's theories, technical analyses of the market with the help of typical figures and formations of trend kind.

Special attention is paid to the issues of formation of effective portfolio of investments and their delimitation. We offer to the wide circle of readers and especially students measurement of profitableness and risk of the investment portfolio for the first time, including Markowitz and Sharp's models of selecting dependent and optimal portfolio; nominal provisions of the problems of pricing of financial resources and evaluation of the investment decision – CAPM model and arbitral theory.

We discussed separately estimation of investment risk, risks of project financing, the process of their regulation and processing of reduction activities, imitative modeling of risks by Monte-Carl's method and so on.

In the work we have tried to show investments in intellectual capital, basic-theoretical preconditions and principles of it management in the new manner and comprehensively; we have processed key problems of intellectual capital, intellectual potential, intellectual assets, intellectual-innovative activities; special attention is paid to the management mechanism of intellectual capital.

Besides abovementioned innovations, we couldn't avoid such important issues of the investment domain, as investment policy, strategy, investment management and its methodological instruments; as well as investment budgeting.

Volume of the book gave us no opportunity for deeper definition of foreign investments and investment banks, though our future research includes these issues; so this is the matter of future.

Main goal of the course is theoretical and practical study of the investment domain, investment activities, investments and investing.

Subject of the course is economical relations formed between the participants of the investment activity in the investment process. For the purpose of economical growth of the state, it concerns

strengthening of influence of financial and credit methods in the investment process upon rates and proportions of investments.

Objects of study are macroeconomic policy of the state in the investment domain in the conditions of market economy; accumulated experience of financial and cash-credit regulation of investment activities in the country.

Objectives of the course are:

opening economical content and meaning of investments and investment activities;

discussing basic concepts characterizing investment process; discussing place and role of investments in provision of economical growth of the country;

study of methodological elements of functioning of the investment commodity market and prediction of its conjuncture under the conditions of transitive economics;

defining quality and the ways of activation of influence upon investment activity of the industrial subjects of financial and cash-credit policy of the state;

critical evaluation of the methods received by quantitative and qualitative measuring of the investment projects in the state practice;

analyzing methodologies and sources of long-term financing of investments in the real sector of economics and defining the ways of their optimization;

statement of the essence, basic kinds and functions of financial investments, financial markets, financial instruments and institutions and investment market and defining modern tendencies of their development;

introduction and study of securities, their operations and emission rules, functioning of security market, the newest methods of its classical and fundamental analysis, as well as key provisions of technical analyses of securities;

defining the methods of management of basic postulates of portfolio investment theory, classification of investment portfolio, its formation and portfolio risks; learning key provisions of Markowitz, Sharp and CAPM;

Processing basic theoretical preconditions and principles of management of intellectual capital; their management methodologies and management data, as well as their parameters and system; introduction of classification of the essence of industrial intellectual capital and intellectual assets; learning continuous process of intellectual-innovative activities of the company;

Introduction of basic principles of forming investment policy, its activation and regional aspects; statement of principles, succession, goals and directions and evaluation of its profitableness;

Clarifying architectonics of the essence, goal, objectives, functions and mechanisms of the investment management; as well as formation of methodological instruments of the system

of infrastructural provision, investment design and investment management;

Argumentation of the attraction of foreign capital and basic problems of their usage, meaning of foreign investment forms and structural evolution, also of the necessity of their attraction under the conditions of market economy;

Formulation of the place and role of investment banks in the investment process and the issues of increasing their investment activity under the present conditions;

Analyzing succession and evaluation of the content of investment budgeting, improvement of its parameters, regulation of basic objects and budgeting, as well as the procedure of composition, processing of scheme and fulfillment.

Methodological basement of learning given course is made by theoretical and practical works of Georgian and foreign scientists and economist; legislative and normative acts of state management institutions of investment in Georgia and developed countries of the world.

Practical usage of the course materials.

On the basis of fundamental and deep study of the course, the students will know:

modern theoretical genesis of real, financial and intellectual investments; basic concepts of investments, investment process and investment activity;

statistic and dynamic methods of defining and evaluating effectiveness of the investment projects;

evaluation of cost of the financial instruments; definition and usage of basic indicators of security market;

characteristic of basic operations at the investment market; principles of its conjuncture; the newest key regulation and methods of technical and fundamental analyses;

analyzing and prediction of security market by using graphs; technical analysis of graphs with the typical figures and formations of trend kind;

basic postulates of the theory of formation of portfolio investments; using Sharp' and Markowitz's models for creation of effective portfolio and limits;

methods and factors of evaluation of investment decisions and pricing of financial resources, stock indexes of the security market, Evaluation of the results of CAPM models, arbitral theory, and arbitral model of pricing;

Processing methodologies and management system of the theory of managing intellectual capital; processing direction developing intellectual-innovative activities;

Principles and sequence of processing investment policy and strategy, formation of strategic goals and evaluation of its profitableness.

Structure and content of the work is defined by the requirements of state educational standard of higher professional education of economical profile, in which course of "investments" is in the block of special disciplines. In the book we give detailed definition of every theme indicated in the standard. Besides, taking into account processes as in economics, so in education, we considered to the be necessary to discuss quite new directions of economical science, privately, we speak of financial instruments, statement of functioning of financial and investment domain and the essence of intellectual valuables, about hypothesis of explaining direct foreign investments, the issues of fundamental and technical analysis of security market and so on.

In the book we represent many bibliographic source; they are formally divided into two groups. To the first group of the sources belong those, which have only auxiliary character for giving materials and indication to them is shown in the text; in the second group there are sources, which are recommended to be basic additional literature. They are given at the end of every section in the way of separate list. Of course, such division shall not be absolute – the given lists of the recommended literature reflect only our subjective point of view. In case of need and wish, the reader will be able to conclude detailed list of special literature interesting to him/her.

And more, we have titled our complex work "Investment Practice" in whole, though we tried to represent each section as a completed work, which will create fluent idea and give to the reader exhaustive information about each of these important domains of the investment practice.

The best foreign manuals, in the best cases – there translations were widely used in our country till the last period. To our mind, it's time to prepare qualified native manuals; **especially now, when pedagogic corps of the University have real possibility it – to create manuals of modern requirements of bachelor's and master's education.**

The same circumstance gave rise to the processing of syllabuses-programs in the mentioned discipline, for letting the student search for the desired materials, their study and further work much easier.

Another case is that, though we have tried to keep widely adopted style of manuals, but we had to give our own point of view about this or that key issues in the book and making proposals.

The logics of building present work and its basic materials are approved by the author in the process of long-term process of teaching investment course in the higher institutions; as well as during conducting practical seminars with the managers of manufactures and investment managers, during collaboration with numbers of companies and firms.

The author hopes for the recommendations given in the book will support the enterprises in raising effectiveness of the investment activities and they will be used in the issue of preparing new generation of investment managers.

Present work is being published in the series of manuals of economical profiles of Tbilisi Iv. Javakhishvili State University and Technical University of Georgia. **It is directed to the growth of the content and structure of the university economical educations; as in the Universities in general and privately at the economics and business faculty of Tbilisi Iv. Javakhishvili State**

University and economics and business management department at Technical University of Georgia a large work is being provided in direction of successful provision of educational reform and the process of joining to Bologna States.

This process is irreversible and requires huge attempts from each of us. I have noticed my mission, as of the teacher of high schools and the scientist in creation and usage of modern manuals, scientific publications and programs corresponding to the time for our honorable students. I'd like to say that the book, offered by us, like others published earlier, will not give answers to every question around the problem. We set the object in the different way: we hope, that after reading the book the students, masters and every clever reader will have serious questions, they will have to find answers in the relative works and scientific sources. We see the mission of us, as authors, in the process of learning and permanent search for monographs, manuals of monographic character, encyclopedias and virtual materials.

Let the readers of this book find out how much we are able to secure our object. As always, the work shall not be secured from defects. We have never had such claim and we don't have it at the moment. We'd be grateful to listen to all kinds of reproves, concrete critics, business proposals, kind wishes and we'll foresee them in our future work. You may send remarks and offers to the e-mails of the Technical University of Georgia or the author's: **lqoqiauri@yahoo.com**;

899 90 60 11; 871 90 60 11; 76 05 95

Lamara Qoqiauri
Doctor of Economics,
Real member of the Academy of Economical Sciences of Georgia
and the Academy of Science of New-York,
Full Professor of Technical University of Georgia

I განყოფილება

ინვესტიციები და საინვესტიციო საქმიანობა საბაზრო ეკონომიკაში

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- ინვესტიციების ეკონომიკური შინაარსის ახსნა;
- ინვესტიციების ამომწურავი ეტიმოლოგიური მნიშვნელობა;
- ინვესტიციების არსის ძირითადი ეკონომიკური მახასიათებლები;
- დანაზოგების და ინვესტიციების ურთიერთკავშირი და ურთიერთ–განპირობებულობა;
- დანაზოგების ადგილი საინვესტიციო პროცესში. ინვესტიციების ზრდისა და მათი დონის განმსაზღვრელი ფაქტორები;
- ინვესტიციების როლი საწარმოს ეფექტიანი ფუნქციონირების უზრუნველყოფაში;
- ინვესტიციური სფეროს ეკონომიკური შინაარსი; ინვესტიციური სფეროს სტრუქტურა; ინვესტიციების სასიცოცხლო ციკლი;
- ინვესტიციური სფეროს მატერიალური ბაზა;
- ინვესტირების განსაზღვრა, ძირითადი მიზნები, ინვესტორთა ტიპები;
- საინვესტიციო პოტენციალისა და საინვესტიციო მიმზიდველობის არსებითი მახასიათებლები;
- საინვესტიციო პროცესის არსი, ძირითადი ეტაპები, ძირითადი მონაწილეები და მათი ფუნქციები;
- ინვესტიციური ობიექტების დაგეგმვა; ინვესტიციური მოდელების განსაზღვრა.
- რა არის მიჩნეული საინვესტიციო საქმიანობად;
- ინვესტიციური სუბიექტებისა და ინვესტიციური ობიექტების არსისა და მათი დამახასიათებელი თავისებურებების შესახებ;
- როგორ ხდება ინვესტიციების და ინვესტორების სისტემატიზაცია ძირითადი საკლასიფიკაციო ნიშნების მიხედვით.

პირველი თავი. ინვესტიციები, როგორც ეკონომიკური კატეგორია

1.1. საფინანსო-საინვესტიციო სფერო — ახალი ეკონომიკურ—ფინანსური კატეგორია

ინვესტიციური პროცესების შესწავლის სისტემური მეთოდები

ეკონომიკა, როგორც კვლევის ობიექტი, უამრავი სხვადასხვა დონისა და სხვადასხვა თვისებრივი ფუნქციონალური სისტემისგან შედგება, ყოველი მათგანი თვითშენარჩუნების, რაოდენობრივი და თვისებრივი განვითარებისთვის ორი სახის რესურსის შემოდინებას საჭიროებს:

- მიმდინარე, მუდმივი და პრაქტიკულად უწყვეტი ხასიათის რესურსები;
- პერიოდული, კაპიტალური, ანუ ინვესტიციური სახის რესურსები.

თუ სისტემის აღწარმოება ხორციელდება მხოლოდ და მხოლოდ რესურსების მიმდინარე ნაკადის ხარჯზე, მაშინ ადგილი აქვს ერთჯერადი სისტემის არსებობას. ამ დროს იგი არ ექვემდებარება განახლებას ცვეთის მიხედვით და გაჭრობა ემუქრება. მანქანებსა და მექანიზმებში ყოველთვისაა ნაწილები, დეტალები, ბლოკები და ა.შ., რომლებიც არ ექვემდებარება აღდგენას გაფუჭების და/ან ცვეთის შემთხვევაში. არის ასევე მანქანები და მექანიზმები, რომლებიც არ ექვემდებარება კაპიტალურ რემონტს. ტექნიკური პროგრესის კანონზომიერებად მიიჩნევა მანქანებისა და მოწყობილობების კაპიტალურ რემონტზე უარის თქმა და მათი შეცვლა (მორალური და ფიზიკური ცვეთის კვალდაკვალ) ტექნიკურად უფრო სრულყოფილი მოდელებით.

თუ სისტემის აღწარმოება ხორციელდება მიმდინარე ნაკადის და მისი გაცვეთილი (ამორტიზირებული) ნაწილების თუ მთლიანად სტრუქტურის პერიოდული კაპიტალური განახლების ხარჯზე, მაშინ სახეზეა გრძელვადიანი ფუნქციონირების სისტემა. მისი არსებობის ხანგრძლივობა დამოკიდებულია რესურსების ინვესტირებაზე აღწარმოებაში (მარტივი, ან გაფართოებული, თავდაპირველ ან თვისებრივად უფრო მაღალ დონეზე).

ინვესტირება პირველხარისხოვანი ფუნდამენტური ხასიათის ეკონომიკური და ფილოსოფიური კატეგორიაა. ინვესტირების ხასიათსა და მასშტაბურობაზეა დამოკიდებული ყველა სისტემის სიცოცხლისუნარიანობის შენარჩუნება დროის დიდ მონაკვეთზე.

ქვეყნის ეკონომიკისთვის ინვესტიციების ადგილსა და როლს განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება. ამიტომ, თუკი ინვესტიციების მასშტაბები და ინტენსიობა ჩამორჩება ძირითადი კაპიტალის ფიზიკურ ცვეთას, სახალხო მეურნეობა აუცილებლად ჩავარდება სრულ ეკონომიკურ კოლაფსში.

ეკონომიკურ მეცნიერებაში ინვესტიციებს ყოველთვის დიდი ყურადღება ეთმობოდა. თუმცა არა ინვესტიციური პროცესებისადმი სისტემური მიდგომის კუთხით (განსაკუთრებით მთლიანად სახალხო მეურნეობასთან მისი ურთიერთდამოკიდებულების ასპექტით). იგი შეისწავლებოდა კაპიტალდაბანდებათა და მშენებლობის ეკონომიკის, როგორც სახალხო მეურნეობის განსაკუთრებული დარგის ეფექტიანობის აქტუალური პრობლემების ჭრილში[1]. მივაგებთ რა მისაგებელს ინვესტიციების ეკონომიკურ და ფინანსურ პრობლემებზე დღემდე არსებულ გამოკვლევებს, აქვე აღვნიშნავთ, რომ ინვესტიციური პროცესის ფინანსურ თეორიაში სისტემური სახით არაა გამოკვლეული და ჩამოყალიბებული საფინანსო-საინვესტიციო სფერო (სსს), როგორც განსაკუთრებული ეკონომიკური (ფინანსური) კატეგორია.

საფინანსო-საინვესტიციო პროცესების სისტემური განზოგადებისათვის გარკვეული მნიშვნელობა ჰქონდა არაერთი ავტორის მიერ მშენებლობის ფინანსების განსაზღვრების შემუშავებას, როგორიცაა: „სამშენებლო პროგრამის დროულად და ხარისხიანად შესრულების მიზნით მთლიანად ინვესტიციური პროცესის ყველა მონაწილის მიერ განხორციელებული ფულადი სახსრების ურთიერთდაკავშირებული სისტემა, რომელიც ობიექტის შექმნას,

[1] **Хачатуров Т.С.** Эфективность капитальных влажений. М.: Финансы и статистика. 1978. გვ. 7-28.

განაწილებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობისა"[1]. ამ მიმართულებითვე იგი ხსნის ფინანსების დანიშნულებას კაპიტალურ მშენებლობაში[2] (თავი „კაპიტალური მშენებლობის ფინანსები" სახელმძღვანელოში).

"სფერო", "სისტემა", "კომპლექსი" – ცნებები

ჩვენი კვლევა დაიწყო **„სისტემის"** ცნების ანალიზით. ნათელია, რომ მთლიანობაში სახალხო მეურნეობა სისტემაა. მაგრამ არანაკლებ ნათელია ისიც, რომ საფინანსო-საინვესტიციო სფერო, აგროსამრეწველო სფერო და ა.შ. ერთდროულად სფეროცაა და სისტემაც. იბადება კითხვა: რა ურთიერთთანაფარდობაა სისტემასა და სფეროს შორის?

ზოგადად, ერთი შეხედვით, ცნება „სფერო" უფრო ტევადი და უნივერსალურია, ვიდრე ცნება „სისტემა", თუმცა, „სფერო" „სისტემის" ცნებასთან შედარებით ნაკლებად განსაზღვრული და მიზანმიმართულია. ბუნების, ან ადამიანის მიერ შექმნილი ყველა სისტემა არსებობს თავისთავად და ვითარდება თანაბარადმოქმედი შინაგანი, თუ გარეგანი ძალების სახით. როგორც ცნობილია, ბუნებრივ თუ ხელოვნულ სისტემებს ადამიანის აქტიურ ზემოქმედებაზე რეაგირების უნარი გააჩნიათ, მათ შეუძლიათ სტრუქტურის შეცვლა; მათში შეიძლება დომინანტის შეყვანა. ასეთი სისტემები შეიძლება გაერთიანდნენ და გადაიქცნენ ახალ ინტეგრირებულ სისტემებად. საფინანსო-საინვესტიციო სფერო, როგორც ერთიანი მთლიანი, წარმოადგენს სახელმწიფოს სამხედრო ძლიერების სისტემისა და შეიარაღებული ძალების მატერიალურ-ტექნიკური უზრუნველყოფის (მრეწველობის დარგებისა და საწარმოების სახით) სისტემის გაერთიანებას. ანალოგიურად, აგროსამრეწველო სფერო სოფლის მეურნეობისა და მისი შესაბამისი სამრეწველო საწარმოებისა და დარგების სისტემების გაერთიანებაა.

ერთიანი სახალხო—სამეურნეო სფეროს ჩამოყალიბება არ შეიძლება შემოიფარგლოს ორი საწყისის (პოლუსის) გაერთიანებით, როგორც, მაგალითად აგროსამრეწველო სფეროში სოფლის მეურნეობისა და მრეწველობისა. მოცემულ შემთხვევაში, ჩვენ ერთდროულად საქმე გვაქვს სახალხო მეურნეობის მრავალ დარგთან. სიმრავლის ვარირება ხდება ამა თუ იმ ქვეყანაში და განსაკუთრებით დიდია იგი აშშ-ში, რომელსაც (როგორც რუსეთში), კანადაში, აქვს შესაძლებლობა განვითარდეს მოწინავე ტექნიკისა და ტექნოლოგიების ბაზაზე მთლიანად საკუთარი რესურსების ხარჯზე. ერთიან სახალხო-სამეურნეო სფეროდ მეურნეობის მრავალი სხვადასხვა დარგის გაერთიანება აუცილებელია, თუ ქვეყანას სურს შეინარჩუნოს სახელმწიფოებრივი სუვერენიტეტი და გამოიყენოს ეროვნული სიმდიდრე საკუთარი ინტერესებისთვის. თუ ქვეყნის ეკონომიკა ურთიერთობს მსოფლიო ბაზართან სახალხო მეურნეობის „მყიფე" კონგლომერატის სახით (ანუ ყოველი საწარმო დამოუკიდებლად, სახელმწიფოებრივი რეგულირებისა და სახელმწიფო მხარდაჭერის გარეშე გადის საგარეო ბაზარზე, ხოლო ნებისმიერი უცხოელი მეწარმე ქვეყანაში სარგებლობს ისეთივე, ხშირად კი უფრო მეტი უფლებებით, როგორც ადგილობრივი მეწარმე), მის ეკონომიკას არ ძალუძს ერთიანი სახალხო-სამეურნეო სფეროს სახით ფუნქციონირება. ეს იქნება მსოფლიო მეურნეობის ცუდად სტრუქტურირებული ტერიტორიული ქვესისტემა. **პირიქით, ქვეყანა, რომელიც სახალხო მეურნეობის სტრუქტურირებას და რეგულირებას ახდენს თავისი ეროვნული და სახელმწიფო ინტერესების შესაბამისად, ხელს უწყობს ამ მეურნეობის ერთიან სახალხო-სამეურნეო სფეროდ ჩამოყალიბებას.**

შევჩერდეთ ახალ ეკონომიკურ და ფინანსურ კატეგორიაზე — საინვესტიციო კომპლექსზე (სკ).

საინვესტიციო კომპლექსის არსი მდგომარეობს შემდეგში:

ა) ფინანსური და რეალური ინვესტიციური პროცესების და ნაკადების ერთიან კომპლექსში ინტეგრაცია;

ბ) დაფინანსებისა და რეალური ინვესტირების ეკონომიკური სუბიექტების ამა თუ იმ სახის

[1] **Бард Р.С.** Финансы строительства - М.: Стройиздат. 1995. გვ. 27.

[2] Финансы предприятий и отраслей народного хозяйства. Под ред. проф. Д.С. Молякова - М.: Финансы и статистика. 1988. გვ. 216.

ურთიერთქმედება და/ან შერწყმა;

ზემოთ შემოთავაზებული განსაზღვრების განვითარება და გაღრმავება მოითხოვს შემდეგი ეკონომიკური (ფინანსური) კატეგორიების არსის განმარტებას:

— ფინანსების (გადასაწყვეტია, შედის თუ არა ფინანსების ცნებაში კრედიტი, თუ იგი წარმოადგენს ფინანსებთან დონიო გათანაბრებულ სისტემას);

— ინვესტირების რეალურ, საპორტფელო და ინტელექტუალურ ინვესტირებას შორის სხვაობის წარმოჩენით.

ფინანსებისა და კრედიტის ეკონომიკური არსი განხილულია შემდეგ პარაგრაფში.

1.2. ფინანსების, კრედიტის, ინვესტიციების არსი. მათი ურთიერთკავშირი და ურთიერთგანპირობებულობა

კიდევ ერთხელ ფინანსების არსის შესახებ. მოკლე ისტორიული ექსკურსი

მეცნიერული შრომები ფინანსებისა და კრედიტის თეორიაში, კვლევის ობიექტის სპეციფიკიდან გამომდინარე, მრავალმხრივობით და მრავალდონიანობით ხასიათდებიან.

ფართოდაა გავრცელებული ფინანსების, როგორც ფულადი სახსრების წარმოქმნის, განაწილებისა და გამოყენების პროცესში წარმოქმნილ ეკონომიკურ ურთიერთობათა ერთობლიობის განსაზღვრა. ასე, მაგალითად, „ფინანსების ზოგად თეორიაში" მოცემულია ფინანსების ორი განმარტება:

1) „...ფინანსები ასახავენ ეკონომიკურ ურთიერთობებს ფულადი სახსრების ფონდების წარმოქმნას, განაწილებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებით ეროვნული შემოსავლის განაწილებისა და გადანაწილების პროცესში"[1] ეს განმარტება მოცემულია კაპიტალიზმის პირობებთან მიმართებაში, როცა ფულად—სასაქონლო ურთიერთობები იძენს ყოველისმომცველ ხასიათს;

2) „ფინანსები წარმოადგენს ცენტრალიზებული და დეცენტრალიზებული ფულადი სახსრების ფორმირებას, განაწილებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებულ ეკონომიკურ ურთიერთობებს, რომლებიც ემსახურება სახელმწიფოს ფუნქციებისა და ამოცანების შესრულებასა და გაფართოებული კელავწარმოების პირობების უზრუნველყოფას"[2]. ეს განმარტება მოტანილია მისი მოქმედების გარემოს ჩვენების გარეშე. ნაწილობრივ ვიზიარებთ ფინანსების ამგვარ ახსნას და მიზანშეწონილად ვთვლით გარკვეულ დაზუსტებების შეტანას.

ჯერ ერთი, ფინანსები სცილდება ეროვნული შემოსავლის განაწილებისა და გადანაწილების მომსახურების ფარგლებს, თუმცა, იგი ფინანსების მთავარი საფუძველია. ასევე, ფინანსების სფეროში შემავალი საამორტიზაციო ფონდის წარმოქმნა და გამოყენება განეკუთვნება არა ეროვნული შემოსავლის (წლის განმავლობაში ახლადშექმნილი ღირებულების) განაწილებასა და გადანაწილება, არამედ უკვე განაწილებული ღირებულების განაწილებას.

ეს უკანასკნელი თავდაპირველად გვევლინება როგორც ძირითადი საწარმოო ფონდების ღირებულების ნაწილი, შემდგომ კი გადაიტანება მზა პროდუქციის თვითღირებულებაზე (ე.ი. ღირებულებაზეც) და მისი რეალიზაციის შემდეგ დაერიცხება საამორტიზაციო ფონდი. მისი წყარო წინასწარაა გათვალისწინებული ამორტიზაციის სახით მზა პროდუქციის თვითღირებულების შემადგენლობაში.

მეორე, ფინანსების მიზანი არსებითად უფრო ფართოა, ვიდრე „სახელმწიფოს ფუნქციებისა

[1] Общая теория финансов. Под ред. **Л.А. Дробозиной.** - М.: Банки и биржи. ЮНИТИ. 1995. გვ. 5.

[2] იქვე, გვ. 8

და ამოცანების შესრულება და გაფართოებული კვლავწარმოების პირობების უზრუნველყოფა". ფინანსები არსებობს სახელმწიფო დონეზე და საწარმოებისა და დარგების დონეზეც, თანაც ისეთ პირობებში, როცა საწარმოთა უმრავლესობა არასახელმწიფოა. მართალია, არასახელმწიფო, კერძო საწარმოებს მიესადაგება მიზანდასახულობის ისეთი ფორმულირება, როგორიცაა: „გაფართოებული კვლავწარმოების პირობების უზრუნველყოფა". გაფართოებული კვლავწარმოება ხორციელდება მთლიანად სახელმწიფოს მასშტაბით და სახალხო—სამეურნეო საწარმოების, კორპორაციების, დარგების დონეზე, მაგრამ, ამასთან, ფინანსები უზრუნველყოფენ არა მხოლოდ გაფართოებულ, არამედ მარტივ კვლავწარმოებას.

„ფინანსების ზოგად თეორიაში" მოტანილი განმარტება ტრადიციული გახდა. ასე, მაგალითად, სახელმძღვანელოში „ფინანსები და კრედიტი"[1] მოცემულია შემდეგი განმარტება: „სოციალისტური საზოგადოების **ფინანსები შეიძლება განმარტებულ იქნეს, როგორც ფულად ურთიერთობათა სისტემა, რომელთა მეშვეობით გეგმაზომიერად წარმოიქმნება სახელმწიფოს, სოციალისტური საწარმოებისა და სამეურნეო ორგანიზაციების ფულადი სახსრების ფონდები, რაც მიმართულია საზოგადოებრივი წარმოების ზრდის, ხალხის მატერიალური და კულტურული დონის ამაღლების უზრუნველყოფისა და სხვა ზოგადსახელმწიფოებრივ მოთხოვნების დაკმაყოფილებისაკენ**". ზედსართავი სახელის „სოციალისტური" ამოღებით, მოცემული განმარტება საყოველთაო გახდება თანამედროვე პირობებშიც.

სახელმძღვანელოში „სსრკ ფინანსები" მოცემულია ამგვარი ახსნა: „მაშასადამე, სოციალისტური **სახელმწიფოს ფინანსები—ეს არის ეკონომიკურ ურთიერთობათა ერთობლიობა, რომელთა მეშვეობითაც ხორციელდება საზოგადოებრივი პროდუქტის და ეროვნული შემოსავლის გეგმაზომიერი განაწილება გაფართოებული კვლავწარმოებისა და სხვა საზოგადოებრივი მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების მიზნებისათვის ფულადი სახსრების ფონდების შექმნისა და გამოყენების გზით**"[2] ამ განმარტებაშიც, ასევე, აქცენტი გაკეთებულია ფულადი სახსრების ფონდების შექმნასა და გამოყენებაზე. მაგრამ, ამასთანავე, ხაზგასმულია ამ პროცესის ობიექტური საფუძველი „საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ეროვნული შემოსავლის განაწილების" სახით. ამგვარი პოზიცია არსისა და მოვლენის დონეზე ეკონომიკური რეალობის კვლევისადმი პრინციპული მიდგომის გამოხატულებაა.

განსაკუთრებულ ყურადღებას იმსახურებს პროფ. დ.ს. მოლიაკოვის პოზიცია: ფინანსები, მეურნეობრიობის ყველა დონეზე, პირველ რიგში კი **საწარმოთა ფინანსები, ობიექტურად უზრუნველყოფენ კვლავწარმოების პროცესის ყველა სფეროს წარმოების, მოხმარებისა და გაცვლის ჩათვლით და არ შემოიფარგლებიან მხოლოდ განაწილებით.** წინააღმდეგ შემთხვევაში, მეურნეობრიობის პრაქტიკაში, ფინანსების მხოლოდ განაწილების სახით წარმოდგენა „უარყოფითად იმოქმედებს იმ ფინანსური ბერკეტებისა და სტიმულების ზემოქმედების ეფექტიანობაზე, რომელთა გამოყენება დღეისათვის უმთავრესად მიმართულია განაწილების სტადიაზე და არ ეხება უმნიშვნელოვანეს სტადიებს – წარმოებასა და მოხმარებას, რომელთაც გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს ქვეყნის ეკონომიკის ჩამოყალიბებაში." ჩვენი ეკონომიკის უმნიშვნელოვანესი პრობლემები – წარმოების ნელი ტემპის დაძლევა, მასალატევადობის შემცირება, შრომის ნაყოფიერების ზრდა, პროდუქციის თვითღირებულების კლება – ვერ გადაწყდება წარმატებით საწარმოთა ფინანსების ფართო გამოყენების გარეშე[3].

დ.ს. მოლიაკოვი საწარმოთა ფინანსებს განიხილავს, „როგორც ერთობლივი საზოგადოებრივი პროდუქტის, ეროვნული შემოსავლის, ეროვნული სიმდიდრის წარმოების, განაწილებისა და გამოყენების პროცესში წარმოქმნილ ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობას, რომელიც დაკავშირებულია მთლიანი შემოსავლის, ფულადი დანაზოგებისა და ფინანსური რესურსების

[1] Финансы и кредит. Учебное пособие. Под ред. **Плотникова К.Н.** М: ВПШ и АОН. 1962. გვ.15.

[2] Финансы СССР. Учебник. Под ред. **Злобина И.Д.** М: Финансы. 1971. გვ. 17.

[3] **Моляков Д.С.** Финансы предприятий отраслей народного хозяйства. М: Финансы и статистика. 1999. გვ. 11.

წარმოქმნას, განაწილებასა და გამოყენებასთან". აღნიშნული კატეგორიის არისის განმსაზღვრელი ეს ურთიერთობები განსაშუალობულია ფულად ფორმაში[1]. აღნიშნული განმარტება, ჩვენი აზრით, უფრო დასაბუთებული და ყოველისმომცველია.

რამდენადმე განსხვაებული პოზიცია აქვს ამ საკითხთან დაკავშირებით ვ.მ. როდიონოვას: „ფინანსური რესურსების რეალური ფორმირება იწყება მხოლოდ განაწილების სტადიაში, როცა ღირებულება რეალიზებულია და ამონაგების შემადგენლობაში გამოიყოფა რეალიზებული ღირებულების კონკრეტული ეკონომიკური ფორმები"[2]. ვ.მ. როდიონოვა აქცენტს აკეთებს ფინანსებზე, როგორც გამანაწილებელ ურთიერთობებზე, მაშინ როცა დ.ს. მოლიაკოვი ხაზს უსვამს ფინანსების საწარმოო საფუძველს. თუმცა ორივენი სრულიად დასაბუთებულად განიხილავენ ფინანსებს, როგორც ფულადი სახსრების ფონდების შექმნის, განაწილებისა და გამოყენების სისტემას, რაც გამომდინარეობს ფინანსების შემდეგი განმარტებიდან: „ფინანსები ფულადი ურთიერთობებია, **რომლებიც წარმოიქმნება მთლიანი საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ეროვნული სიმდიდრის ნაწილის ღირებულების განაწილებისა და გადანაწილების პროცესში და დაკავშირებულია მეურნეობრიობის სუბიექტ-ბსა და სახელმწიფოში ფულადი შემოსავლებისა და დანაზოგის ფორმირებასა და მათ გამოყენებასთან გაფართოებულ კვლავწარმოებაში, მომუშავეთა მატერიალურ სტიმულირებაში, საზოგადოების სოციალური და სხვა მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად**"[3].

პოლიტეკონომისტების შეხედულება ფინანსების შესახებ

პოლიტეკონომიის სახელმძღვანელოებში მოცემულია ფინანსების შემდეგი განმარტება:

„სოციალისტური სახელმწიფოს ფინანსები წარმოადგენს ეკონომიკურ (ფულად) ურთიერთობებს, რომელთა მეშვეობით შემოსავლებისა და დანაზოგის გეგმური განაწილების გზით წარმოიქმნება სახელმწიფოსა და სოციალისტური საწარმოების ფულადი სახსრების ფონდები, საზოგადოებრივი წარმოების ზრდის უზრუნველსაყოფად, ხალხის მატერიალური და კულტურული დონის ასამაღლებლად და სხვა საერთო სახელმწიფოებრივი მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად"[4].

„სოციალისტური გაფართოებული კვლავწარმოების უზრუნველყოფისათვის აუცილებელი ფულადი რესურსების ფონდების შექმნისა და გამოყენების სისტემა წარმოადგენს სწორედ სოციალისტურ საზოგადოების ფინანსებს. ხოლო ფულადი ფონდების მოძრაობასთან დაკავშირებით სახელმწიფოს, საწარმოებსა და ორგანიზაციებს, დარგებს, რეგიონებსა და ცალკეულ მოქალაქეებს შორის წარმოშობილი ეკონომიკურ ურთიერთობათა ერთობლიობა ქმნის **ფინანსურ ურთიერთობებს**"[5].

როგორც ვნახეთ, ფინანსისტთა და პოლიტეკონომისტთა მიერ ფინანსების განმარტება პრინციპულად არ განსხვავდება ერთმანეთისგან.

ყველა განხილულ პოზიციაში აღგილი აქვს:

1) ფინანსების განმარტებაში არსისა და **მოვლენის** გამოკვეთას;

2) მოვლენის დონეზე ფინანსების, როგორც ფულადი სახსრების ფონდების შექმნისა და გამოყენების სისტემის განსაზღვრას;

3) არსის დონეზე ფინანსების, როგორც საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ეროვნული შემოსავლის ღირებულების განაწილების, ამ განაწილების გეგმაზომიერი ხასიათის, მეურნეობრიობის მიზნების და ეკონომიკური ურთიერთობების არსის განსაზღვრას, რომელთა მომსახურებისთვისაც გამოიყენება იგი.

თუკი ფინანსების ამგვარ განსაზღვრას მოვაცილებთ თავსართს-სოციალისტურს, შეიძლება განვაცხადოთ, რომ არცთუ შორეულ წარსულში მოცემული ფინანსების განმარტება ინარჩუნებს

---

[1] Моляков Д.С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства. М: Финансы и статистика. 1999. გვ. 11.

[2] Финансы. Под ред. проф. В.М. Родионовой. М: Финансы и статистика. 1995.გვ. 11.

[3] იქვე, გვ. 11.

[4] Политическая экономия. Учебное пособие. Под ред. Ларионова К.А. и Кашугина П.А. М: Мысль. 1975. გვ. 157.

[5] Политическая экономия. Учебное пособие. Под ред. Медведева В.А. М: Полиздат. 1989. გვ. 576.

აქტუალობას. ფინანსების ასეთი ტრადიციული განმარტების მაგალითები ზედსართაე „სოციალისტურის" გარეშე, საკმაოდ მრავლადაა თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში. შეიძლება მოვიყვანოთ ასეთი განმარტება: **„ფინანსები წარმოადგენენ წარმოებისა და მოხმარების ფულად რესურსებს, ასევე შექმნილი ეკონომიკური პროდუქტის და ეროვნული სიმდიდრის ღირებულების განაწილების პროცესში წარმოქმნილ ფულად ურთიერთობებს, მეურნე სუბიექტებისა და სახელმწიფოს მიერ ფულადი შემოსავლებისა და დანაზოგის ფორმირებისა და კვლავწარმოების, მომუშავეთა დაჯილდოებისა და საზოგადოებრივ მოთხოვნილებათა დაკმაყოფილებისათვის"**[1]. ამ განმარტებაში, დ.ს.მოლიაკოვისა და ვ.მ.როდიონოვას განსაზღვრებების მსგავსად, ტრადიციული განმარტებების მემკვიდრეობითობის კვალდაკვალ ადგილი აქვს ფინანსების ფუნდამენტის გაფართოებას. ისინი მოიცავენ „შექმნილი ეკონომიკური პროდუქტის ღირებულების განაწილებასა და გადანაწილებას, აგრეთვე ეროვნული სიმდიდრის ღირებულების ნაწილის განაწილებას". ეს უკანასკნელი მეტად აქტუალურია პრივატიზაციისა და კერძო საკუთრებაზე გადასვლის პროცესებთან დაკავშირებით და პერიოდულად გამოიყენება პრაქტიკაში სხვადასხვა ქვეყნებში, მაგალითად, დიდ ბრიტანეთსა და საფრანგეთში.

„ფინანსები — არის ფულადი სახსრები, ფინანსური რესურსები, მათი შექმნა და მოძრაობა, განაწილება და გადანაწილება, გამოყენება, ასევე ეკონომიკური ურთიერთობებიც, რომლებიც განპირობებულია ურთიერთანგარიშსწორებით სამეურნეო სუბიექტებს შორის, ფულადი სახსრების მოძრაობით, ფულის მიმოქცევითა და გამოყენებით[2].

„ფინანსები არის ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემა, რომელიც დაკავშირებულია ფინანსური რესურსების მიზანდასახულ წარმოქმნასთან, განაწილებასა და გამოყენებასთან"[3].

ახლებურადაა განსაზღვრული ფინანსები ზ. ბოდის და რ. მერტონის საბაზო სახელმძღვანელოში. **„ფინანსები (finance) — ეს მეცნიერებაა იმის შესახებ, დროის განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში ხალხი როგორ მართავს დეფიციტური ფულადი რესურსების გახარჯვას და შემოსულობებს. ფინანსური გადაწყვეტილებები ხასიათდება იმით, რომ ხარჯები და შემოსავლები 1) განცალკევებულია დროში, 2) როგორც წესი, არ შეიძლება მათი წინასწარ გათვალისწინება არც მათ მიერ, ვინც გადაწყვეტილებას იღებს, და არც ნებისმიერი სხვა პირის მიერ"**[4]. **„ფინანსური თეორია შედგება რიგი კონცეფციებისაგან, ...რომელიც სისტემატიზირებულად შეისწავლის ფულადი რესურსების განაწილების საკითხებს დროის ფაქტორის გათვალისწინებით; იგი მოიცავს აგრეთვე რაოდენობრივ მოდელებს, რომელთა საშუალებითაც ყველა ფინანსური გადაწყვეტილების ალტერნატიული ვარიანტის შეფასება, პრაქტიკაში გამოყენება და განხორციელება ხდება"**[5].

ეს ძირითადი კონცეფციები და რაოდენობრივი მოდელები ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების ყველა დონეზე გამოიყენება, მაგრამ ფინანსების ამ უკანასკნელ განმარტებაშიც ფინანსური თეორიის საფუძველია შემდეგი ცნობილი დოქტრინა: ფინანსების მთავარი ფუნქცია მდგომარეობს ხალხის მოთხოვნილებების დაკმაყოფილებაში; ნებისმიერი სახის ეკონომიკური საქმიანობის სუბიექტები (როგორც ფირმები, ისე ყველა დონის სახელმწიფო ორგანოები) მოწოდებულია შეასრულოს ეს ძირითადი ფუნქცია.

ჩვენი მონოგრაფიის მიზნებისათვის მნიშვნელოვანია ფინანსების, კრედიტის და ინვესტიციების

[1] Курс экономики. Под ред. **Б.А. Райзберга.** М.: ИНФРА-М. 1977. გვ. 393.

[2] ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი. ფტ. კოლექტიური საქ. მეცნ. აკადემიის წ/კორ-ის **ა. სილაგაძის** საერთო რედაქციით. თბ.: „ინოვაცია", 2005. გვ. 686.

[3] ეკონომიკური თეორია. სახელმძღვანელო. **გ. ადეიშვილის და რ. ასათიანის** რედაქციით. თბ.: ფირმა „სიახლე". 1998. გვ. 395.

[4] **Bodi Zvi, Merton Robert.** Finance. PRNTICE HALL. Person Edication Company, 2000. გვ. 38.

[5] იქვე.

ცნობილი განმარტებების შედარება, რათა გადაეწყვიტოთ რამდენად და როგორ შეიძლება ფინანსების, ინვესტიციების და კრედიტის ინტეგრირება ერთიან მთლიან ნაწილად და რა სახით.

კრედიტი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია

ზოგიერთი მკვლევარი მიიჩნევს, რომ კრედიტი შედის ფინანსების შემადგენლობაში, თუ მას განვიხილავთ არსისა და კატეგორიის პოზიციიდან[1]. სხვა, უფრო მრავალრიცხოვანი ჯგუფი ამტკიცებს, რომ კრედიტის ეკონომიკური კატეგორია არსებობს ფინანსების ეკონომიკური კატეგორიის პარალელურად, რითაც ხაზს უსვამს ფინანსების შემადგენლობაში კრედიტის განხილვის შეუძლებლობას[2].

ნ.კ. კუჩუკოვა, ხაზს უსვამს კრედიტის კატეგორიის დამოუკიდებლობას და აღნიშნავს, რომ მხოლოდ მისთვისაა „დამახასიათებელი ღირებულების შებრუნებული მოძრაობა, რაც არაა დაკავშირებული სასესხო საშუალებების გაცემისას საკუთრების უფლების გადაცემასთან".[3]

ნ.დ. ბარკოვსკიმ აღნიშნა, რომ ფულის ფუნქციონირებამ შექმნა ეკონომიკური ბაზა ფინანსებისა და კრედიტის დამოუკიდებელ კატეგორიად გამოსაყოფად და წარმოშვა საკრედიტო და საფინანსო ურთიერთობანი.[4] საფინანსო მეცნიერების გნოსეოლოგიური ფესვები მან დაინახა ფულსა და კრედიტში, იმდენად, რამდენადაც მეცნიერებას ფინანსების შესახებ საქმე აქვს იმგვარი ეკონომიკური ურთიერთობების კვლევასთან, რომლებიც ეყრდნობიან ფულის მიმოქცევას და კრედიტს.

განვიხილოთ კრედიტის ყველაზე გაურცელებული განმარტებები. თანამედროვე პუბლიკაციებში კრედიტს უფრო მეტად „გაუმართლა", ვიდრე ფინანსებს. ასე, მაგალითად, საფინანსო-ეკონომიკურ ლექსიკონში მოცემულია კრედიტის შემდეგი განმარტება: „კრედიტი არის ფულადი ან სასაქონლო ფორმის სესხი დაბრუნებითობის პირობებით, ჩვეულებრივ, პროცენტის გადახდით. კრედიტი წარმოადგენს სასესხო კაპიტალის მოძრაობის ფორმას და გამოხატავს ეკონომიკურ ურთიერთობებს კრედიტორსა და მსესხებელს შორის".[6]

ეს გახლავთ კრედიტის ტრადიციულ განმარტება. უფრო ადრინდელ ეკონომიკურ ლექსიკონში კი ვკითხულობთ:„კრედიტი ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემაა, რომელიც წარმოიქმნება დროებით სარგებლობაში ფულადი ან მატერიალური საშუალებების გადაცემისას, როგორც წესი, დაბრუნებითობის პირობებით, პროცენტის გადახდით".[7]

ვ.ა. მედვედევის რედაქციით გამოცემულ პოლიტეკონომიის სახელმძღვანელოში მოცემულია შემდეგი განმარტება: „კრედიტი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია, გამოხატავს საზოგადოებას, შრომით კოლექტივებსა და მომუშავეთა შორის ჩამოყალიბებულ ურთიერთობებს სასესხო ფონდის ფორმირებისა და გამოყენებისას, ანუ დაგროვებისა და დროებით სარგებლობაში სახსრების გადაცემისას ვადიანობის, პროცენტის გადახდის და დაბრუნებითობის პირობით."[8]

პოლიტეკონომიის უფრო ადრინდელ სასწავლო-მეთოდურ სახელმძღვანელოში კრედიტი ამგვარადაა განმარტებული: „კრედიტი ფულად ურთიერთობათა სისტემაა, რომელიც წარმოიქმნება დაბრუნებადობის პირობით სახელმწიფო ბიუჯეტის, გაერთიანებების, საწარმოების, ორგანიზაციებისა

---

[1] **Аллахвердян Д.А.** Финансы в социалистическом воспроизводстве. М.: Финансы. 1971. გვ. 158. **Вознесенский Э.Л.** Методологические аспекты анализа сущности финансов. М.: Финансы. 1974. გვ. 127.

[2] **Лаврушин О.И.** Кредит как стоимостная категория социалистического воспроизводства. М.: Финансы и статистика. 1989. გვ. 175. **Авдиянин Ю.И.** Кредит и его законы. «Деньги и кредит». 1982 №2. გვ. 17-23. **Пессель М.А.** Финансого-кредитный механизм интенсификации общественного производства.М.: финансы. 1977. **Шенгер Ю.У.** Очерки о кредите. М.: Госфиниздат. 1961.

[3] **Кучукова Н.К.** Финансы, кредит и банки. Алма-Ата. "Гылым". 1992. გვ. 37.

[4] **Барковский Н.Д.** О сущности кредита. «Деньги и кредит». 1976 №9. გვ. 12.

[5] **Барковский Н.Д.** Проблемы кредита и денежного оборота в условиях развитого социализма. М.: Финансы. 1976. გვ. 28.

[6] Финансово – экономический словарь. Под ред. **М.Г. Назарова.** М.: Финстатинформ. 1985.. გვ. 107.

[7] Краткий экономический словарь. Под ред. **Ю.И. Белика и др.** М.: Политиздат. 1987. გვ. 135.

[8] Политическая экономия. Учебник. М: Полиздат. 1989. გვ. 588.

და მოსახლეობის დროებით თავისუფალი ფულადი საშუალებების მობილიზაციისა და გამოყენების პროცესში, კრედიტი ატარებს მიზნობრივ ხასიათს. იგი გამოიყენება სახელმწიფოს მიერ გაფართოებული კლასწარმოებისა და მეურნეობის სხვა საჭიროებების უზრუნველსაყოფად. კრედიტი ფინანსებისგან იმით განსხვავდება, რომ მას აქვს დაბრუნებითი ხასიათი, მაშინ როცა სახელმწიფო ბიუჯეტიდან საწარმოთა და ორგანიზაციათა დაფინანსება ხორციელდება ამ პირობის გარეშე".[1]

„ეკონომიკის კურსში" მოცემულია ამგვარი განმარტება: **„კრედიტი არის ეკონომიკური კატეგორია, რომელიც გამოხატავს ურთიერთობებს, როცა ცალკეული სამეურნეო ორგანიზაციები ან პირები დროებით სარგებლობაში გადასცემენ ერთმანეთს ფულად საშუალებებს დაბრუნებითობის პირობებით. კრედიტის წარმოშობა განპირობებულია ეკონომიკური და ფულადი ურთიერთობების სრულყოფის ისტორიული პროცესით, რომლის ერთ-ერთ ფორმასაც წარმოადგენს ფულადი ურთიერთობები".**[2]

კრედიტის მცირეოდენ განსხვავებულ განმარტებას გვაძლევენ შემდეგი მეცნიერები:

„კრედიტი — არის სესხი ფულადი ან საქონლური ფორმით, რომელსაც კრედიტორი სარგებლობისთვის აძლევს მსესხებელს დაბრუნებისა და მსესხებლის მიერ სარგებლის გადახდის პირობით".[3]

კრედიტი არის დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების ან საქონლის გაცემა ვალად განსაზღვრული ვადით ფიქსირებული პროცენტის საფასურად. ამრიგად, კრედიტი არის სესხი ფულადი, ან საქონლური ფორმით. ამ სესხის მოძრაობის პროცესში მყარდება გარკვეული ეკონომიკური ურთიერთობა კრედიტორსა (სესხს გასცემს იურიდიული, ან ფიზიკური პირი, რომელიც ვალად იძლევა რაიმე თანხას) და მოვალეს შორის.

ამრიგად, შეეაჯამოთ რა ზემოთ მოტანილი კრედიტის ყველა განმარტება, ჩვენი აზრით კრედიტი არის ფულადი კაპიტალის ან საქონლის გაცემა ვალად, განსაზღვრული ვადით და მატერიალური უზრუნველყოფით ფიქსირებული სარგებლის (პროცენტის) საფასურად. იგი გამოხატავს კაპიტალის წარმოების პროცესის მონაწილეთა შორის განსაზღვრულ ეკონომიკურ ურთიერთობებს. საკრედიტო ურთიერთობათა აუცილებლობა განაპირობა, ერთი მხრივ, დროებით თავისუფალი სახსრების სოლიდური ოდენობით თავმოყრამ, მეორე მხრივ, მათზე მოთხოვნილების არსებობამ.

მაგრამ ამაღე დროს ყოველთვის ერთმანეთისგან უნდა განვასხვავოთ ორი მსგავსი ცნება: სესხი და კრედიტი. სესხს ის ახასიათებს, რომ:

- აქ საუბარი შეიძლება ეხებოდეს ერთი მხარის (გამსესხებლის) მიერ მეორისათვის (მსესხებლისთვის) როგორც ფულის, ისე ნივთების გადაცემას: ა) მხესხებლის საკუთრებაში, ოღონდ, ამავე დროს ბ)იმავე თანხის ან იმავე რაოდენობისა და ხარისხის ნივთების დაბრუნების პირობით:
- ფულის სესხება შეიძლება უპროცენტოც იყოს;
- მასში ნებისმიერ პირს შეუძლია მონაწილეობა.

სესხისგან განსხვავებით, კრედიტი, რომელიც ერთგვარად სესხის კერძო შემთხვევაა, იმას გულისხმობს, რომ:

- ერთი მხარე (კრედიტორი) მეორეს (მსესხებელს) აძლევს მხოლოდ ფულს, თანაც — დროებით სარგებლობაში;
- იგი არ შეიძლება იყოს უპროცენტო (თუკი ხელშეკრულება სხვა რამეს არ ითვალისწინებს);
- მასში კრედიტორია არა ნებისმიერი პირი, არამედ მხოლოდ საკრედიტო ორგანიზაცია (უპირველეს ყოვლისა, ბანკები).

---

[1] Политическая экономия. Учебно-методическое пособие. М: Мысль. 1985. გვ. 372-373.

[2] Курс экономики. Учебник. Под ред. **Б.А. Райзберга** М.: ИНФРА-М. 1997. გვ. 288.

[3] ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი. ჟტ. კოლექტიუი საქ. მეცნ. აკადემიის წ/კორ-ის ა. სილაგაძის საერთო რედაქციით. თბ.: „ინოვაცია". 2005. გვ. 350.

[4] ეკონომიკური თეორია. სახელმძღვანელო. **გ. ადეიშვილის და რ. ასათიანის** რედაქციით. თბ.: ფირმა „სიახლე". 1998. გვ.443.

ამგვარად, კრედიტი საბანკო კრედიტია. ჩვენი აზრით „კრედიტისა“ და „სესხის“ სინონიმებად ხმარება რეკომენდირებული არაა.

საბანკო დაკრედიტება ბანკსა (როგორც კრედიტორს) და მის მსესხებელს შორის ურთიერთობათა ერთობლიობაა, რომლებიც ეხება:

ა) ფულის გარკვეული თანხის მიცემას მსესხებლისთვის გარკვეული მიზნით (თუმცა, გვხვდება ე.წ. თავისუფალი კრედიტებიც, როდესაც დაკრედიტების მიზანი ან ობიექტი ხელშეკრულებაში მითითებული არაა);

ბ) მის თავისდროულად დაბრუნებას;

გ) მსესხებლისგან საზღაურის მიღებას მის განკარგულებაში არსებული სახსრების გამოყენებისთვის. საკრედიტო ურთიერთობის არსებითი საფუძველი და მისი აუცილებელი ელემენტია მხარეებს შორის ნდობის არსებობა (ლათინური ცრედო, საიდანაც სიტყვა „კრედიტი“ წარმოიშვა, ნიშნავს „მჯერა“).

ფინანსებისა და კრედიტის ინტეგრირება ერთიან მთლიან ნაწილად

ფულადი ფორმების მოძრაობის პოზიციიდან (აბსტრაქციაში მათ მიერ გამოხატული ეკონომიკური ურთიერთობებისა და საზოგადოების საბიუჯეტო და საბანკო სისტემების ფორმირების ისტორიულ პროცესიდან) ფინანსებისა და კრედიტის სხვადასხვა განმარტების შედარებიდან თავისთავად გამომდინარეობს პარადოქსული დასკვნა: **კრედიტი არის ფინანსების კერძო შემთხვევა.** მართლაც ფულადი ფორმების მოძრაობის პოზიციიდან ფინანსები ფულადი საშუალებების ფონდების წარმოქმნისა და გამოყენების პროცესია. ხშირად, ამგვარი მოძრაობა ხორციელდება დაუბრუნებლად, მაგრამ ზოგჯერ, შესაძლებელია ბიუჯეტიდან სესხების გაცემა საინვესტიციო პროექტებზე ან სხვა საჭიროებებისთვის. გარდა ამისა, როცა საწარმო, ან კორპორაცია იყენებს თავის ფულად ფონდებს და საუბარია მეურნე სუბიექტების ფინანსებზე, ამგვარი გამოყენება შეიძლება ხორციელდებოდეს როგორც საწარმოს ან კორპორაციის შიგნით (საერთოდ არ დგას საკითხი გამოყენების დაბრუნება-არდაბრუნებაზე), ასევე, უსასყიდლოდ, ან დაბრუნების პირობით. სახსრების სხვისთვის გადაცემით ამ უკანასკნელს უწოდებენ კომერციულ კრედიტს, მაგრამ ამ შემთხვევაშიც ეს არის საწარმოს ან კორპორაციის საფინანსო სისტემის ელემენტი.

ფულადი საშუალებების მოძრაობის კუთხით, კრედიტის მთავარი ნიშანია **ფულადი საშუალებების ფონდების წარმოქმნისა და გამოყენების პროცესი დაბრუნებითობის პირობით და, როგორც წესი, საფასურის — პროცენტის** ამოღებით. თუ კრედიტის საფასურის ამოღება არ ხდება (თუნდაც გამონაკლის შემთხვევაში), კრედიტი მოძრაობის ფორმის მიხედვით იქცევა ფინანსების კერძო შემთხვევად, იმდენად, რამდენადაც წმინდა ფინანსური ფონდებიდან (მ.შ. სახელმწიფო ბიუჯეტიდან) შეიძლება გამოყენებულ იქნეს უპროცენტო სესხები. თუ ხდება სესხის (კრედიტის) საფასურის ამოღება, ასეთ შემთხვევაში, გარეგნული ფორმით, კრედიტი განიხილება როგორც ფინანსების მოდიფიკაცია.

ისტორიული თვალთახედვით, ფინანსები (განსაკუთრებით, სახელმწიფო ბიუჯეტის სახით) და კრედიტი (მევახშეობიდან დაწყებული, შემდგომ კი კომერციული და საბანკო), ვითარდებოდა ძალზე სხვადასხვაგვარად იმისათვის, რომ კრედიტი ფინანსების ნაწილად ჩავთვალოთ. თუმცა, გენეტიკურ-ისტორიული კუთხით, თავდაპირველ **სესხის გამცემებს,** სესხის გაცემამდე, სჭირდებოდათ პირველადი კაპიტალის დაგროვება უკან დაუბრუნებელ, ანუ, წმინდა ფინანსურ საფუძველზე. ბანკებსაც ანალოგიურად, დაბრუნებადობის პირობით დაბალი საპროცენტო განაკვეთით კლიენტთა საშუალებების მოსაზიდად და უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთით მათ სესხად გასაცემად აუცილებელად სჭირდებოდათ მნიშვნელოვანი საკუთარი კაპიტალის კონცენტრირება. ამასთან, სწორედ ფინანსურ საფუძველზე საფინანსო ფონდის სახით (რომელიც შემდგომ ნაწილობრივ იქცევა სასესხო ფონდად), ბანკის კაპიტალის ნაწილი გველინება იმ ფონდის სარეზერვო (სადაზღვევო) ნაწილად, რომელიც თავისი ბუნებით სწორედ საფინანსოა და არა სასესხო. **ამრიგად, გენეტიკურ-ისტორიული კუთხით ფინანსებსა და კრედიტს შორის არსებითი განსხვავების მიუხედავად, კრედიტი**

— ფინანსების წარმონაქმნი, მისი მოდიფიკაციაა.

ფინანსებისა და კრედიტის გამომსახველი ეკონომიკური ურთიერთობების არსის პოზიციიდან, მართალაც, აღგილი აქვს კარდინალურ განსხვავებას ამ ორ კატეგორიას შორის, რაც ძირითადად მოძრაობის ფორმების განსხვავებით გამოიხატება დაუბრუნებელი თუ დაბრუნებითია იგი. ფინანსები გამოხატავენ ურთიერთობებს საზოგადოებრივი პროდუქტის და ეროვნული სიმდიდრის ღირებულების ნაწილის განაწილების და გადანაწილების ასპექტში. კრედიტი გამოხატავს შესაბამისი ღირებულების გადანაწილებას მხოლოდ სესხისთვის გაცემული პროცენტის ნაწილში, მაშინ, როცა თვით სესხთან მიმართებაში ადგილი აქვს მხოლოდ ფულადი საშუალებების დროებით გადანაწილებას.

ამრიგად, ფინანსებსა და კრედიტს შორის ბევრი საერთოა როგორც არსობრივად, ასევე, მოძრაობის ფორმის მიხედვით. ამასთანავე, ფინანსებსა და კრედიტს შორის არსშიც და ფორმაშიც მნიშვნელოვანი განსხვავებებია. აქედან გამომდინარე, უნდა არსებობდეს ერთგვარი ზოგადეკონომიკური კატეგორია, რომელიც მოიცავდა ფინანსებსა და კრედიტს როგორც ერთიან მთლიანს, ხოლო, თვით ამ კატეგორიის ფარგლებში კი მოხდებოდა ფინანსებისა და კრედიტის სპეციფიკური არსის გამოყოფა.

<table>
<tr><th colspan="3">ფინანსები, ფართო გაგებით — ფულადი სახსრების ფონდირება (ფონდწარმოება)</th></tr>
<tr><th colspan="2">ფინანსები ვიწრო გაგებით (ტრადიციული მნიშვნელობით)</th><th>კრედიტი</th></tr>
<tr><td>ფინანსების სპეციფიკა (ვიწრო გაგებით)</td><td>ფინანსებისა (ვიწრო გაგებით) და კრედიტის საერთო თვისებები</td><td>კრედიტის სპეციფიკა</td></tr>
<tr><td>ფულადი ფონდების წარმოქმნა, როგორც წესი უნაღდო წესით, მაგრამ ზოგიერთ შემთხვევაში სესხების (კრედიტის) მეშვეობით</td><td>ფულადი სახსრების წარმოქმნა</td><td>ფონდების წარმოქმნა ფულადი სახსრების პირველსაწყისი ემპულსის სახით ფინანსურ საფუძველზე, შემდეგ კი უწყვეტი პროცესით დაბრუნებითობის საფუძველზე</td></tr>
<tr><td>ფინანსური ფონდების გამოყენება ამა თუ იმ ღონისძიებების დასაფინანსებლად, როგორც წესი, დაუბრუნებელი წესით, გამონაკლის შემთხვევაში - დაბრუნების პირობითაც, ოღონდ ყველა შემთხვევაში პროცენტის გადაუხდელად, ან დაბალი, შეღავათიანი პროცენტით</td><td>ფულადი სახსრების ფონდების გამოყენება (ჩვეულებრივ - ეს გამოყენება ატარებს მიზნობრივ ხასიათს)</td><td>სახესხო ფონდის გამოყენება კრედიტის გასაცემად ვალუტების დაბრუნების პირობით, და როგორც წესი, კრედიტის ფასისა - პროცენტის აშორებით</td></tr>
<tr><td>საზოგადოებრივი პროდუქტისა და საზოგადოებრივი სიმდიდრის ღირებულების ნაწილის განაწილება და გადანაწილება უმრავლეს შემთხვევაში დაუბრუნებელი წესით</td><td>საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ერთობლივი სიმდიდრის ნაწილის გადანაწილება განსაზღვრულ პირობებში</td><td>საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ერთობლივი სიმდიდრის ღირებულების ნაწილის დროებით გადანაწილება გაცემული სესხების ნაწილში დაბრუნებითობის პირობით, აგრეთვე პროცენტის შესაბამისი ნაწილის დაუბრუნებელი გადანაწილებით</td></tr>
<tr><td>ფინანსების სფეროში კანონმდებლობის სპეციფიკა; ფინანსური სფეროს სახელმწიფო რეგულირების სპეციფიკა; სახელმწიფო და არასახელმწიფო ფინანსური ორგანოების სისტემა</td><td>ფულადი სახსრების ფონდწარმოქმნის სახელმწიფო რეგულირების საკანონმდებლო გაფორმება</td><td>საკრედიტო სფეროში კანონმდებლობის სპეციფიკა; საკრედიტო სფეროს სახელმწიფო რეგულირების სპეციფიკა; საკრედიტო დწესებულებების სისტემა</td></tr>
</table>

სქემა 1.1. ფინანსებისა და კრედიტის, როგორც ეკონომიკურ კატეგორიებს შორის თანაფარდობა

ფულადი საშუალებების ფონდირება

საკვლევი ეკონომიკური კატეგორიებისთვის საერთოა ფულადი-საშუალებების ფონდირება, რომელსაც ადგილი აქვს ფინანსებისა და კრედიტის ნებისმიერ ცალკე აღებულ სისტემაში, რაც ჩვენ გაეაშუქეთ ფინანსებისა და კრედიტის განმარტებათა ანალიზისას. სიტყვათა შეხამება „ფულადი საშუალებების ფონდირება (ფონდწარმოქმნა)" ზედმიწევნით ზუსტად ასახავს და განმარტავს ფინანსებისა და კრედიტის კატეგორიების მომცველ უფრო ზოგადი ხასიათის ეკონომიკური კატეგორიის არსსა და ფორმას. თუმცა, ეკონომიკურ ტექსტებსა და პრაქტიკაში მეტად მოუხერხებელია სამი სიტყვისგან შემდგარი ტერმინის ხმარება. გარდა ამისა, ინფორმაციით „გადატვირთვა" უკიდურესად ართულებს მის შემოტანას სამეცნიერო ბრუნვაში მისი თუნდაც მკაცრი დასაბუთებულობის და საფუძვლიანობის პირობებში.

განსახილველ კონტექსტში მოიაზრება:

1) ფინანსების ეკონომიკური კატეგორიის ფართო და ვიწრო გაგება;

2) ვიწრო გაგებით ფინანსების განხილვა დადგენილი ტრადიციული მნიშვნელობით;

3) ფართო გაგებით ფინანსების, როგორც ფულადი საშუალებების ფონდირების გააზრება, რომელიც მოიცავს ფინანსებს—ვიწრო გაგებით და კრედიტს – სრული მნიშვნელობით.

ტერმინები „ფონდირება" და მისი ეკვივალენტი — „ფონდწარმოქმნა" ჩვენს მიერ გამოყენებულია როგორც ფულადი საშუალებების მიზანმიმართული სტრუქტურირება, რომელიც დაფუძნებულია ორ პოლუსზე – ფულადი საშუალებების აკუმულირებასა (მოგროვებაზე) და დაფინანსების, ან დაკრედიტების სახით გარკვეული მიზნით მის გამოყენებაზე.

ჩვენს მიერ შემოღებულია ახალი ტერმინი — „საფინანსო-საინვესტიციო სფერო" (სსს). ფინანსებისა და კრედიტების ურთიერთდამოკიდებულების ჩატარებული ანალიზი საშუალებას გვაძლევს დავადასტუროთ, რომ მოცემულ ტერმინში სიტყვა „საფინანსო" გამოყენებულია ფულადი საშუალებების ფონდირების მნიშვნელობით მისი მიზანმიმართული სტრუქტურირებით, ამ პროცესში ერთდროულად მოიაზრება ფინანსების, კრედიტისა და ინვესტიციების ეკონომიკური კატეგორიები.

შევაჯამოთ ახალი ცნების – „საფინანსო – საინვესტიციო სფეროს" განხილვის შეალედური შედეგები და განვიხილოთ მისი საინვესტიციო მდგენელები.

1.3. ინვესტიციები სისტემური ანალიზის პრიზმაში

„ინვესტიციების" ცნება სამამულო ეკონომიკურ მეცნიერებაში დასაელეთიდან შემოვიდა. საბჭოთა ეკონომიკურ მეცნიერებაში დიდი ხნის განმავლობაში ტერმინ „ინვესტიციების" ნაცვლად გამოიყენებოდა ტერმინი „კაპიტალდაბანდებანი", რომელიც გამოხატავდა წარმოების ფაქტორების გამოყენებას რეალური საწარმოო საქმიანობის სფეროში კაპიტალური პროექტების რეალიზაციისას. ერთი შეხედვით, ეს ტერმინი თავისი შინაარსობრივი დატვირთვით ტერმინ „ინვესტირების" იდენტურია, ანუ, შესაძლებელია მათი გამოყენება სინონიმებად. თუმცა ტერმინებს „ინვესტიციები" და „ინვესტირება" ლინგვისტური, ფილოლოგიური თვალსაზრისით უპირატესობა გააჩნიათ ტერმინ „კაპიტალდაბანდებასთან" შედარებით, რადგან გამოხატულია ერთი სიტყვით. ეს არა მხოლოდ მოსახერხებელი და ეკონომიურია როგორც უშუალოდ ტერმინ „ინვესტიციებზე" მუშაობისას, არამედ,

შესაძლებელს ხდის მისგან ახალი ტერმინების წარმოებას. კერძოდ, „საინვესტიციო პროცესი", „საინვესტიციო სფერო", „საფინანსო-საინვესტიციო სფერო" - ყველა ეს ტერმინი ბევრად უფრო მისაღებია.

სამამულო ეკონომიკური ტერმინების უცხოურით შეცვლა მიზანშეწონილია, თუ მას ნამდვილად აქვს აზრი (მემკვიდრეობითობისათვის სამამულო ტერმინის პარალელური გამოყენების შენარჩუნებით). თუმცა, არ შეიძლება სამამულო ეკონომიკური ტერმინების ერთდროულად შეცვლა უცხოურით, როცა ჩვეულებრივი ტრადიციული ენით სრულიად გასაგებად ასახსნელი უაღრესად კერძო და ვიწრო კონკრეტული პროცესები და ელემენტები ღებულობენ თავის საკუთარ ტერმინს. ამ ტერმინების „მოძრაობა" გამართლებულია ვიწრო პროფესიულ ჩარჩოებში, მაგრამ მათ „ამოფრქვევას" ეკონომიკურ მეცნიერებაში შეუძლია ეკონომიკური ენა დახლართულ სლენგად აქციოს.

ტერმინები "ინვესტიცია" და "კაპიტალდაბანდება"

განვიხილოთ ტერმინების - „ინვესტიციები" და „კაპიტალდაბანდებანი" - გამოყენება ეკონომიკურ ლიტერატურაში.

ინვესტიციები – ეს არის დაბანდებანი ძირითად და საბრუნავ კაპიტალში შემოსავლის მიღების მიზნით. „ინვესტიციები მატერიალურ აქტივებში – არის დაბანდებანი მოძრავ და უძრავ ქონებაში (მიწა, შენობები, მოწყობილობები და ა.შ.). ინვესტიციები ფინანსურ აქტივებში არის დაბანდებანი ფასიან ქაღალდებში, საბანკო ანგარიშებსა და სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში".[1]

უფრო ადრინდელ ეკონომიკურ ლექსიკონში არ გვხვდება ტერმინი „ინვესტიციები", მაგრამ გვხვდება წარმოებული ტერმინი „საინვესტიციო პოლიტიკა"—სამეურნეო გადაწყვეტილებათა ერთობლიობა, რომლებიც განაპირობებს კაპიტალდაბანდებათა ძირითად მიმართულებებს, გადამწყვეტ უბნებზე მათი კონცენტრაციის ღონისძიებებს, რაზედაც დამოკიდებულია საზოგადოებრივი წარმოების განვითარების გეგმური ტემპების მიღწევა, ეკონომიკის დაბალანსებულობა და ეფექტურობა, ყოველ დახარჯულ მანეთზე უფრო მეტი პროდუქციისა და ეროვნული შემოსავლის უფრო მეტი ნამატის მიღება".[2] დღეისათვის ყველაზე აქტუალურ განმარტებაში კაპიტალდაბანდებები შემოიფარგლება მხოლოდ ფინანსური საშუალებებით, მაშინ როცა ხდება არა მხოლოდ ფინანსური, არამედ ბუნებრივი, მატერიალურ-ტექნიკური და საინფორმაციო რესურსების ინვესტირება. ინვესტირების პროცესში აქტიურად ერთვება შრომითი რესურსები, რომლებიც უშუალოდ ახორციელებენ ამა თუ იმ საინვესტიციო პროექტს.

განსახილველი განმარტებების დადებითი მხარე ისაა, რომ ისინი საინვესტიციო პოლიტიკას და კაპიტალდაბანდებებს (ანუ ინვესტიციებს) აკავშირებენ:

- ეკონომიკური განვითარების საკვანძო მიმართულებების კონცენტრაციასთან;
- ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპების უზრუნველყოფასთან;
- ეკონომიკური ეფექტურობის ამაღლებასთან, რაც გამოიხატება:

ა) ყოველ დახარჯულ მანეთზე პროდუქციისა და ეროვნული შემოსავლის უკუგების ზრდით;

ბ) ინვესტიციების დარგობრივი სტრუქტურის სრულყოფით;

გ) მათი ტექნოლოგიური სტრუქტურის გაუმჯობესებით;

დ) მათი კვლავწარმოების სტრუქტურის ოპტიმიზაციით.

ინვესტიციების (კაპიტალდაბანდებების) ამგვარ განმარტებასთან შედარებით ინვესტიციების განმარტება „ეკონომიკსზე" დართულ ლექსიკონში საკმაოდ არასრულყოფილად გამოიყურება: „ინვესტიციები (investment) – წარმოების და წარმოების საშუალებების დაგროვების ხარჯები და მატერიალური მარაგის გადიდებაა".[3] ამ განმარტებაში მიმდინარე ხარჯები (წარმოების ხარჯები) არეულია ინვესტიციურ (კაპიტალურ) ხარჯებთან. გარდა ამისა, ინვესტიციები ხარჯები კი არა

[1] Финансово – экономический словарь. Под ред. М.Г. Назарова. М.: Финстатинформ. 1995. გვ. 86.
[2] Краткий экономический словарь. Под ред. Ю.И. Белика и др. М.: политиздат. 1987. გვ. 86.
[3] Экономикс. М.: Республика. 1993. т. 2. გვ. 388.

(თუმცა ინვესტიციებს შესაბამისი ხარჯებიც მოსდევს), სწორედ აუანსირებაა. იგი განსხვავდება ხარჯებისგან იმით, რომ საშუალებები (რესურსები) იღება აუანსირებული ღირებულების დაბრუნებით, ამასთან, ზრდის პირობით, რასაც შეესაბამება ცნება-აუანსირებული კაპიტალი. აუანსირება შეიძლება განხორციელდეს ფულადი, ნატურალურ-ნივთიერი და ინფორმაციული ფორმით.

გარდა ტერმინ „ინვესტიციებისა", ამ ლექსიკონში კიდევ ინვესტიციებთან დაკავშირებული ორი ტერმინია, რომლებიც მოგვყავს ქვემოთ.

ინვესტიციების განმარტებები საინვესტიციო საქონლის სახეებიდან გამომდინარე

„ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში (human capital investment) – მუშათა შრომის ნაყოფიერების ასამაღლებლად გაწეული ნებისმიერი ღონისძიება (მათი კვალიფიკაციის ამაღლების და უნარ-ჩვევების განვითარების გზით); მუშათა განათლების, ჯანმრთელობის გაუმჯობესების ან მუშა ძალის მობილურობის ამაღლების ხარჯები". აღნიშნული ტერმინის გამოყენება ძალზე სასარგებლოა მხოლოდ ერთი შესწორებით: ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში მოიცავენ არა მხოლოდ მუშებს, არამედ მოსამსახურეებს, შრომის ყველა სახეობის მუშაკს.

„ინვესტიციური საქონელი, წარმოების საშუალებები (capital goods) – კაპიტალი".

გარდაქმნის პერიოდის პოლიტეკონომიის ოფიციალურ სახელმძღვანელოში კაპიტალდაბანდებები განხილულია, როგორც „დანახარჯები ახალი ძირითადი ფონდების შექმნასა და მოქმედი ფონდების გაფართოებაზე, რეკონსტრუქციასა და განახლებაზე".[1] ამ განმარტებაში ინვესტიციები (კაპიტალდაბანდებები) ძირითადი ფონდების კვლავწარმოების ფორმების (სახეების) გამოყოფისას შემოიფარგლება მხოლოდ ძირითადი ფონდებით (საბრუნავი ფონდების ნამატის და სადაზღვეო მარაგის გარეშე): ა) ახლის შექმნა; ბ) გაფართოება; გ) რეკონსტრუქცია; დ) განახლება. გარდა ამისა, შემოდის საწარმოო დაგროვების ცნება, რომლის ხარჯზეც ხორციელდება არა მხოლოდ ძირითადი, არამედ საბრუნავი ფონდებისა და სადაზღვეო მარაგის გაფართოება".[2]

ქვემოთ მოტანილია ინვესტიციების განმარტება „ეკონომიკის კურსიდან": ინვესტიციები ეწოდება „დაბანდებას ძირითად კაპიტალში (წარმოების ძირითადი საშუალებები), მარაგებში, ასევე, სხვა ეკონომიკურ ობიექტებსა და პროცესებში, რომლებიც მოითხოვენ ხანგრძლივი დროით მატერიალური და ფულადი საშუალებების მოზიდვას. „კაპიტალის ფიზიკურ და ფულად ფორმებად დაყოფის შესაბამისად ინვესტიციებიც უნდა დაიყოს მატერიალურ-ნივთიერ და ფულად ინვესტიციებად".[3]

ამასთან, გამოყოფენ საინვესტიციო საქონელს, რომელსაც მიეკუთვნება მშენებარე საწარმოო და არასაწარმოო ობიექტები, მოწყობილობები და ტექნიკური პარკის გაფართოების, ან შესაცვლელად გამიზნული მანქანები, მარაგის გადიდება და სხვ. „მთლიან ინვესტიციებს წარმოებაში უწოდებენ საინვესტიციო პროდუქტს, რომელიც მიმართულია ძირითადი კაპიტალისა (ძირითადი საშუალებების) და მარაგის შენარჩუნებისა და გაზრდისაკენ. მთლიანი ინვესტიციები შედგება ორი მდგენელისგან. ერთ-ერთს ჰქვია ამორტიზაცია; იგი წარმოადგენს ძირითადი საშუალებების ცვეთის, მათი რემონტის, საწარმოო გამოყენებამდელ დონემდე აღდგენის ასანაზღაურებლად აუცილებელ საინვესტიციო რესურსებს. მეორე მდგენელია წმინდა ინვესტიციები – კაპიტალდაბანდებანი ძირითადი საშუალებების გადიდების, ზრდის მიზნით". ამორტიზაცია ძირითადი ფონდების ცვეთის ასანაზღაურებელი რესურსი კი არ არის, არამედ ამგვარი რესურსების მიზნობრივი ფინანსური წყაროა.

ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში არის „დაბანდებათა განსაკუთრებული სახე, უპირველესად განათლებასა და ჯანდაცვაში".

„რეალური ინვესტიციები არის დაბანდებანი ეკონომიკის დარგებში და ეკონომიკური საქმიანობის სახეები, რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური კაპიტალის ნამატის შემოტანას, ანუ, წარმოების

---

[1] Политическая экономия. Учебник. М: Политиздат. 1989. გვ. 447.

2 იქვე, გვ. 447-448.

[3] Курс экономики. Учебник. Под ред. **Б.А. Райзберга.** М.: ИНФРА-М. 1997. გვ. 206-207.

საშუალებების მატერიალურ-ნივთიერ ღირებულებათა გადიდებას".[1] ამგვარ განმარტებას შეიძლება დავეთანხმოთ ერთი დაზუსტებით, რომ რეალურ კაპიტალს (სიმდიდრეს) განეკუთვნება მატერიალურ-ნივთიერი და არანივთიერი ღირებულებებიც, მ.შ. სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო შედეგები, სხვადასხვაგვარი ინფორმაცია, მომუშავეთა განათლება და სხვა. რეალურ სიმდიდრეს არ განეკუთვნება ისეთი მომსახურება, როგორიცაა აზარტული თამაშების ორგანიზაცია, საზოგადოებრივი სიმდიდრის ერთი კერძო პირიდან მეორეზე გადანაწილების მომსახურება (ქველმოქმედების გარდა).

„ფინანსური ინვესტიციები წარმოადგენენ დაბანდებებს აქციებში, ობლიგაციებში, თამასუქებში, სხვა ფასიან ქაღალდებსა და ინსტრუმენტებში. ასეთი დაბანდებები თავისთავად არ იძლევიან რეალური ნივთიერი კაპიტალის ნამატს, მაგრამ ხელს უწყობენ მოგების მიღებას, მ.შ. სპეკულაციურის-დროში ფასიანი ქაღალდების კურსის შეცვლის, ან ყიდვა-გაყიდვის სხვადასხვა ადგილებში კურსის განსხვავების ხარჯზე.[2] მთლიანობაში ვიზიარებთ ამგვარ განმარტებას, იქედან გამომდინარე, რომ ფინანსური ინვესტიციები (თუ მას შედეგის სახით არ მოსდევს რეალური ინვესტიციები), არ ზრდიან რეალურ ნივთიერ სიმდიდრეს და რეალურ არანივთიერ სიმდიდრეს. ამ კონტექსტით მნიშვნელოვანია ქვემოთ მოყვანილი გამოთქმა: „უნდა განვასხვაოთ ფინანსური ინვესტიციები, რომლებიც წარმოადგენენ დაბანდებას ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გზით მოგების მიღების მიზნით და ფინანსური ინვესტიციები, რომლებიც იქცევიან ფულად და რეალურ, რეალურში გადასულ ფიზიკურ კაპიტალად."

ზემოთ ციტირებულ „ეკონომიკის კურსში" გამოყოფილია ასევე გრძელვადიანი და მოკლევადიანი ინვესტიციები. აღიარებენ რა მათ შორის ზღვრის არსებობას, ავტორები მოკლევადიან ინვესტიციებს მიაკუთვნებენ „ერთთვიან, ან რამდენიმეთვიან" ინვესტიციებს. თუ მივიღებთ ამგვარ პირობით კრიტერიუმებს, მაშინ, ინვესტიციებს, რომლებიც რამდენადმე აღემატება რამდენიმეთვიან ვადას, შეიძლება ეწოდოს გრძელვადიანი, რაც მეტად საეჭვოა და არ ვეთანხმებით. დაბანდებათა გრძელვადიანი ხასიათი ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნიშანია (მოკლევადიანობა არაა თავსებადი ინვესტიციის ცნებასთან). პრინციპში, უმჯობესია სწრაფად ანაზღაურებადი, საშუალო ვადით ანაზღაურებადი და ხანგრძლივი ვადით ანაზღაურებადი ინვესტიციების გამოყოფა:

— 6 თვემდე – სწრაფად ანაზღაურებადი
— 6 თვიდან წელიწადნახევრამდე — საშუალო ვადით ანაზღაურებადი
— წელიწადნახევარზე მეტი — ხანგრძლივი ვადით ანაზღაურებადი.

ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲘᲡ, ᲠᲝᲒᲝᲠᲪ ᲔᲙᲝᲜᲝᲛᲘᲙᲣᲠᲘ ᲙᲐᲢᲔᲒᲝᲠᲘᲘᲡ ᲐᲮᲡᲜᲐ

ჩვენ სპეციალურად დაწვრილებით შევჩერდით ინვესტიციების განმარტებაზე კაპიტალურ ნაშრომში „ეკონომიკის კურსი", იმდენად, რამდენადაც მასში ავტორი შეეცადა ინვესტიციების ცნება განეხილა სისტემურად და სავსებით სრულიად.

სხვადასხვა პუბლიკაციებში „ინვესტიციების" ეკონომიკური კატეგორიის განმარტების განხილვას ჩვენ კიდევ დავუბრუნდებით შემდეგ თავში. აქ წარმოდგენილი განმარტებებიც სავსებით საკმარისია იმისთვის, რომ წარმოდგენა ვიქონიოთ ეკონომიკურ ლიტერატურაში მოცემული კატეგორიის გაშუქების დონეზე.

გარდა გამოთქმული შენიშვნებისა და დაზუსტებებისა, რა დასკვნების გაკეთება შეიძლება გამოქვეყნებულ შრომებში აღნიშნული ეკონომიკური კატეგორიის განმარტებასთან დაკავშირებით?

ეკონომიკურ ლიტერატურაში საკმაოდ ღრმად, ზუსტად და ზედმიწევნით საფუძვლიანადაა განსაზღვრული „ინვესტიციების" ცნება, სხვადასხვა განმარტება; მაგრამ დღემდე ინვესტიციების შესახებ ჩვენს მიერ შესწავლილ თითქმის ყველა შრომაში არსად არაა გახსნილი ინვესტიციის, როგორც

---

[1] Курс экономики. Учебник. Под ред. **Б.А. Райзберга.** М.: ИНФРА-М. 1997. გვ. 207.

2 იქვე, გვ. 207-208.

ეკონომიკური კატეგორიის, არსი. ყველა მონოგრაფიაში,[1] სათაურიც რომ ეწეროს ინვესტიცია, როგორც ეკონომიკური კატეგორია[2] მოცემულია მხოლოდ ინვესტიციის განმარტება, ცნება. მაგრამ როგორც აკადემიკოსი ვასილ ჩანტლაძე აღნიშნავს, **„ცნება არის მსჯელობა, რომელიც რაიმეს ამტკიცებს გამოსაკვლევი ობიექტის განმასხვავებელი ნიშნის შესახებ, მსჯელობა საერთო და არსებითი ნიშნის შესახებ. ცნება რაიმე არსებითად მრავალი დამახასიათებელი ნიშნიდან წარმოადგენს ერთ ნიშანს, მასში არსებითი მაინც ერთი — განსაზღვრებაა".**[3]

მაგრამ კატეგორიები უფრო ფართოა, იგი არის „ყოველი მეცნიერების საკვანძო, ყველაზე ფუნდამენტური ცნება".[4] **ეკონომიკური კატეგორიები თეორიულად გამოხატავენ რეალურად, ობიექტურად არსებულ წარმოებით ურთიერთობებს. კატეგორია არის ობიექტური სამყაროს არსებითი თვისებების, კავშირების, ურთიერთობების მოვლენათა განსაზღვრულობა.** საერთოდ, ნებისმიერი შემეცნებითი პროცესი სრულდება კატეგორიების საშუალებით, რომლებიც საშუალებას იძლევიან აზრობრივად დანაწევრდეს პროცესები, მოვლენები, გამოიხატოს საგნის განსაზღვრულობა და შეცნობილ იქნეს მათი სპეციფიკური თავისებურებანი და მატერიალური სამყაროს ეკონომიკური კავშირები.

ჩვენი მიზანია სწორედაც დავასაბუთოთ **ინვესტიცია** — როგორც **ეკონომიკური კატეგორია** და ამასთან, ვიწრო გაგებით, როგორც **ფინანსური კატეგორია.**

აქვე მოვიშველიებთ აკადემიკოს **ვასილ ჩანტლაძის** კიდევ ერთ სახელმძღვანელო დებულებას: **„ყველა ფინანსური ურთიერთობა ეკონომიკური ურთიერთობაა და ყველა ფინანსური კატეგორია ეკონომიკური კატეგორიაა, მაგრამ ყველა ეკონომიკური ურთიერთობა და ეკონომიკური კატეგორია ფინანსური ურთიერთობა და ფინანსური კატეგორია არ არის".**

ინვესტიციების განსაზღვრისას საჭიროა გავითვალისწინოთ როგორც რესურსებისა და ღანახარჯების, ისე შემოსავლების მხარეები, ვინაიდან ინვესტიცია, ერთის მხრივ, საწარმოს საქმიანობის შედეგია, ხოლო, მეორეს მხრივ, — შემოსავლის ნაწილი, რომელიც ამ შემთხვევაში არ გამოიყენება მოხმარებისთვის.

კიდევ ერთი გარემოება: ინვესტიცია მიზნაშეწონილია განვიხილოთ ორ ასპექტში: როგორც მარაგისა და ნაკადის კატეგორია, რაც ზუსტად ასახავს **„კაპიტალური დაბანდებისა"** და **„ინვესტიციის"** ცნებებს შორის კავშირს.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, არც თუ ისე დიდი ხნის წინათ ჩვენთვის კარგად ცნობილ საბჭოთა ლიტერატურაში **„კაპიტალური დაბანდების"** და **„ინვესტიციის"** ცნება სინონიმებად იყო მიჩნეული და გულისხმობდა, უპირველეს ყოვლისა, სახსრების დაბანდებას ძირითადი ფონდების კვლავწარმოებისა და საბრუნავი ფონდების ფორმირებისთვის. **„ინვესტიციის"** ცნების ამგვარი გაგება (აქ გამოყოფენ ინვესტიციური ხარჯების სამ ტიპს: **ინვესტიციები საწარმოთა ძირითად კაპიტალში, ინვესტიციები საბინაო მშენებლობაში და ინვესტიციები მარაგებში**) თანამედროვე ეკონომიკურ პუბლიკაციებშიც გეხვდება. და უპირატესად გამოიყენება მაკროდონეზე ეკონომიკური პროცესების სტატისტიკური

[1] Инвестиции. Авт. колл. под. ред. **В.В. Ковалева; В.В. Иванова; В.А. Лялина.** М.: Проспект. 2005. გვ. 18. **Игонина Л.Л.** Инвестиции. М.: Экономист. 2004. გვ. 20-21. **Иванов Г.И. Инвестиции, сущность, виды,** механизмы функционирования. Ростов н/Дон. Феникс. 2002 გვ. 19. **Маховикова Г.А.; Терехова В.В.** Комерческая оценка инвестиций. СПБ. Питер. 2004. გვ.22-23. **Brennan, Michael J.** "Comorate Finance Over the Past 25 Years", Financial Managment, Summer 1995. გვ. 9-22; **Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle France. Irwin. 1993. გვ.15-37. **Ross S.A., Westerfield T.W., Jaffe J.F.** Corporate Finance, Irwin. 1993. გვ.156-205. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc. 1993. Sharpe, William E.** Investments (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. 1995. გვ.30-87.

[2] Инвестиционная деятельность. Под ред. **Г.П. Подшиваленко и Т.В. Киселовой.** М.: КНОРУС, 2005. გვ. 9.

[3] **ვ. ჩანტლაძე.** ფინანსების თეორიის საკითხები.თბ.: თსუ გამომცემლობა. 1987. გვ.274.

[4] **Вознесенский Э.А.** Методические аспекты анализа сущности финансов. М., 1974. გვ.11.

[5] **ვ. ჩანტლაძე.** ფინანსების თეორიის საკითხები. თბ.: თსუ გამომცემლობა. 1987. გვ.278.

[6] Финансово – кредитный словарь. Под ред. **В.Ф. Гарбузова.** М.: Финансы и статистика, 1986. გვ. 20.

ანალიზისას.[1] ამ კონკრეტულ შემთხვევაში ინვესტიციები მარაგის კატეგორიაა.

ნაკადის ასპექტით ინვესტიციები შეიძლება განხილულ იქნეს სამეურნეო საქმიანობის ანალიზის პროცესში, როცა საჭიროა ინვესტიციების კვლაეწარმოებისა და ფორმირებასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ურთიერთობების, წყაროების, ობიექტებისა და სუბიექტების მრავალფეროვნების შესწავლა, ე.ი. მიკროდონეზე.

„ინვესტიციის" ცნებისადმი სხვადასხვა მიდგომის ძირითადი განმასხვაებელი კრიტერიუმია ამ მაჩვენებლის გაზომვის ხანგრძლივობის ასპექტი, ე.ი. შესაძლებელია თუ არა ინვესტიციის მაჩვენებლის გაზომვა დროის ფაქტორისგან დამოუკიდებლად (დაგროვების ნორმა, კაპიტალური ქონების მოცულობა, პროდუქციის მარაგები და ა.შ.). თუ შესაძლებელია, მაშინ ეს მარაგის კატეგორიაა და თუ არა, მაშინ იგი იზომება დროის ჭრილში და ნაკადის კატეგორიას მიეკუთვნება.

ამრიგად, ინვესტიცია, როგორც ეკონომიკური კატეგორია, ძალზე ტევადი ცნებაა. იგი მოიცავს საინვესტიციო სფეროს ფუნქციონირებისა და რეგულირების კანონზომიერებების განმსაზღვრელ ელემენტებს, კერძოდ:

პირველი, სამეწარმეო საქმეში ჩადებული რესურსები და ფასეულობები. აქ ინვესტიციები შემდეგი სახით შეიძლება განხორციელდეს:

1. უძრავი და მოძრავი ქონება (შენობები, ნაგებობები, მოწყობილობები და სხვა მატერიალური ფასეულობები);
2. ფულადი სახსრები, მიზნობრივი საბანკო ანაბრები, კრედიტები, აქციები და სხვა გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდები;
3. საავტორო უფლებებიდან გამომდინარე ქონებრივი უფლებები, ლიცენზიები, ნოუ-ჰაუ, გამოცდილება და სხვა ინტელექტუალური ფასეულობები;
4. მიწით და სხვა ბუნებრივი რესურსებით სარგებლობის უფლებები, აგრეთვე სხვა ქონებრივი უფლებები.

ნებისმიერი ფორმის მიუხედავად, ინვესტიციები კაპიტალის დაგროვების შედეგია. ინვესტირების წანამძღვარი – დაგროვების კანონზომიერება განსაზღვრავს მის მოცულობასა და დინამიკას და, საერთოდ, მთელ საინვესტიციო საქმიანობას.

მეორე, რესურსების დაბანდების მოცულობისა და დინამიკის წარმმართველი შემოსაელები. ამასთან, აქ ხაზი უნდა გაესვას იმ გარემოებას, რომ შემოსავლის მიღების პროცესი, მისი შექმნის კანონზომიერება „ინვესტიციის" ცნებაში არ შედის. წარმოებისა (მათ შორის კაპიტალური ღირებულების ექსპლუატაციის პირობები) და გასაღების (ბაზრის კონიუნქტურა) ფაქტორები, აგრეთვე კაპიტალის დაგროვების პროცესი მხოლოდ ინვესტიციების წარმოქმნის წანამძღვარი და აუცილებელი პირობაა. თუმცა, კიდევ ერთხელ ვუსვამთ ხაზს იმას, რომ შემოსაელის მიღებისა და განაწილების პროცესი საინვესტიციო საქმიანობის აუცილებელი კომპონენტია.

საინვესტიციო საქმიანობას ინვესტიციების გარდაქმნა უდევს საფუძვლად, რაც შემდეგ რგოლებს მოიცავს: რესურსები — დაბანდება (დანახარჯები) — კაპიტალური ქონება — შემოსავალი. ინვესტიციების გარდაქმნის ამგვარი რგოლების განხორციელების პრაქტიკა სწორედ საინვესტიციო საქმიანობაა (ინვესტირება). საინვესტიციო საქმიანობა საკუთრივ ინვესტიციების გარდა, მოიცავს კაპიტალის დაგროვების მოტივაციას და სტიმულებს, კაპიტალის დაგროვებისა და მართვის ურთიერთობებს, აგრეთვე, დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსაელიანობის განსაზღვრული დონისა და კაპიტალის ზრდის მიზნების ერთობლიობას.

ინვესტიციის კატეგორიის ახსნა ინვესტიციური რესურსების კუთხით

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტიციების როგორც ეკონომიკური კატეგორიის დღემდე არსებულ განმარტებებში ზოგჯერ არ იგრძნობა საჭირო სიზუსტე და სიცხადე, ანუ, სიმდიდრის

[1] Финансы и инвестиций. Толковый словарь. М.: "Джон Уфили энд Сфиз". 1995. გვ. 83.

ზოგიერთი კატეგორია წარმოდგენილია ფრიად ვიწროდ, მაგ., რეალური სიმდიდრე შემოიფარგლება მხოლოდ მისი ნივთიერი შეფასებით. ამას კი მივყავართ ინდუსტრიული საზოგადოების საინვესტიციო საზოგადოებად ტრანსფორმაციის ეპოქაში საინფორმაციო რესურსების დაუფასებლობამდე, ერთის მხრივ, ხოლო სიმდიდრის ერთი და იგივე ნაწილის შემაღგენლობაში არარეალურ სიმდიდრედ, სპეკულაციის ობიექტებად ქცეული ფასიანი ქაღალდებისა და წარმოებაში ჯერაც დაუნერგავი ღირებული სამეცნიერო კვლევების აღიარებამდე, მათ გათანაბრებამდე, მეორეს მხრივ. ჩატარებული ანალიზის საფუძველზე შეიძლება მოვიტანოთ ინვესტიციების ვრცელი განმარტება გზამკვლევ კატეგორიებთან ერთად.

ინვესტიციური რესურსები — ღირებულებებია, რომელთა დაბანდება ხდება ამა თუ იმ პროექტში ამა თუ იმ სახით სიმდიდრის ნამატის მიღების მიზნით მატერიალურ — ნივთიერიდან დაწყებული და ფულადით დამთავრებული.

სიმდიდრის სახეები ემთხვევა საინვესტიციო რესურსების სახეებს და იყოფა რეალურ და ფულად, მ.შ. **საფინანსო რესურსებად.**

რეალური ინვესტიციური რესურსები მოიცავენ ყველა სახეს:

- ბუნებრივ რესურსებს;
- შრომით რესურსებს;
- მატერიალურ-ნივთიერ რესურსებს, რომელთა გამოყენებაც შესაძლებელია ეკონომიკურ განვითარებაში (შენობები, ნაგებობები, მანქანები და მოწყობილობები, სატრანსპორტო და კავშირ-გაბმულობის საშუალებები და ა. შ.);
  საინვესტიციო რესურსებს (ყველაზე ფართო გაგებით, ანუ სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებიდან საზოგადოების საგანმანათლებლო პოტენციალამდე და ყველა შესაძლო მ.შ ბეჭდურ და ელექტრონულ მატარებელზე ჩაწერილი სასარგებლო ინფორმაციის ყოველგვარ დაგროვებამდე).

ფულადი, მ.შ. საფინანსო რესურსები მოიცავენ ინვესტიციების სახით მიმართულ ან გარკვეული პირობებით ამ სახით გამოსაყენებელ ყველა ფულად საშუალებას.

ფულადი საშუალებები (რესურსები) ფინანსურ რესურსებად გადაიქცევა ამა თუ იმ სახით ინვესტირებისთვის გათვალისწინებული მიზნობრივი დანიშნულების ფონდების სტრუქტურირების შემთხვევაში.

ინვესტიციური რესურსების განმარტების შემდგომ შეგვიძლია გავაკეთოთ ინვესტიციების, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის ვრცელი განმარტება.

ინვესტიციები — ეს არის რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური რესურსების დაბანდებანი პროექტებში. მათ განხორციელებას მივყავართ მატერიალურ-ნივთიერი და ინფორმაციული ფორმით რეალური სიმდიდრის ნამატის მიღებამდე, რასაც თან ახლავს ფულადი (ფინანსური) სიმდიდრის ან მხოლოდ ამ უკანასკნელის ნამატი (საზოგადოებაში ფულადი საშუალებების გადანაწილების ხარჯზე).

როგორც ეკონომიკური კატეგორია, ინვესტიციები გამოხატავს ეკონომიკურ ურთიერთობებს, რომლებიც წარმოიშობა ინვესტიციური პროცესის მონაწილეთა შორის ინვესტიციური რესურსების გამოყენებისა და ფორმირების გზით, წარმოების სრულყოფისა და გაფართოების მიზნით.

1.4. ინვესტიციის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის, დასაბუთება კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიის პოზიციიდან

როგორც ცნობილია, კაპიტალი, რომელიც შეადგენს კაპიტალისტური წყობილების შემადგენელ ფუნდამენტს, კლასიკურ პოლიტეკონომიაში განისაზღვრებოდა, როგორც თვითშენარდი ღირებულება. ცნობილია კაპიტალის საყოველთაოდ მიღებული ფორმულა $D-T-D^1$, სადაც $D^1=D+\Delta D$. მოყვანილი ფორმულა მიგვანიშნებს, რომ „საქონლის გაყიდვის დროს, კაპიტალისტის მიერ გაშომუშავებული თანხა ტოლია პირველდაწყებითი ავანსირებული ფულადი თანხისა პლიუს ნამატი, რომელიც წარმოადგენს ზედმეტ ღირებულებას".

ზედმეტი ღირებულება, როგორც დამტკიცებული იყო კარლ მარქსის მიერ, წარმოიქმნება საქონლის წარმოების სტადიაზე. ამრიგად, ნებისმიერი ქონების კაპიტალად გადასაქცევად, აუცილებელია ეს ქონება ჩავდოთ წარმოებაში ზედმეტი ღირებულების მისაღებად. წარმოებაში ღირებულების ასეთი ჩადება შეადგენს ინვესტიციებისა და ინვესტიციური საქმიანობის ეკონომიკურ არსს.

აღსანიშნავია, რომ კაპიტალის მატერიალურ ფორმას (ფული და საქონელი) არ გააჩნია პრინციპული მნიშვნელობა (კვალიფიციური თვისება, რომელიც ქონებას გადააქცევს კაპიტალად, არის ქონების უნარი, ტრანსფორმირდეს კაპიტალში, აწარმოოს რა ზედმეტი ღირებულება). ყველაზე მეტად გავრცელებულია საინვესტიციო კაპიტალი, რომელსაც გააჩნია ფულადი ფორმა.

განსაზღვრავდა რა სპეციფიკურ თავისებურებებს, რომლებიც ფულად კაპიტალს განასხვავებდნენ კაპიტალის სხვა სახესხვაობებისგან, კ.მარქსმა აღნიშნა, რომ „კაპიტალი ნამდვილ მოძრაობაში არსებობს როგორც კაპიტალი არა მიმოქცევის სფეროში, არამედ მხოლოდ წარმოების პროცესში, სამუშაო ძალის ექსპლუატაციის პროცესში. მაგრამ სხვაგვარადაა საქმე იმ კაპიტალთან, რომელსაც მოაქვს პროცენტები და სწორედ ამაში მდგომარეობს მისი სპეციფიკური ხასიათი. ფულის მფლობელი, რომელსაც სურს გამოიყენოს თავისი ფული, როგორც პროცენტების მომტანი კაპიტალი, გაასხვისებს მას მესამე პირზე, ჩაუშვებს მიმოქცევაში, გადააქცევს მას საქონლად როგორც კაპიტალს — არა მარტო თავისთვის, არამედ —სხვებისთვისაც".[2]

ამრიგად, ფულადი საშუალებები (როგორც ნებისმიერი სხვა ქონება) იძენს კაპიტალის თვისებას (როგორც თვითშენარდი ღირებულება) შემდეგ შემთხვევებში: **პირველ რიგში,** გასხვისდებიან მესამე პირის სასარგებლოდ, როგორც თვითშენარდი ღირებულება, როგორც ქონება, რომელსაც შემოსავალი მოაქვს გამსხვისებელი პირისთვის, ანუ ვინც განასხვისა თავისი ქონება საწარმოში. ანუ სხვანაირად რომ ვთქვათ, ქონების გასხვისება (ფულადი საშუალებები) ხდება დაბრუნებით საწყისებზე, ე.წ. გასამრჯელოთი, რომელსაც ღებულობს ქონების გამსხვისებელი პირი.[3] **ამავდროულად,** პირი, რომლის სასარგებლოდაც მოხდა ფულადი საშუალებების გასხვისება, მას ღებულობს არა როგორც **უბრალოდ** ქონებას (ფულად საშუალებას), არამედ როგორც კაპიტალს, როგორც თვითშენარდ ღირებულებას.

არსებითად, ფულადი კაპიტალი — „ეს არის კაპიტალი არა მხოლოდ მისთვის, ვინც გაასხვისებს ფულს, არამედ, მესამე პირსაც დასაწყისიდანვე გადაეცემა როგორც კაპიტალი, როგორც ღირებულება, რომელიც ფლობს იმ სამომხმარებლო ღირებულებას, რასაც ქმნის დამატებითი (ზედმეტი) ღირებულება ანუ მოგება; ღირებულება, რომელიც მიმოქცევაში რჩება და თავისი ფუნქციონირების შემდეგ უბრუნდება ფულის პირველად მფლობელს, შესაბამისად, მხოლოდ დროებით გადადის ფუნქციონირებადი კაპიტალისტის მფლობელობაში, ანუ კი არ იყიდება ან იხარჯება, არამედ, გაიცემა

---

[1] **Брегел Э.Я.** Политическая экономия капитализма. М., 1968. გვ. 67.

[2] **Маркс К.** Капитал. Т. 3. М., 1970. გვ. 337.

[3] ამასთან დაკავშირებით, ფულადი კაპიტალის მიმართ გამოყენებული ცნობილი გამოთქმა „დრო ფულია" — რუალურ ეკონომიკურ აზრს იძენს. არსებითად, ეს ნიშნავს იმას, რომ დროს, რომლის განმავლობაშიც ფულადი კაპიტალის მიმღები პირი მას იყენებს, შეიძლება ფულადი შეფასებაც მიეცეს —კრედიტზე ერთგვარი გადახდის სახით.

სესხად იმ პირობით, რომ ვადის გასვლის შემდეგ, ჯერ ერთი, უბრუნდება თავის საწყის პუნქტს და მეორეც, ბრუნდება როგორც კაპიტალი, რომელმაც მოახდინა თავისი სახმარი ღირებულების და დამატებითი ღირებულების წარმოქმნის უნარიანობის რეალიზება".[1]

ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲐ, ᲠᲝᲒᲝᲠᲪ ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲘ ᲡᲐᲛᲐᲠᲗᲚᲔᲑᲠᲘᲕᲘ ᲙᲐᲢᲔᲒᲝᲠᲘᲐ

ზემოთთქმულს გააჩნია დიდი მნიშვნელობა კაპიტალის მოძრაობის სამართლებრივი ფორმების შესწავლისათვის. ცნებები „ინვესტიციები", „კაპიტალი", „ფულადი კაპიტალი" არ გვეელინებიან საკუთრივ სამართლებრივ კატეგორიებად. ისინი განიხილებიან საზოგადოებრივი ეკონომიკური ურთიერთობების თვალთახედვიდან გამომდინარე. ეკონომიკურ — სამართლებრივ სივრცეში უკვე არსებობს კატეგორიების ანალიზის გამოცდილება ეკონომიკური ურთიერთობების სფეროში. თუმცა, აქვე უნდა ავღნიშნოთ, რომ ისინი არ გვეელინებიან დამოუკიდებელ და წმინდა სამართლებრივ კატეგორიებად და ამიტომ არ გააჩნიათ საკუთარი იურიდიული მნიშვნელობა; აქედან გამომდინარე, მათი აღწერა ხდება სხვადასხვა სამართლებრივი ცნებების, კონსტრუქციებისა და ინსტიტუტების დახმარებით. მაგალითის სახით შეგვიძლია მოვიყვანოთ უ.ა. ფლეიშიცის ნაშრომი, რომელიც განიხილავს „საწარმოს" კატეგორიის ბუნებას.

იგი აღნიშნავს, რომ „სამრეწველო საწარმოს საქმიანობაში პირველ რიგში თვალში საცემია სუფთა ტექნიკური საწარმოო საქმიანობა, იგი თითქოსდა მოკლებულია სამართლებრივ ხასიათს. მაგრამ ყოველ ამ მოქმედებას გააჩნია სამეურნეო აზრი, ვინაიდან, საბოლოო ჯამში აქ ადგილი აქვს არა მარტო სამეურნეო, არამედ სამართლებრივ აქტსაც: საწარმოო ხასიათის პროდუქტების დაბრუნებითი პირობით გასხვისებას, მათ გაცვლას ფულზე, ცხადია იურიდიულ საფუძველზე, უფრო ხშირად ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების საფუძველზე".

ანალოგიური მსჯელობა შეგვიძლია გამოვიყენოთ ინვესტიციების კატეგორიაზეც, ვინაიდან, ინვესტირების მიმართაც იგივე სიტუაციაა: ერთი შეხედვით, ინვესტიციის კატეგორიაც მოკლებულია დამოუკიდებელ სამართლებრივ ხასიათს. მაგრამ საბოლოო ჯამში, ინვესტირება როგორც კაპიტალის მოძრაობა ასე თუ ისე, გაშუალებულია კონკრეტულ სამართლებრივ ურთიერთობებში და კონკრეტულ სამართლებრივ ფორმებში.

კაპიტალის მოძრაობის სამართლებრივი ფორმების რეგლამენტირებისას, (სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, იმისათვის, რომ ქონება გარდაიქმნას შემოსავლის მომტან კაპიტალად), საზოგადოებამ (უფრო კი ქვეყანამ) თავიდან უნდა უზრუნველყოს ისეთი სამართლებრივი პირობების ფორმირება, რომლებიც ქონების (როგორც წესი, ფულადი სახსრების) მფლობელს, პოტენციალურ კაპიტალისტს ჯერ ერთი, პირველსაწყისი ავანსირებული კაპიტალის, და მეორე მხრივ, მისი (კაპიტალის) სამომხმარებლო ღირებულების რეალიზაციის ე.ი. შემოსავლის მიღებას გარანტიას მისცემს.

წინააღმდეგ შემთხვევაში, ქონების (ფულადი სახსრების) მფლობელი, ინვესტირებისგან თავს შეიკავებს, დარჩება უბრალოდ ქონების მფლობელი, არ მოხდება მისი კაპიტალისტად ტრანსფორმაცია, რომელიც შექმნის სამომხმარებლო ღირებულებას, ცხადია, დამატებითი ღირებულების მიღებისთვის.

ყურადსაღებია ერთი გარემოებაც: პოლიტეკონომიაში ფულადი კაპიტალის კლასიკური განსაზღვრება არსებითად ემთხვევა ეკონომიკურ ლიტერატურაში „ინვესტიციების" კატეგორიების განსაზღვრას. „ინვესტიცია — ეს ნებისმიერი ინსტრუმენტია, რომელშიც შეიძლება მოთავსდეს ფული და შენარჩუნდეს ან გაიზარდოს მისი ღირებულება და/ან უზრუნველყოფილი იქნეს შემოსავლის დადებითი სიდიდე. თავისუფალი ფინანსური საშუალებები — არ არის ინვესტიცია, ვინაიდან, ნაღდი ფული შეიძლება „შეჭამოს" ინფლაციამ და მათ ვერ მოახდინონ შემოსავლის უზრუნველყოფა. თუ ფულის იგივე რაოდენობას მოვათავსებთ ბანკში შემნახველ ანგარიშზე, მაშინ, მას შეიძლება ვუწოდოთ

[1] **Маркс К.** Капитал. Т. 3. М. 1970. გვ. 337.

ინვესტიცია, ვინაიდან, ანგარიში ახდენს განსაზღვრული შემოსავლის გარანტირებას".[1]

ქონების ინვესტირების დროს, ინვესტორი ახორციელებს ქონების გასხვისების აქტს. თუმცა, ყურადღება უნდა მიაქციოთ იმას, რომ უკიდურეს შემთხვევაში, გასხვისების მომენტში საჭიროა გასხვისებული ქონების ფულადი შეფასება. ასეთ შემთხვევაში ფინანსური კაპიტალის მსგავსად გასხვისების აქტი ატარებს დროებით ხასიათს და ადრე თუ გვიან, საწარმოს ნორმალურად განვითარების შემთხვევაში ინვესტორს უნდა ჰქონდეს ინვესტირებული სახსრების დაბრუნების დასაბუთებული საფუძველი, თანაც არა პირველსაწყისი ფორმით, არამედ ფულადი ექვივალენტის ფორმით მაინც.

ინვესტირების იურიდიულ-სამართლებრივი ფორმების ევოლუცია

ამრიგად, ინვესტირება ანუ ქონების გასხვისება მესამე პირზე, მისი წარმოებაში შემდგომი გამოყენებისათვის დამატებითი ღირებულიების მიღების მიზნით, გვეელინება კაპიტალისტური წარმოების უცვლელ ნიშან-თვისებად. კ. მარქსის შენიშვნების თანახმად: „პროცენტების მომტანი კაპიტალი არის ავტომატური ფეტიში, თვითმზარდი ღირებულება, ფული, რომელიც გვეელინება სუფთა, საბოლოო სახით და ამ ფორმით მას უკვე არ გააჩნია თავისი წარმოშობის არანაირი კვალი, საზოგადოებრივმა დამოკიდებულებამ მიიღო საბოლოო (დაუსრულებელი) სახე ფულთან მიმართებაში. მუშა ძალის შემთხვევაში, ფულის მომხმარებლობით ღირებულებას გააჩნია უნარი, შექმნას იმაზე მეტი ღირებულება, ვიდრე მანამდე იყო. ფული, როგორც ასეთი, უკვე წარმოადგენს თვითმზარდ ღირებულებას, და ასეთი სახით გაიცემა სესხად, რაც გვეელინება ამ თავისებური საქონლის გაყიდვის ფორმად. შექმნას ღირებულება, მოიტანოს პროცენტები, გვეელინება მის ისეთივე თვისებად, როგორც მსხლის ხისთვის — მსხლის გამობმაა".[2]

კაპიტალიზმის ფორმირების პირველ ეტაპზე, პირველსაწყისი კაპიტალდაგროვების ეტაპზე, ინვესტიციის მწარმოებელი კაპიტალისტი — **რეციპიენტი** და კაპიტალისტი — **ინვესტორი** პრაქტიკულად განუყოფელი იყო და ხშირად ერთი და იგივე პირი. სახსრების შემდგომი ინვესტირებისას, ეტაპობრივად ვითარდებოდა რა საკუთარი საქმე, საკუთარი წარმოება, ზოგჯერ ერთიანდებოდნენ სხვადასხვა მწარმოებელ-კაპიტალისტები. ნებისმიერ შემთხვევაში, მწარმოებელი კაპიტალისტი ფინანსური საშუალებების ინვესტირებისას, არ კარგავდა კონტროლს გასხვისებულ ინვესტირებად კაპიტალზე. „კაპიტალიზმისა და კაპიტალისტური წარმოების პირველსაწყისი განვითარების ეპოქაში, მეწარმე გამდიდრდა ერთპიროვნული მოღვაწის სახით, რომელმაც თავისი თავი მიუძღვნა წარმოებას, რომლის ორგანიზება და გაძღოლაც ითავა. მწარმოებელი — ეს იყო ვაჭარი, მეწარმე, რომელიც თავის ხარჯით, მთელი თავისი ენერგიით, ახდენდა მთელი წარმოების მართვას ".[3]

"SOCIETAS", "COMPAGNIA", "COLLTGANZA" — კაპიტალის ინვესტირების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმები

იმ შემთხვევაში, როცა საწარმოს განვითარება საჭიროებდა მნიშვნელოვნად მეტ სახსრებს, ვიდრე მეწარმეს გააჩნდა, ან, როცა ფინანსური საშუალებების (ფულის) ჩადება დაკავშირებული იყო საფრთხესთან, მაშინ, მეწარმეს შეეძლო გაერთიანებულიყო სხვა მეწარმე ინვესტორთან. პირველად, გაერთიანების ასეთი სახისთვის გამოიყენებოდა სამართლებრივი ფორმა, რომელიც ცნობილი იყო ძველ რომაულ სამართალში — „Societas"-ის სახელწოდებით. მეწარმეს წილი განისაზღვრებოდა ქონებრივი შენატანის ან სამუშაოში მონაწილეობის ხვედრით წილთან დამოკიდებულებით. თუმცა, ზემოთ აღწერილი ფორმის მნიშვნელოვანი ნაკლოვანება იყო ის, რომ Societas თითოეულ წევრს ასეთ საწარმოებზე განუსაზღვრელი პასუხისმგებლობა გააჩნდა. ამრიგად, თანამედროვე საწარმოო საქმიანობაში ამ ფორმის გამოყენების ძირითადი დაბრკოლებაა ის, რომ წარმოების წარუმატებლობის შემთხვევაში მოცემული ფირმა წინასწარ ვერ განსაზღვრავდა შესაძლო დანაკარგებს. სხვა სიტყვებით

---

[1] Гитман Л., Джонс М. Основы инвестирования. М., 1997. გვ. 11.

[2] Маркс К. Капитал. Т. 3. М. 1970. გვ. 431.

[3] Каминка А.И. Основы предпринимательного права. Пг. 1917. გვ. 18-19.

რომ ვთქვათ შოციეტას სამართლებრიეი ფორმების გამოყენება ინვესტორს არ აძლევდა საშუალებას, წინასწარ შეეფასებინა კაპიტალის დაბანდების საინვესტიციო რისკი. ინვესტორები იძულებულები იყვნენ მოეძებნათ ძალთა გაერთიანების ახალი, უფრო მომგებიანი ფორმები.

Societas, როგორც კაპიტალის ინვესტირების ფორმის არასრულყოფილება განსაკუთრებით მწვავედ გამოულინდა ე.წ. მაღალრისკიანი მეწარმეობის სფეროში — ვაჭრობაში. ვაჭრობისა და საბანკო კაპიტალის განვითარებამ XII საუკუნის ფლორენციაში განაპირობა Societas ახალი მოდიფიკაციის „Compagnia"-ს განვითარება, მისი ძირითადი უპირატესობა იყო ინვესტორის შესაძლებლობა — ემართა საინვესტიციო რისკი (აერჩია კაპიტალის დაბანდების ესა თუ ის ფორმა). ნაწილობრივ, საწარმოში მონაწილეობასთან ერთად, Compagnia-ში გათვალისწინებული იყო მონაწილეობის რამდენიმე დამატებითი ფორმა შოპრაცორპო. ესენია: 1) compagnia-ის მონაწილეების შემოსაელები, ანუ, რეინვესტირებული კაპიტალი; 2) ცომპაგნია მონაწილეების ადრე შეტანილ ანაბრებზე ზეყით დამატებითი შენატანები — fuori del corpo della compagnia – ანუ დამატებითი კაპიტალი b; 3) compagnia-ს არა მონაწილეების შენატანები – depoziti a discrezione. შემოსაელის ოდენობა დამოკიდებული იყო მონაწილეობის ფორმებზე და ინვესტორის რისკის ხარისხზე.[1]

ამავდროულად არ შეიძლება არ აეღნიშნოთ, რომ ინვესტორის მიერ კაპიტალის განთაესებისთვის არჩეული სამართლებრიეი ფორმები დამოკიდებულია საწარმოს თავისებურებებზე, სადაც ხორციელდება კაპიტალის დაბანდება. საზღეო ვაჭრობა განსხვაედებოდა საშინაო ვაჭრობისაგან. ამიტომ, ფლორენციელი ვაჭრებისა და ბანკირებისთვის, საინვესტიციო რისკების მართვის ფორმები, არ იყო ხელსაყრელი ვენეციელი ვაჭრებისთვის. აქ განვითარდა ინვესტორთა გაერთიანების სხვა ფორმა – colleganza ან collegantia (გენუაში მსგავსმა გაერთიანებამ მიიღო სახელწოდება commenda). ეს ფორმა მისაღები იყო მხოლოდ საზღვაო ვაჭრებისთვის, ვინაიდან, იძლეოდა რისკის დივერსიფიცირების საშუალებას. დროთა განმაელობაში, colleganza შეცვალა საზღვაო დაზღევამ და საეაჭრო კომისიის განვითარებამ. გარკვეულ ისტორიულ ეტაპზე compagnia და colleganza გამოიყენებოდა კაპიტალის ინვესტირების საორგანიზაციო-სამართლებრივ ფორმებად, უფრო სწორად კაპიტალის პირდაპირი ინვესტირების ფორმად. ეს უკანასკნელი საშუალებას ანიჭებდა ინვესტორს არა მხოლოდ განეხორციელებინა კონტროლი, არამედ ემართა კაპიტალის განთავსებასთან დაკავშირებული რისკიც.

ინვესტიციური აქტივობის და შესაბამისად სამართლებრიეი ფორმების განვითარების შემდეგი ეტაპი იყო დიდი გეოგრაფიული აღმოჩენების პერიოდი. „XVI და XVII ასწლეულები იყო გეოგრაფიული აღმოჩენების საუკუნეები, ახალ ქვეყნებთან და ახალ საზოგადოებასთან კონტაქტების, ხელოვნებაში, პოეზიაში, მეცნიერებაში, არქიტექტურასა და მათემატიკაში ექსპერიმენტების პერიოდი. განვითარდა ხელოსნობა და ვაჭრობა... ამ დროისათვის მდიდრდებოდნენ არა პრინცები და ფაეორიტები, არამედ მოხერხებული, მარჯვე, გამომგონებელი ადამიანები, რომლებიც მიდრეკილები იყვნენ ნოვატორობისაკენ."[2]

კაპიტალიზმის განვითარებას დიდად შეუწყო ხელი ორი ახალი სახის ბერკეტის, კერძოდ, ბუღალტრული აღრიცხვის და ეკონომიკური პროგნოზირების განვითარებამ.

აქციონერული საზოგადოების განვითარება და საინვესტიციო კაპიტალი

ვაჭრობის განვითარებამ და ბუღალტრული აღრიცხვის შემოღებამ შესაძლებელი გახადა სააქციო საზოგადოების განვითარება და მასთან ერთად, საპორთფელო ინვესტირების შესაძლებლობაც, ანუ ისეთი ინვესტირებისა, როცა ინვესტორი ფულს აბანდებს ისე, რომ მონაწილეობას არ ღებულობს საკუთარ საწარმოო პროცესში, კერძოდ, წარმოების მართვაში.

აქციონერული საზოგადოების შემდგომმა განვითარებამ განაპირობა კაპიტალის განვითარების

---

[1] „compagnia"-სა და „colleganza"-ს შესახებ იხ. აგრეთვე: **Baskin J.B., Miranti P.J.**, A History of Corporate Finamce. Cambridge. 1997. გვ.38-49.

[2] **Бернстайн П.П.** "Против богов. Укращение риска". М., 2000. გვ.39.

ახალი ეტაპის ჩამოყალიბება და შესაბამისად, გაჩნდა ინვესტირების განხორციელების ახალი სამართლებრივი ფორმები.

ეკონომიკური თვალთახედვიდან გამომდინარე, „საწარმოო აქციონერული საზოგადოება... პირველ რიგში ნიშნავს მწარმოებელი კაპიტალისტის ფუნქციების შეცვლას. ამ უკანასკნელის ცვლილების მეშვეობით სააქციო საზოგადოებაში ჩადებული კაპიტალი კაპიტალისტისათვის წმინდა ფინანსური კაპიტალის ხასიათს იძენს. ფინანსური კაპიტალისტი, როგორც კრედიტორი არ მონაწილეობს თავისი კაპიტალის გამოყენებაში წარმოების პროცესში, თუმცა, კაპიტალის ეს გამოყენება საკრედიტო ურთიერთობების აუცილებელი პირობაა, ვინაიდან, კრედიტორი მხოლოდ გასცემს ფულად კაპიტალს და განსაზღვრული დროის გასვლის შემდეგ მას უკან ღებულობს პროცენტებთან ერთად. მისი ფუნქცია აქ მთავრდება იურიდიული გარიგებით. ფულადი კაპიტალისტის მსგავსად ფუნქციონირებს აქციონერიც“.[1] საინვესტიციო სახსრების კონტროლირებისა და საინვესტიციო რისკის მართვის შესაძლებლობის თვალთახედვიდან გამომდინარე პორტფელური ინვესტორისთვის, სურათი სრულიად იცვლება. ამ მხრივ, შეიძლება დავეთანხმოთ პროფესორ პ.პ.ციტოვიჩს, რომელიც აქციების შეძენას ადარებს ლატარიის ბილეთების ყიდვას. „აქციების ყიდვა ყოველთვის დაკავშირებულია რისკთან, რამეთუ ყოველგვარი აქცია ბევრად, თუ მცირედად ჰგავს ლატარიის ბილეთს“.[2]

საინვესტიციო მომსახურება

ინვესტიციების განთავსების ხერხებისა და ფორმების გართულებამ ფულადი კაპიტალის მომსახურების ახალი სპეციალური სახეობების წარმოშობას შეუწყო ხელი. საქმე ეხება „ინვესტიციის“ სამართლებრივი რეგულირების სფეროში ახალი ტერმინის „საინვესტიციო მომსახურეობის“ შემოღებას. მოცემული კატეგორია ტრადიციულად გამოიყენებოდა პირველ რიგში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ოპერაციების ჩატარებისას. ფასიანი ქაღალდების რეგულირების თანამედროვე ერთერთი პირველი სამართლებრივი აქტის რიცხვში შედის აშშ-ს ფედერალური კანონი საინვესტიციო კომპანიების შესახებ 1940 წლის (Investment Companies Act) და 1940 წლის კანონი ინვესტიციური კონსულტანტების შესახებ (Investment Advisers Act). ასევე დიდად მნიშვნელოვანია კანონი საინვესტიციო კომპანიების შესახებ, რომელიც არეგულირებს აშშ-ს საფონდო ბაზარს და გვეულინება 1933 და 1934 წლების კანონების დამატებად.[3]

1940 წელს მიღებული კანონი არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი პროფესიონალურ მონაწილეების — საინვესტიციო კომპანიების საქმიანობას. საინვესტიციო კომპანიების მთავარი ამოცანა განპირობებულია საინვესტიციო რისკების გადანაწილებაში.

1940 წელს საინვესტიციო კონსულტანტთა შესახებ მიღებული კანონი აწესრიგებს სამეწარმეო საქმიანობაში ჩაბმული იურიდიული პირებისადმი წაყენებულ მოთხოვნებს, რეკომენდაციების მოშზადების, ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტების, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მდგომარეობის ანალიზის და ა.შ. საშუალებით.

აღსანიშნავია, რომ 30-იან წლებში აშშ-ს კანონმდებლობამ არა მარტო საფუძველი ჩაუყარა პროფესიონალური მოქმედებების რეგულირების ფუნდამენტს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, არამედ, ამ კანონმდებლობამ გავლენა მოახდინა აშშ-ს საზღვრებს გარეთ სხვა ქვეყნებზეც. მეორე გადაწყვეტილება, რომელიც მიიღო აშშ-მ 1929 წელს, ეკონომიკურ კრიზისთან დაკავშირებით, იყო საბანკო საქმიანობისა და ფასიანი ქაღალდების საქმიანობის გამიჯვნა, რამაც აგრეთვე არსებითი

[1] **Гильфердинг Р. Финансовый капитал. М., 1959. გვ.147-148.**

[2] **Цитович П.П. Очерки по теории торгового права. Вып. 2. СПБ. 1901. გვ.174.**

[3] პირველი ორი კანონი ეხება ფასიან ქაღალდებს და შემუშავებულია 1933 წელს (Securities Act) და საფონდო ბირჟებს, შემუშავებულია 1934 წელს (Securities Exchange Act). ეს საკანონმდებლო აქტები განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის შექმნის პრინციპებს. მოცემულ აქტებში ჩადებული რეგულირების პრინციპები მნიშვნელობან გავლენას ახდენენ ევროპული ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე, მათ შორის აღმოსავლეთ ევროპის და რუსეთის ბაზრებზეც.

გაელენა მოახდინა საზღვარგარეთის ქვეყნების კანონმდებლობაზე. ეს უკანასკნელი გაკეთდა ე.წ. გლას-სტიგოლის კანონის მეშვეობით.[1]

აშშ-ში მიღებული კანონმდებლობით, საბანკო და საინვესტიციო მომსახურების ასეთმა გამიჯვნამ არსებითი გაელენა მოახდინა საინვესტიციო და საბანკო კანონმდებლობაზე საზღვარგარეთის სხვა ქვეყნებშიც. თუმცა, ახალი ელექტრონული ტექნოლოგიების განეითარებასთან დაკავშირებით და მოცემულ სფეროში სამართლებრივი რეგულირების არაჰარმონიული გაელენით გლას-სტიგოლის კანონმა „უკან დაიხია". ამან ნაწილობრივ ასახვა ჰპოვა ევროკავშირის დირექტივებში საინვესტიციო მომსახურების შესახებ (Investment Services Directive ISD) 1933 წელს, დირექტივა მიმართულია ევროკავშირის წევრ-ქვეყნებზე და შეიცავს მითითებებს, რომელიც ეხება ევროკავშირის წევრი-ქვეყნების სამართლებრივი განეითარების ძირითად მიმართულებებს.

ISD არსებითად, ფინანსური მომსახურების ერთიანი ბანკის რეგულირების სისტემაში უნდა აერთიანებდეს სხვადასხვა სამართლებრივი კულტურის 12 განსხვავებულ ეროვნულ სისტემას. ISD შეიცავს „საინვესტიციო მომსახურების" განსაზღვრულ კატეგორიებს (Investment Service), რომლის საფუძველია პროფესიონალური მოქმედების განსაზღვრა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, იგი არ ეხება საბანკო მომსახურეობის ბაზარს.

ამავდროულად, ISD ფარგლებში უკვე ითვალისწინებენ როგორც საბანკო, ისე ფასიანი ქაღალდების ერთსა და იმავე მონაწილის მიერ უნივერსალური მომსახურების შესაძლებლობას. ამრიგად, ნაპოვნი იქნა კომპრომისი იმ სახელმწიფოებს შორის, რომელთა ფინანსური ბაზარი აგებულია უნივერსალური ბანკების სისტემაზე, და სახელმწიფოებს შორის, რომელთა ბანკები იყოფა კომერციულ და ინვესტიციურ ბანკებად.

ინვესტიციური საქმიანობის რეგულირებისადმი მოცემული მიდგომა ევროკავშირში ასახავს ფულადი კაპიტალის გავრცელებასთან დაკავშირებული მომსახურების აღმომჩენი ორგანიზაციების საქმიანობის უნივერსალიზაციის ტენდენციას.

ფინანსურ ბაზარზე მომსახურების განმახორციელებელი ორგანიზაციების საქმიანობის უნივერ-

---

[1] გლას-სტიგოლის კანონი, მრავალი წლის განმავლობაში განსაზღვრავდა აშშ-ს ფინანსური მომსახურების ბაზრის რეგულირების „კარკასს". კანონი მიღებულ იქნა 1933 წელს. ის ითვალისწინებდა მთელ რიგ შეზღუდვებს კომერციული ბანკებისა და საინვესტიციო კომპანიების მოქმედებაში. ნაწილობრივ, მოცემულმა კანონმა დაადგინა ფასიან ქაღალდებზე ჩატარებული ოპერაციების საკმაოდ შეზღუდული ჩამონათვალი, რომლებიც უნდა განეხორციელებინათ ბანკებს, აღკვეთა ბანკების ფილიალების შექმნის პრაქტიკა, რომლებიც ახორციელებდნენ ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციებს, კომპანიებს აუკრძალა განეხორციელებინათ საბანკო ოპერაციები ანაბრების მიღებაზე, ეწარმოებინათ გადასახადები ჩეკებით და საბანკო ოპერაციების სხვა სახეები. (იხ. **Паллард А.М., Пайсек Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. «Банковское право США» М.**1992. გვ.360-362). მიღებული დირექტივების შედეგად „ინვესტიციური მომსახურების" ქვეშ იგულისხმება მომსახურების ტრადიციული „ნაკრები"; რომლებსაც წარმოადგენენ პროფესიონალი მონაწილეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ეს „ნაკრები" ჩამოთვლილია დირექტივის „A" განყოფილებაში და მოიცავს: 1)ინვესტორის სახელზე განაცხადის (Orders) მიღებასა და გადაცემას (reception and transmission) და აგრეთვე, ასეთი განაცხადების გამოყენებას კლიენტებისათვის; 2)საკუთარი სახელით საკუთარ ანგარიშზე (for own account) ფინანსური ინსტრუმენტებით ნებისმიერი ოპერაციის ჩატარება; 3). საინვესტიციო პორტფელების მართვა, რომელიც მოიცავს ერთ ან რამდენიმე ინვესტიციურ ინსტრუმენტს; მართვის პროცესი ხორციელდება ინვესტორის მითითებების შესაბამისად, არადისკრიმინაციულ საფუძველზე პრინციპის „კლიენტი-კლიენტის" დაცვით (on a non-discruminatory client-to-client basis); 4) ანდერრაიტერის მომსახურების განხორციელება. აგრეთვე ფინანსური ინსტრუმენტების საშუალებით მათი განთავსების განხორციელება. დირექტივის „B" განყოფილება მოიცავს: ა)გადასაცემ საქმიანო ფასიან ქაღალდებს (transferable securities) და ბ)საინვესტიციო ფონდების წილს (units in collective investment schemas); ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებს (money-market instruments); ფინანსურ ფიუჩერსულ კონტაქტებს; ანალოგიური გადასაცემი ინსტრუმენტების ჩათვლით (financial futures contracts including equivalent cach-settled instrumnets); ფორვარდულ ინდექსურ შეთანხმებებს (forward interest rate agreements-FRA); ინდექსური, საგალუტო და საფონსო სვოპები (Interest rate currency and equity swaps) და სხვა.

სალიზაციის ტენდენცია შედარებით სრულად აისახა განხილული დარგის უკანასკნელ ორ (მიღების დროის თვალსაზრისით) კანონში. აშშ-ში და დიდ ბრიტანეთში 1999-2000 წლებში მიღებული სამართლებრივი აქტები იმაზე მეტყველებენ, რომ ზემოთ აღნიშნული აქტების რეგულირების ობიექტი (საგანი) მოიცავდა ურთიერთობების გაცილებით ფართო სპექტრს (იმ აქტებთან შედარებით, რომელთა რეგულირების საგანი იყო საინვესტიციო მომსახურებასთან ტრადიციული გაგებით დაკავშირებული საკითხები).

უნდა აღინიშნოს, რომ 1999 წელს კანონის „ფინანსური მომსახურების მოდერნიზაციის შესახებ" მიღებით აშშ-ში[1] განხორციელდა ე.წ. საკანონმდებლო „ლეგალიზაცია", ე.ი. მოხდა საკანონმდებლო აქტების დონეზე კატეგორიების: „ფინანსური მომსახურების" და „ფინანსური საქმიანობის" გამოყენება. დიდ ბრიტანეთში 2000 წლის ივნისში მიღებულ იქნა ახალი კანონი, რომელმაც 2001 წლის ივნისში შეცვალა 1986 წლის კანონი: „ფინანსური მომსახურების შესახებ", კანონს „ფინანსური მომსახურების და ბაზრების" შესახებ (Financial Sercices and Markets Act) 2000 წ. პრაქტიკულად ანალოგი არა აქვს პირველ რიგში მარეგულირებელი ურთიერთობრების მასშტაბების მიხედვით, კანონის გამოყენების სფეროს თვალსაზრისით. მისი დებულებები გამოიყენება ბანკების, სამშენებლო ორგანიზაციების, სადაზღვეო კომპანიების, ურთიერთდაკრედიტების საზოგადოებების, საინვესტიციო და საპენსიო მრჩეველების (invesitment and pensions advisers), საფონდო ბროკერების, პროფესიონალი მონაწილეების მიმართ, რომლებიც საზოგადოების სთავაზობენ სხვადასხვა სახის საინვესტიციო მომსახურებას; ასევე საინვესტიციო ფონდების მმართველების, წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრის ოპერატორების (derivatives traders) მიმართ.

1999-2008 წლების უცხოეთის გამოცდილების ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ორი კატეგორია — „საინვესტიციო მომსახურება" და „ფინანსური მომსახურება" თანამედროვე პირობებში გამოიყენება, როგორც ფულადი კაპიტალის მოძრაობის (განთაყსების) სხვადასხვა სამართლებრივი ფორმის დახასიათების საერთო ცნება. უნდა აღინიშნოს, რომ ორივე სამართლებრივი აქტის რეგულირების საგანია პორტფელური ინვესტიციები.

კატეგორია „საინვესტიციო მომსახურება" კანონმდებლობაში გამოიყენებოდა გაცილებით ადრე, ვიდრე „ფინანსური მომსახურების" კატეგორია. აშშ-ში 1933 წელს, ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის და საფონდო ბირჟების შესახებ კანონის (1934 წელს), ასევე აშშ-ს 1940 წლის კანონების (საინვესტიციო კომპანიების და საინვესტიციო კონსულტანტების შესახებ) მიღება მიმართული იყო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების გაძლიერებისკენ. 1940 წელს მიღებული ორივე კანონი ეხებოდა საინვესტიციო მომსახურების გაწევას. კანონი ითვალისწინებდა პროფესიულ

---

[1] ლაპარაკია აშშ-ს ფედერალურ კანონზე: „ფინანსური მომსახურების მოდერნიზაციის შესახებ" (Financial Services Modnization Act) (შემდგომში 1999 წლის აშშ-ს კანონი), რომელიც პირველ რიგში მიმართული იყო იქითკენ, რომ აუცილებელი ცვლილებები შეტანილიყო აშშ-ში უკვე მოქმედ კანონებში, რომლებიც ძირითადად საბანკო ორგანიზაციების საქმიანობას ეხებოდა. კანონში არის საქმიანობის სახეობათა განსაზღვრა, რომლებიც თავიანთი ბუნებით ფინანსურ საქმიანობას წარმოადგენს. (activities that are financial in nature) და რომლებიც შეიძლება გადაეცეს საბანკო პოლდინგს. კანონი „ფინანსური მომსახურების ორგანიზაციის შესახებ" ცვლის გლასს-სტიგოლის კანონის იმ განყოფილებებს, რომელთა მიხედვით დადგინდა შეზღუდვები იმ ბანკების ფილიალების შექმნასთან დაკავშირებით, რომლებიც ახორციელებდნენ ოპერაციებს ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში. აღნიშნული კანონის მიხედვით საინვესტიციო კომპანიებს დირექტორებსა და მოსამსახურეებს ეკრძალებოდათ ამაუდროულად ყოფილიყვნენ საბანკო კომპანიების თანამდებობის პირები, **დირექტორები და მოსამსახურეები.** კანონს მოდერნიზაციის შესახებ ასევე ცვლილებები შეაქვს 1956 წელს მიღებულ კანონში „საბანკო ჰოლდინგების შესახებ", რის შედეგადაც არსებითად ფართოვდება საბანკო ჰოლდინგების შესაძლებლობები ფინანსური მომსახურების ბაზარზე მათ მიერ განხორციელებული ოპერაციების ნაწილში. ასე რომ, როცა ვლაპარაკობთ აშშ-ს საბანკო სისტემაზე, უნდა შევეხოთ არა უნივერსალური ბანკების საქმიანობას, არამედ უნივერსალურ საბანკო ჰოლდინგებს, რაც კონკურენტული ბრძოლის წარმართვის პრაქტიკის თვალსაზრისით არის კონკურენტული პოლიტიკის გატარების უფრო ეფექტური ფორმა.

საქმიანობას მიმართულს მესამე პირის ფულადი სახსრების განთავსებაზე ფასიან ქაღალდებში (საინვესტიციო კომპანიების საქმიანობა 1940 წლის საინვესტიციო კომპანიების შესახებ კანონის შესაბამისად) ანდა მესამე პირების ფულადი სახსრების ფასიან ქაღალდებში განთავსებებთან დაკავშირებული საკითხების კონსულტირებას.

დამკვიდრებული სამართლებრივი ტრადიციების გამო საინვესტიციო მომსახურება ეწინააღმდეგებოდა საბანკო მომსახურებას, რომელიც ასევე წარმოადგენდა სამართლებრივ ფორმას, და რომელიც ახასიათებდა ფულადი კაპიტალის განთავსებას. ამავე დროს მომსახურების ეს სახე ხორციელდებოდა სპეციალიზირებული პროფესიონალური ორგანიზაციების — ბანკების მიერ.

კანონმდებლობაში ახალი კატეგორიის — „ფინანსური მომსახურების" წარმოშობა გამოიხატა პროფესიული საქმიანობის უნივერსალიზაციის ტენდენციაში, რომელიც დაკავშირებული იყო ფულადი კაპიტალის განთავსებასთან, პორტფელური ინვესტორებისადმი გაწეული მომსახურების უნივერსალიზაციასთან. არსებითად ყველა სამართლებრივი აქტი, რომელიც ეხება ფინანსური მომსახურების გაწევის რეგულირებას, დაკავშირებულია როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის (საინვესტიციო კომპანიების, საინვესტიციო ფონდების და ა.შ.) პროფესიონალი მონაწილეების საქმიანობასთან, ასევე, საბანკო ორგანიზაციების საქმიანობასთანაც. უფრო მეტიც, ფინანსური მომსახურების რეგულირება ასევე ეხება სადაზღვევო საზოგადოებებისა და სამშენებლო კომპანიების საქმიანობასაც. ეს უკანასკნელი გარემოება განპირობებულია იმით, რომ აღნიშნული ორგანიზაციები, თავიანთი საქმიანობის სპეციფიკიდან გამომდინარე, იძულებულნი არიან მოახდინონ მნიშვნელოვანი ფულადი სახსრების აკუმულირება, რომლებიც მოითხოვენ შემოსავლების მომტან აქტივებში ფულადი სახსრების განთავსებას, ე.ი. ფულადი სახსრების, ფულადი კაპიტალის განთავსებასთან დაკავშირებული ორგანიზაციების საქმიანობას.

როგორც საინვესტიციო, ასევე ფინანსური მომსახურება ფლობს ერთ თვისებას — ისინი როგორღაც ერთიმეორეს აცილებენ, აშორებენ ფულადი კაპიტალის მომხმარებლებს. ამასთან არ შეიძლება ყურადღება არ მივაქციოთ იმას, რომ ურთიერთდაშორების ხარისხი იზრდება ფინანსური შუამავლების საქმიანობის დიფერსიფიკაციისა და გართულების შედეგად. ფინანსური შუამავლების საქმიანობის დიფერსიფიკაცია და გართულება უშუალოდაა დაკავშირებული საინვესტიციო რისკების შემცირების მიზნებთან, რაც ხორციელდება ამ რისკის გადანაწილებით სხვა ინვესტორებს შორის და ნაწილობრივ თვით ფინანსურ შუამავლებს შორისაც. ამის შედეგად ინვესტორისათვის, მართლაც, არსებითად სულერთი ხდება, თუ სად დაბანდდება მისი ფულადი კაპიტალი.

ამრიგად, კაპიტალისტური ურთიერთობების ევოლუციის პროცესში ფულადი კაპიტალის დაგროვებასთან ერთად ვითარდება საინვესტიციო საქმიანობა, რომელიც კაპიტალების ბაზარზე ფინანსური საქმიანობის ნაწილი ხდება. ამავდროულად ფინანსური მომსახურეობის გაწევის ხასით ადგილი აქვს საქმიანობის სამართლებრივი ფორმების დიფერსიფიკაციას.

უნდა აღინიშნოს, რომ კი არ ქრება კაპიტალის ინვესტირების ადრე არსებული ფორმები, პირიქით, ინვესტირების როგორც ძველი, ასევე ახალი ფორმები და ხერხები პარალელურად ვითარდებიან, ზოგჯერ კვეთენ ერთმანეთს ანდა გადაიხლართებიან ერთმანეთში. ასე მაგალითად, საწარმოს აქციების შესყიდვა (რომელიც ფალიბდება როგორც პორტფელური ინვესტიციების ფორმა), ხშირად გამოიყენება პირდაპირი ინვესტირებისთვის და ეს მიიღწევა აქციების საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვით, რაც ხორციელდება საწარმოთა შერწყმით და შეერთების გზით.

---

[1] ფულადი კაპიტალის განთავსების სპეციფიკა სადაზღვევო და სამშენებლო ორგანიზაციებში იმაში მდგომარეობს, რომ მათ მიერ გამოყენებული ფორმები უნდა უზრუნველყოფდნენ განთავსებული სახსრების საიმედოობის ამაღლებას (განთავსების შედეგად მიღებულ შემოსავლების შემცირების ხარჯზეც კი), ასევე განთავსებული სახსრების ფულად ფორმაში გადასვლის მაქსიმალურად სწრაფ შესაძლებლობებს. (ეს უკანასკნელი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია სადაზღვევო ორგანიზაციებისათვის).

მეორე თავი. ინვესტიციების თეორიული ბენეზისი

2.1. ინვესტიციის ეტიმოლოგიური მნიშვნელობა

ინვესტიციის განმარტება

სამეურნეო საქმიანობის უმნიშვნელოვანესი ელემენტი და ეკონომიკური თეორიის საგანია ინვესტიცია.

კაპიტალური დაბანდება — ინვესტიციური საქმიანობის ბაზისური ცნებაა. სამამულო ეკონომიკურ ლიტერატურაში მე-20-ე საუკუნის 80-იან წლებამდე ტერმინი „ინვესტიცია“ სოციალისტური აღწარმოების პროცესების ანალიზისთვის პრაქტიკულად არ გვხვდება, იგი ძირითადად კაპიტალისტური ეკონომიკის გამოკვლევებსა და საზღვარგარეთულ ავტორთა ნაშრომების თარგმანებში გამოიყენებოდა. ინვესტიციური საქმიანობის ბაზისურ ცნებად მიღებული იყო კაპიტალური დაბანდების ცნება. სახელწოდებიდან გამომდინარე **კაპიტალდაბანდება არის დაბანდება მხოლოდ ძირითად კაპიტალში,** მაშინ, როცა დაბანდება ეკონომიკური რესურსების სხვა სახეებში, ისეთები, როგორიცაა ინფორმაციული რესურსები, ფასიანი ქაღალდები, ინტელექტუალური პოტენციალი, მატერიალური მარაგები, ეკონომიკური რესურსები კაპიტალდაბანდებად არ იწოდებოდნენ, ან ამას აკეთებდნენ პირობითი შეთანხმებით.

ამჟამად ინვესტიციები ეკომონიკურ სისტემაში ერთ-ერთ ყველაზე უფრო ხშირად გამოყენებული კატეგორიაა, როგორც მაკრო, ისე მიკროდონეზე. მაგრამ ამ წამყვანი ეკონომიკური კატეგორიისადმი მკვლევართა განსაკუთრებული ყურადღების მიუხედავად, სამეცნიერო აზრს ჯერ არ შეუმუშავებია ინვესტიციების იმგვარი უნივერსალური განმარტება, რომელიც თეორიული და პრაქტიკული მოთხოვნილებების შესატყვისი იქნებოდა. იგი ადეკვატური არაა ინვესტიციების განხორციელების კონკრეტული სუბიექტის — სახელმწიფოს, საწარმოსა თუ საოჯახო მეურნეობის — პოზიციებიდან.

თანამედროვე ლიტერატურაში არსებული ინვესტიციების განმარტებები ამ კატეგორიას ხშირად განსაზღვრავენ არასაკმარისად მკაფიოდ, ან მეტისმეტად ვიწროდ, ყურადღებას ამახვილებენ მხოლოდ მის ზოგიერთ არსობრივ მხარეზე.

მრავალი განმარტებების ყველაზე უფრო ტიპიური უზუსტობა ისაა, რომ ინვესტიციებს უწოდებენ ფინანსური სახსრების ნებისმიერ დაბანდებას, რომელიც ხშირად არ უკავშირდება მათი განხორციელების სუბიექტების საინვესტიციო მიზნების მიღწევას. მათ ხშირად მიაკუთვნებენ ე.წ. „სამომხმარებლო ინვესტიციებს“ (ტელევიზორებისა და ავტომობილების შეძენა და ა.შ.), რომლებიც თავიანთი ეკონომიკური შინაარსის მიხედვით არ ეკუთვნის ინვესტიციებს — ხსენებული საქონლის შესაძენი სახსრები ამ შემთხვევაში იხარჯება მათ ხანგრძლივ მოხმარებაზე (თუ მათი შეძენა მიზნად არ ისახავს შემდგომში ამ საქონლის გაყიდვას მოგების მისაღებად). გარდა ამისა, ხშირად ერთმანეთისგან არ განასხვავებენ ფინანსური სახსრების საინვესტიციო დანახარჯებს და მათ მიმდინარე ხარჯებს, რომლებიც საწარმოს საოპერაციო პროცესს ემსახურება.

მრავალი არსებული განმარტება ინვესტიციებს უკავშირებს მხოლოდ კაპიტალის ზრდის ან მიმდინარე შემოსავლის (მოგების) მიღების მიზნებს. საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, მართალია, ეს განმსაზღვრელი მიზანია, მაგრამ ინვესტიციებს შეიძლება ჰქონდეს კაპიტალის დაბანდების სხვა, ეკონომიკური და არაეკონომიკური მიზნებიც.

ხშირი შეცდომა, რომელიც ლიტერატურაში გვხვდება, არის „ინვესტიციების“ ცნების გაიგივება „კაპიტალურ დაბანდებებთან“.[1] ამ შემთხვევაში ინვესტიციებს მიიჩნევენ კაპიტალის დაბანდებად როგორც საწარმოო, ისე არასაწარმოო ხასიათის ძირითადი კაპიტალის კვლაცწარმოებაში. ამასთან,

---

1 „ინვესტიციების“ და „კაპიტალის დაბანდებების“ შესახებ სხვადასხვა მეცნიერ-ეკონომისტების დღემდე არსებულ პოზიციებს უფრო დაწვრილებით შემდეგ პარაგრაფში შევეხებით. — **ავტორის შენიშვნა.**

ინვესტიციები შეიძლება განხორციელდეს საბრუნავი აქტივების გადიდებაში, მრავალფეროვან ფინანსური ინსტრუმენტებშიც, ცალკეული სახის არამატერიალურ აქტივებშიც. მაშასადამე, კაპიტალური დაბანდებები უფრო ვიწრო ცნებაა და იგი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც ინვესტიციების მხოლოდ ერთი ფორმა, მაგრამ არა როგორც მათი ანალოგი.

ინვესტიციების მრავალ განმარტებაში აღნიშნულია, რომ ისინი ფულადი სახსრების დაბანდებაა. ეს მართებული არაა. კაპიტალის ინვესტირება შესაძლოა განხორციელდეს როგორც ფულის, ისე, სხვა ფორმითაც — უძრავი და მოძრავი ქონების (კაპიტალური საქონლის), ამა თუ იმ ფინანსური ინსტრუმენტის (უპირველეს ყოვლისა — ფასიანი ქაღალდების), არამატერიალური აქტივების და ა.შ. ფორმით.

ბოლოს, მთელ რიგ განმარტებებში აღნიშნავენ, რომ ინვესტიციები სახსრების გრძელვადიანი დაბანდებაა. მართლაც, ცალკეულ ფორმის ინვესტიციებს (პირველ რიგში — კაპიტალურ დაბანდებებს, აქციებში შესრულებულ ინვესტიციებს და ა.შ.). გრძელვადიანი ხასიათი აქვს, მაგრამ ინვესტიციები მოკლევადიანიც შეიძლება იყოს (მაგალითად, ობლიგაციებში განხორციელებული მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები, ერთ წლამდე მიმოქცევის ვადის მქონე დეპოზიტური სერტიფიკატები).

უკანასკნელ პერიოდში ტერმინმა „ინვესტიცია“ უფრო ფართო გავრცელება მიიღო სამეცნიერო ლიტერატურაში, დაიწყო სამთავრობო და ნორმატიულ დოკუმენტებში მისი გამოყენება, თუმცა, შეტწილად ინვესტიციას ზოგჯერ ისევ აიგივებდნენ კაპიტალურ დაბანდებასთან. ინვესტიცია (კაპიტალური დაბანდება) განიხილებოდა ორ ასპექტში, როგორც ძირითადი კაპიტალის აღწარმოების კელავწარმოების ამსახველი პროცესი და როგორც ეკონომიკური კატეგორია, ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემა, — დაკავშირებული ძირითად ფონდებში ფულადი საშუალებების მობილიზაციიდან მათი ანაზღაურების მომენტამდე ავანსირებული ღირებულების მოძრაობასთან.

ინვესტიციების უფრო ფართო განმარტება განსახილველ პერიოდში იყო წარმოდგენილი იმ პოზიციიდან, რომლის თანახმადაც, ინვესტიცია გამოდის, როგორც დაბანდება არა მარტო ძირითად ფონდებში, არამედ საბრუნავ საშუალებათა ზრდაში.

ინვესტიციების განმარტება დანახარჯების და რესურსების მიხედვით

ამასთან, ინვესტიცია, როგორც წესი, განიხილებოდა ფონდების გაფართოებულ კელავწარმოებასთან კავშირში, რამდენადაც ინვესტიციური ციკლის დამთავრება დაკავშირებული იყო ძირითადი ფონდების და საწარმოო სიმძლავრეების მოქმედებაში შეყვანასთან. ამან გამოიწვია ინვესტიციის ეკონომიკური არსის განსაზღვრის ორი მიდგომის – დანახარჯების და რესურსების მიხედვით ფორმირება.

დანახარჯების მიხედვით მიდგომის შესაბამისად, ინვესტიცია აღიქმება, როგორც დანახარჯები ძირითადი ფონდების კელავწარმოებაზე, მათ გადიდებასა და სრულყოფაზე. ეს მიდგომა დომინირდება თეორიულ მოსაზრებებსა და პრაქტიკულ საქმიანობაში, რამდენადაც იგი ასახავს სამეურნეო მექანიზმის ფუნქციონირების სპეციფიკას ადმინისტრაციულ-მბრძანებლური ეკონომიკის პირობებში.

საზოგადოებრივი აღწარმოების სასაქონლო-ფულადი წონასწორობის პრობლემების გამწვაებამ, ადმინისტრაციულ-მბრძანებლური სისტემის მართვის ფუნქციონირების ეფექტიანობის საერთო შემცირებამ მიგვიყვანა დანახარჯების კუთხით ინვესტიციის გამოყენების არასაკმარისობამდე და ინვესტიციის რესურსული კუთხით განსაზღვრამდე. ამ უკანასკნელს საფუძვლად ჰქონდა ინვესტიციის სხვა შემადგენელი ელემენტის – რესურსების გამოყოფა. ამასთან, ინვესტიცია განიხილებოდა, როგორც ძირითადი ფონდების აღწარმოებისთვის გამიზნული ფინანსური საშუალებები. მიუხედავად ამისა, ორივე მიდგომას ჰქონდა არსებითი ნაკლოვანება, რომელიც მდგომარეობდა ანალიზის ობიექტის სტატიკურ დახასიათებაში, დაფუძნებული იყო ინვესტიციის რომელიმე ერთი ელემენტის, დანახარჯების ან რესურსების გამოყოფაზე, რაც ზღუდავდა ინვესტიციების, როგორც მთლიანი პროცესის კელევის შესაძლებლობას.

ტერმინ „ინვესტიციის“ განმარტებაში საზღვარგარეთულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში

მიუთითებენ, რომ ეკონომიკური აზრის სხვადასხვა სკოლებსა და მიმართულებებში ცნება „ინვესტიცია" შეიცავს საერთო არსებით ნიშანთვისებას – ინვესტიციის კავშირს მიღებულ შემოსავალთან, როგორც ინვესტორის მიზანთან.

საკმარისად ზოგადი სახით ინვესტიციას მიიჩნევენ, როგორც კაპიტალის დაბანდებას მისი მომავალში გადიდების მიზნით. „ინვესტიციის" ცნების განმარტებისადმი ასეთი მიდგომა ბატონობს, როგორც ევროპაში, ისე, ამერიკულ მეთოდოლოგიაში.

ამასთან ერთად, ხშირად გვხვდება პოზიცია, რომლის შესაბამისად შემოთავაზებულია განსხვავებულ იქნას „ინვესტიცია" კატეგორია, ერთის მხრივ და „კაპიტალის დაბანდება", მეორე მხრივ, იმის საფუძველზე, რომ ინვესტიციის განმასხვავებელი ნიშნები, მისი წარმომადგენლის აზრით, წარმოადგენს მოცემული კატეგორიის წარმოებულ ხასიათს, ამასთან, ინვესტიციის ქვეშ გაიგება, როგორც წესი, ფინანსური აქტივების ყიდვა, ხოლო კაპიტალური დაბანდების ქვეშ - წარმოების საშუალებების შეძენა, რასაც კატეგორიულად არ ეიზიარებთ. სახელდობრ, სასწავლო კურსებში „ეკონომიკსი", ყველა ნაშრომში „ინვესტიციის" ტერმინის განმარტებაში აეტორთა უმრავლესობა ხაზს უსვამს ინვესტიციის მატერიალურ-ნივთობრივ შინაარსს, ან როგორც „ახალ საწარმოთა მშენებლობაზე, ხანგრძლივი ვადით სამსახურისთვის საჭირო ჩარხებისა და მოწყობილობის დანახარჯები", ან როგორც „ნებისმიერი მატერიალური ფასეულობების ნაზრდი – ყველა დანახარჯი, რომლიც უშუალოდ ხელს უწყობს კაპიტალის საერთო სიდიდის ზრდას ეკონომიკურ სისტემაში".

არსებობს სხვა მიდგომაც ინვესტიციის განმარტებისადმი, რომელიც განპირობებულია ფასიანი ქარალდის ბაზრის ზრდადი მნიშნელობით. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ინვესტიცია განისაზღვრება, როგორც დაბანდება ფასიან ქაღალდებში.

სპეციალურ გამოკვლევებში, რომლებიც მიძღვნილია ინვესტირების პრობლემებისადმი, ინვესტიცია განისაზღვრება, როგორც კაპიტალის მოთავსების ხერხი. მან უნდა უზრუნველყოს კაპიტალის ღირებულების შენახვა ან ზრდა და (ან) მოიტანოს შემოსავლის დადებითი სიდიდე. ასეთი მიდგომა განსაზღვრავს ინვესტიციის არსებითი თვისების ხარისხს დაბანდების ხასიათზე და ინვესტიციის კავშირს კაპიტალის ზრდასთან (შემოსავლის მიღება).

ამგვარად, ინვესტიციაში დასავლეთის ქვეყნების ეკონომიკურ ლიტერატურაში განიხილავენ ორი ასპექტის ერთიანობას: **რესურსები (კაპიტალურ ფასეულობები) და დაბანდება (დანახარჯები). ყველაზე უფრო ცხადად ასეთი მიდგომა წარმოდგენილია ჯ.მ.კეინსის შრომებში, რომლის აზრითაც ინვესტიცია – ეს შემოსავლის ის ნაწილია, რომელიც მიმდინარე პერიოდში არ იქნა გამოყენებული მოხმარებისთვის. იგი წარმოადგენს კაპიტალური ქონების ფასეულობის მიმდინარე ნაზარდ ღირებულებას მოცემული პერიოდის საწარმოო საქმიანობის შედეგად.** ამ განმარტებაში, რომელიც არ წარმოადგენს ამომწურავს, მკვეთრად გამოიყოფა ინვესტიციის ორი მხარე: რესურსები (აკუმულირებული შემოსავლის დაგროვების მიზნით) და დაბანდებები (გამოყენებული რესურსები), რომელიც უზრუნველყოფს კაპიტალური ქონების გადიდებას.

ინვესტიციების არსის გაგება საბაზრო ეკონომიკისთვის დამახასიათებელი ნიშან – თვისებებით

ეკონომიკაში საბაზრო ურთიერთობათა განვითარებამ განაპირობა კატეგორია „ინვესტიციის" განმარტების გადასინჯვის აუცილებლობა ახალი პირობების შესაბამისად. ინვესტიციის არსის გაგების საბაზრო ეკონომიკისათვის დამახასიათებელ ნიშანთვისებებს წარმოადგენენ:

- ინვესტიციის კავშირი მიღებულ შემოსავალთან, როგორც ინვესტიციური საქმიანობის მოტივთან;
- ინვესტიციის განხილვა ორი მხარის მთლიანობაში: რესურსები (კაპიტალური ფასეულობები) და დაბანდებები (დანახარჯები);

[1] Инвестиционная деятельность. Под ред. **Г.П. Подшиваленко и И.В. Киселёвой**, М.: КНОРУС, 2005. გვ. 11.

ინვესტიციის ანალიზი არა სტატიკაში, არამედ, დინამიკაში, რაც საშუალებას იძლევა „ინვესტიციის" კატეგორიის ჩარჩოში გაერთიანდნენ რესურსები და დაბანდებულ საშუალებათა უკუგება, როგორც ამ გაერთიანების მოტივი;

— ინვესტირების ობიექტების შემადგენლობაში ნებისმიერი ეკონომიკური ეფექტის მომცემი დაბანდებების ჩართვა.

ახალ საკანონმდებლო დოკუმენტში, რომელშიც წინასაგან განსხვავებით უფრო კონკრეტული მიმართულება გვაქვს (კაპიტალური დაბანდების სფერო), დაზუსტებულია არა მხოლოდ ინვესტიციის ცნება, არამედ, კაპიტალური დაბანდებისაც. ეს უკანასკნელი განიხილება, როგორც ინვესტიციის ფორმა, რაც თავისთავად წარმოადგენს ძირითად კაპიტალში (ძირითადი საშუალებები) ინვესტიციას, მათ შორის დანახარჯები ახალ მშენებლობაზე, გაფართოებაზე, მოქმედ საწარმოთა ტექნიკურ განაიარაღებასა და რეკონსტრუქციაზე, მანქანების შეძენაზე, მოწყობილობების, ინსტრუმენტების, ინვენტარის, საპროექტო-სამძებრო სამუშაოებზე და სხვა დანახარჯები.

მთლიანად ინვესტიციას განსაზღვრავენ, როგორც პროცესს, რომლის დროსაც ხორციელდება რესურსების გარდაქმნა დანახარჯებად, ინვესტორის მიზნის – შემოსავლის (ეფექტის) მიღების გათვალისწინებით.

ყველა ზემოთ განხილულის განზოგადებით, შეეცდებით გადმოვცეთ ინვესტიციის განმარტება ამ პოზიციიდან.

ინვესტიცია ეს არის კაპიტალის ფორმის ცვლის დინამიკური პროცესი, პირველსაწყისი რესურსებისა და ფასეულობების თანმიმდევრობითი გარდაქმნა ინვესტიციურ დანახარჯებში და დაბანდებულ საშუალებათა გადაქცევა კაპიტალური ღირებულების ნაზარდში შემოსავლის, ან სოციალური ეფექტის ფორმით. ინვესტიცია ესაა როგორც ფულადი, ისე რეალური კაპიტალის დაბანდება. ისინი ხორციელდებიან ფულადი საშუალებების, კრედიტების, ფასიანი ქაღალდების სახით, აგრეთვე დაბანდებები მოძრავ და უძრავ ქონებაში, ინტელექტუალურ საკუთრებაში, ქონებრივ უფლებასა და სხვა ფასეულობებში.

2.2. ინვესტიციების ცნება

ეკონომიკურ ლიტერატურაში „დანაზოგებისა" და „ინვესტიციების" ცნებები, ჩვეულებრივ, გვერდიგვერდ დგანან: ერთი უთუოდ გულისხმობს მეორეს. მაგალითად, ჯ. კეინზის აზრით, დანაზოგები და ინვესტიციები „ერთმანეთის ტოლი უნდა იყოს, რადგან თითოეული მათგანი მოხმარებაზე შემოსავლის გადამეტების ტოლია".

ჩვენის აზრით, დანაზოგები საინვესტიციო პროცესის მხოლოდ აუცილებელი რგოლია. ინვესტიციები მოითხოვს დანაზოგებს. მაგრამ ყველა დანაზოგი ინვესტიცია არ ხდება. მაგალითად, თუკი ფულადი სახსრების მფლობელი მოხმარებისთვის არ გამოიყენებს მათ, მაშინ, ეს სახსრები დანაზოგებია. მფლობელის ხელში უმოძრაოდ დარჩენილი დანაზოგები ინვესტიციებად არ გადაიქცევა. **ინვესტიციებად გარდაისახება მხოლოდ ის დანაზოგები, რომლებსაც პირდაპირ, ან ირიბად იყენებენ მომავალში (ხშირად რამდენიმე წლის შემდეგ) შემოსავლის მიღების მიზნით წარმოების გაფართოებისთვის.**

ინვესტიციის ცნების სხვადასხვა ასპექტი

საბჭოთა პერიოდის ლიტერატურაში ინვესტიციებს განიხილავდნენ, ძირითადად, კაპიტალდაბანდებათა კუთხით და ამიტომ „ინვესტიციის" კატეგორიას არსებითად „კაპიტალდაბანდების" კატეგორიასთან აიგივებდნენ. კაპიტალდაბანდებებს უწოდებდნენ „ძირითადი ფონდების კლავ-

[1] Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. М.: "Экономика". 1993. გვ. 183.

წარმოებაზე, მათ გადიდებასა და გაუმჯობესებაზე გაწეულ ხარჯებს".[1] რაც შეეხება ინვესტიციებს, მათ განმარტავდნენ როგორც „კაპიტალის გრძელვადიან დაბანდებას მრეწველობაში, სოფლის მეურნეობაში, ტრანსპორტსა და სახალხო მეურნეობის სხვა დარგებში".[2]

მოყვანილი გამონათქვამიდან ჩანს, რომ ინვესტიციებს არსებითად არამარტო აიგივებდნენ კაპიტალურ დაბანდებებთან, არამედ ამ დაბანდებათა გრძელვადიან ხასიათსაც უსვამდნენ ხაზს.

ამგვარმა შეხედულებებმა თითქმის ჩვენს დრომდე მოაღწია, ქვეყანაში საბაზრო რეფორმების განხორციელების დაწყებიდან ერთად დაიწყო „ინვესტიციის" ცნების შინაარსზე წარმოდგენის შეცვლა, რაც მოქმედ კანონმდებლობაში აისახა. თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში, რომელიც ეკონომიკის ფუნქციონირების ფინანსურ ასპექტებს ეხება, ინვესტიციები ერთ-ერთი ყველაზე უფრო ხშირად ხმარებული კატეგორიაა როგორც მიკრო-, ისე მაკროდონეზე. ამასთან, ამ ცნებას, როგორც წესი, საკმაოდ ვიწროდ და წინააღმდეგობრივად განმარტავენ.

მაგალითად, საბაზრო ეკონომიკაზე ჩვენთვის ცნობილი ერთ-ერთი პირველი მონოგრაფიების ავტორების ე.ჯ. დოლანისა და დ.ე. ლინდეის განმარტებით, ინვესტიციები მაკროდონეზე არის „ეკონომიკურ სისტემაში ფუნქციონირებადი კაპიტალის მოცულობის გადიდება, ე.ი. მწარმოებლური რესურსების მიწოდების გადიდება, რომელსაც ადამიანები ახორციელებენ"[3]

„ეკონომიკაში" (სახელმძღვანელოში) ინვესტიციები დახასიათებულია როგორც „წარმოებაზე დანახარჯები და წარმოების საშუალებების დაგროვება და მატერიალური მარაგების გადიდება".[4]

ამ განმარტებებში ინვესტიციები განხილულია საზოგადოების მწარმოებლური რესურსების გადიდების მექანიზმად (მეთოდად). ფაქტიურად ისინი აიგიწროებენ ინვესტირების ცნებას საწარმოო (რეალურ) ინვესტირებამდე. ასეთნაირად განმარტების დროს ფასიან ქაღალდებსა და საბანკო დეპოზიტებში კაპიტალის დაბანდებებს უკვე ვეღარ მივაკუთვნებთ „ინვესტიციების" კატეგორიას, რადგან არ მიმდინარეობს საზოგადოების მწარმოებლური რესურსების გადიდება.

უ. შარპისა და ჯ. ბეილის სამაგიდო წიგნში „ინვესტიციები" ინვესტირება ფართო აზრით, განმარტებულია, როგორც გამოთხოვება „ფულთან ღღეს, რათა მეტი თანხა მივიღოთ მომავალში".[5] ამასთან, გამოყოფილია ამ პროცესის დამახასიათებელი ორი მთავარი ფაქტორი – დრო და რისკი. აქ ინვესტიციები განხილულია როგორც ფულადი თანხების დაბანდების პროცესი მომავალში მისი მეტი თანხის მიღების მიზნით. ესეც ამ კატეგორიის ვიწროდ განმარტებაა, რადგან კაპიტალის ინვესტირება სინამდვილეში მიმდინარეობს არამარტო ფულადი ფორმით, არამედ მოძრავი და უძრავი ქონებისა და არამატერიალური აქტივების სხვა ფორმებითაც.

ინვესტიციები (Investment) — ფულადი ან სხვა სახსრების აწმყოში გახარჯვაა — მომავალში სარფის მიღების იმედით. მაგალითად, ინდივიდუმებს შეუძლიათ შეიძინონ აქციები, რომლებიც მათ მფლობელებს იმ დროსაც აუნაზღაურდებათ, რა დროის განმავლობაშიც ფული „გაიყინა" აქციებსა და საინვესტიციო რისკებში.[6]

დრო, რომელსაც ამჟამად ხარჯავთ ჩვენი წიგნის კითხვაზე (არ ვამბობთ არაფერს მის ღირებულებაზე), — ასევე ინვესტიციაა. თქვენ ამჟამად უარს ამბობთ თქვენს თავისუფალ დროზე

---

[1] Хачатуров Т.С. Эффективность капитальных вложений, М.: Экономика, 1979. с. 45; Политическая экономия. Словарь/Под ред. О.И. Ожерелева и др. М.: Политиздат, 1990. გვ. 13.

[2] Экономическая энциклопедия. Политическая экономия/ Гл. ред. А.М. Румянцев. М., 1972. т. 1. გვ. 548; Финансово – кредитный словарь/Под ред. В.Ф. Гарбузова. М.: Финансы и статистика, 1986. გვ. 20.

[3] Долан Э. Дж., Линдсей Д. Микроэкономика/Пер. с англ. В.Лукашевича и др., Под общ.ред Б.Лисовкина и В. Лукашевича. – СПБ., 1994. გვ. 13.

[4] Макконел К.Р., Брю С.Л. Экономика. М.: 1992. გვ. 388.

[5] Шарп У., Александер Б., Бэйл Дж. Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1997, გვ. 8.

[6] Bogie Z., Kane A., Marcus A. J. Essentials of investments, Irvin, Mc Craw - Hill, 2001. გვ.25.

და რაიმე სახის სამუშაოს შესრულებაში შესაძლო მისაღებ შემოსავალზე იმ იმედით, რომ თქვენი მომავალი საქმიანობა საკმარისად მომგებიანი აქნება და თქვენს დახარჯულ დროსა და ძალებს აანაზღაურებს.

მიუხედავად იმისა, რომ ეს ორი სახის ინვესტიცია დიდად განსხვავდება ერთმანეთისგან, — მათ ყველა ინვესტიციისთვის დამახასიათებელი ერთი საერთო თვისება აქვს: აწმყოში ხდება რაღაც ღირებულების გაღება, დათმობა გარკვეული ვადით, რათა მოგვიანებით მიღებულ აქნეს მოგება.

გარდა ამისა, ინვესტიციების განმარტება „სარფის მომტანი" დაბანდებებით მთლად კორექტული არაა, რადგან არსებობს ისეთი საინვესტიციო პროექტებიც, რომლებსაც უშუალოდ მოგება არ მოაქვთ ინვესტორებისთვის. მოსალოდნელი სარფის დაკავშირება დროის ხანგრძლივ პერიოდთან ასევე არაკორექტულია, რადგან მრავალი ოპერაცია, კერძოდ, ისინი, რომლებიც ფასიან ქაღალდებში დაბანდებებს უკავშირდება, იმთავითვე გათვლილია მოკლევადიან პერიოდში ერთჯერადი შედეგის მიღებაზე.

ინვესტიციების განმარტების ჯგუფები მიკროდონეზე

„ინვესტიციის" ცნებისადმი ამგვარ მიდგომას, როგორც წესი, არ იზიარებენ ის ავტორები, რომლებიც მიკროდონეზე განიხილავენ ინვესტიციებს. ლიტერატურაში შეგვიძლია გამოვყოთ მიკროდონეზე „ინვესტიციების" ცნების განმარტების ოთხი ჯგუფი: ა) გადასახდელებით განმარტებული; ბ) ქონებით განმარტებული; გ)ინვესტიციების კომბინირებული გაგება; დ) ინვესტიციების დისპოზიციური გაგება.

გადასახდელებით განსაზღვრულ ინვესტიციებს განიხილავენ როგორც საზღაურისა და გასაცემლების (ხარჯები) ნაკადს, რომლებიც გასაცემლებით (ხარჯებით) იწყება.[1] იმის თქმა, რომ ინვესტიციები ყოველთვის გადასახდელებია, მხოლოდ დიდი პირობითობით თუ შეიძლება. კერძოდ, ყოველთვის არ შეიძლება გადასახდელებად ტრანსფორმირდეს ნოუ-ჰაუ, რომელიც ინვესტიციებად გვეელინება კელევებისა და დამუშავებათა ჩატარების დროს.

ამავე დროს, გადასახდელებით განმარტებული ინვესტიციების ცნება კარგად მიჯნავს ერთმანეთისგან „ინვესტიციებისა" და „დაფინანსების" კატეგორიებს. ინვესტიციებისგან განსხვავებით, დაფინანსება არის იმ გასაცემლებით დაწყებული გადახდების (საზღაურის) ნაკადი, რომლებიც დანახარჯებად გარდაისახებიან და შემდეგში შემოსულობებს განაპირობებენ.

ქონებით „ინვესტიციის" ცნების დახასიათების დროს ამოსავალი პუნქტია საწარმოს ბალანსი. ამ განმარტების თანახმად, ინვესტიციებს განიხილავენ კაპიტალის (უპირატესად — ფულადი კაპიტალის) გარდასახვის პროცესად საწარმოს აქტივების შემოდგენლობაში მყოფი ქონების საგნებად, მათ შორის — ფასიან ქაღალდებად.[2] ინვესტიციების განმარტებისადმი ამგვარი მიდგომის დროს „ამოვარდნილია" ფიზიკური პირების (შინამეურნეობათა) სახსრების დაბანდებანი, მათ შორის — ფასიან ქაღალდებშიც.

ინვესტიციის კომბინირებული გაგება ეყრდნობა ინვესტიციების წარმოდგენას უკვე არსებულ სახსრებზე დამატებულ დაბანდებებად, ე.ი. ესაა დაბანდებები, რომლებსაც ახმარენ ბიზნესის გაფართოებას ან მისი ფუნქციონირების ეფექტიანობის გადიდების პირობების შექმნას. ინვესტიციის ცნების ამგვარ განმარტებას იცავს, კერძოდ, ჟ. პერარი.[3] იგი გამოყოფს შემდეგი სახის ინვესტიციებს:

- ინვესტიციები მოწყობილობის დონის შეცელისთვის ან შენარჩუნებისთვის;

---

[1] კერძოდ, ინვესტიციების ამგვარი განმარტებაა მოცემული ნაშრომში: **Липсиц И.В., Коссов В.В.** Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа. М.: Из-во БЕК, 1996. გვ. 1

[2] ინვესტიციების ამგვარ გაგებას ეხვეწებით პროფ. **ჯ.ჯ. ჯულაიტის** შრომებში: **Ковалев В.В.** Введение в финансовой менеджмент.М.: Финансы и статистика,1999; Финансы. Под ред. **В.В. Ковалева** М.:Прогресс,2001; **Ковалев В.В., Ковалев Вит.** Финансы предприятий. М.:Проспект,2002. **Ковалев В.В.** Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика,1998 და სხვა.

[3] **Перар Ж.** Управление финансами: с упожнениями. М.: Финансы и статистика, 1999. с. 187.

ინვესტიციები საწარმოო სიმძლავრეების გადიდების გზით საქმიანობის გაფართოებისთვის;
ინვესტიციების ახალი სახის პროდუქციის შექმნის გზით საქმიანობის გაფართოებისთვის;
ინვესტიციები სამეცნიერო კვლევითი სამუშაოებისთვის;
ინვესტიციები საქონლის „დაწინაურებისა" და რეკლამისთვის;
ინვესტიციები სხვა საწარმოების კაპიტალში მონაწილეობისთვის;
სავალდებულო ტიპის ინვესტიციები (გარემოს დაბინძურების აღსაკვეთად, სოციალურ სფეროში შესასრულებელი და ა.შ.)

ინვესტიციების ეს განმარტება მოქმედ საწარმოსთან (საწარმოო სისტემასთან) მკაცრად მიბმულს ხდის დაბანდებებს და ინვესტიციის ცნებიდან პრაქტიკულად გამორიცხავს კაპიტალის მრავალრიცხოვან დაბანდებებს, მათ შორის — ბიზნესის თავდაპირველ ორგანიზებაში.

ინვესტიციების დისპოზიციური გაგების საფუძველია ის დებულება, რომლის შესაბამისადაც ინვესტირების პროცესი გულისხმობს ფინანსური სასხრების შებოჭვას და ამით — საწარმოს მიერ მათი განკარგვის თავისუფლების შეზღუდვას. ეს პროცესი, ერთის მხრივ, დამოკიდებულია გარე ფაქტორებზე, მეორეს მხრივ კი — გავლენას ახდენს მათზე. ასეთ დაბანდებებს შეგვიძლია ვუწოდოთ ღია სისტემები, რომლებშიც ინვესტიციების რეალიზაცია სისტემის სხვა ელემენტების ფუნქციონირებაზე ახდენს გავლენას, ინვესტიციების შედეგებზე კი ის გადაწყვეტილებები მოქმედებს, რომლებიც სისტემის სხვა ელემენტებს ეხება.

ამგვარ ურთიერთობათა ნიმუშად გამოდგება ინვესტიციებისა და დაფინანსების სფეროებს შორის ურთიერთკავშირი. მართლაც, ინვესტიციების ეფექტიანობას განაპირობებს საწარმოს განკარგულებაში მყოფი ფინანსური რესურსების არსებობა. საწარმოს განკარგულებაში ფინანსური რესურსების მოზიდვა,. თავის მხრივ, საინვესტიციო პროექტის პოტენციურ ეფექტიანობაზეა დამოკიდებული. ურთიერთდაკავშირებული ინვესტიციების სხვა მაგალითია საწარმოო სფეროში განხორციელებული დაბანდებები, რომლებიც სტიმულს აძლევენ და უფრო ეფექტიანს ხდიან სხვა სფეროებში დაბანდებების განხორციელებას.

ძირითადი დასკვნები ინვესტიციების არსის შესახებ

მიკროდონეზე „ინვესტიციის" ცნების განმარტებებში განსხვავებებს განაპირობებენ როგორც ცალკეულ აეტორთა კვლევის მიზნები და ამოცანები, ისე ამ ეკონომიკური კატეგორიის არსობრივი მხარეების მრავალასპექტიანობა. შეგვეძლო მოგვეყვანა სხვა განმარტებებიც, მაგრამ უკვე ნათქვამიდანაც შეიძლება მთელი რიგი დასკვნების გამოტანა.

პირველი დასკვნა. მიკრო- და მაკროდონეებზე „ინვესტიციის" ცნებაში სხვადასხვა შინაარსი ძევს. ის, რაც მიკროდონეზე ინვესტიციაა ცალკეული ინვესტორისთვის (მაგალითად, რაიმე შენობის ყიდვა ან ფასიანი ქაღალდების შეძენა მეორად ბაზარზე), არ გამოდგება ინვესტიციის ცნებად მაკროდონეზე, რადგან ამ პროცესში არ ხდება წარმოების საშუალებებისა და მატერიალური მარაგების მატება, ე.ი. არ მიმდინარეობს მთლიანად კაპიტალის მატება.

მეორე დასკვნა: „ინვესტიციის" ცნება უკავშირდება ინვესტორად წოდებული კონკრეტული პირის საქმიანობას. სწორედ ინვესტორი აბანდებს სახსრებს (საკუთარსა თუ ნასესხებს) ამა თუ იმ პროექტში.

მესამე დასკვნა: ინვესტიციები კაპიტალის მრავალასპექტიანი დაბანდებებია, რომელთა რეალიზება სხვადასხვა ფორმით შეიძლება და მათ მრავალფეროვანი თავისებურებები გააჩნიათ.

ინვესტიციის ცნების განმარტებისადმი ზემომოყვანილი მიდგომების განზოგადებით შეგვიძლია გამოვყოთ ინვესტიციების შემდეგი ყველაზე უფრო არსებითი ნიშან-თვისებები:

- შემოსავლის შემოტანის პოტენციური უნარი;
- ინვესტირების პროცესი, როგორც წესი, უკავშირდება დაგროვილი კაპიტალის ერთი ნაწილის გარდასახვას ეკონომიკური სუბიექტის (საწარმოს) ალტერნატიული სახის აქტივებად;

ინვესტიციების განხორციელების პროცესში გამოყენებულია მრავალფეროვანი ინვესტიციური

რესურსები, რომლებსაც ახასიათებთ მოთხოვნა, მიწოდება და ფასი;

რომელიმე მატერიალურ ან არამატერიალურ ობიექტში (ინსტრუმენტში) კაპიტალის დაბანდების მიზანმიმართული ხასიათი;

დაბანდების ვადის არსებობა (ეს ვადა ყოველთვის ინდივიდუალურია და მისი წინასწარ განსაზღვრა მართებული არაა);

დაბანდებებს ახორციელებენ ინვესტორებად წოდებული პირები, რომელთა ინდივიდუალური მიზნები ყოველთვის არ უკავშირდება უშუალო ეკონომიკური სარგებლის მიღებას;

კაპიტალის დაბანდების რისკის არსებობა, რაც იმას ნიშნავს, რომ ინვესტირების მიზნების მიღწევას ალბათური ხასიათი აქვს.

ამგვარად, შეგვიძლია ინვესტიციის ცნების განმარტების ამგვარი ფორმულირება: ჩვენ ინვესტიციებს ვუწოდებთ ყველა ფორმის კაპიტალის მიზანმიმართულად და გარკვეული ვადით დაბანდებას სხვადასხვა ობიექტებში (ინსტრუმენტებში), ინვესტორების ინდივიდუალური მიზნების მისაღწევად.

2.3. ინვესტიციების ეკონომიკური შინაარსი

ინვესტიციების განხორციელების მამოძრავებელი მოტივი — მოგება

ქვეყნის ეკონომიკის ეფექტიანობის ამაღლების პრობლემა განუყოფლად უკავშირდება კაპიტალის ეფექტიანად დაბანდებას მისი მატების მიზნით, ანუ, ინვესტირებას. ბაზრის პირობებში ინვესტირების შესაძლებლობები საკმაოდ ბევრია. ყველა საწარმო მეტ-ნაკლებადაა დაკავშირებული საინვესტიციო საქმიანობასთან. მაგრამ ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილებათა მიღებას სხვადასხვა ფაქტორი ართულებს, მაგალითად, ინვესტიციების ტიპი, საინვესტიციო პროექტის ღირებულება, ფინანსური რესურსების შეზღუდულობა, რისკი და ა.შ.

ინვესტირების პროცესის ამ პრობლემების გარჩევამდე საჭიროა განვიხილოთ ინვესტიციების ეკონომიკური შინაარსი და მათი როლი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში.

ტერმინი „ინვესტიციები“ მომდინარეობს ლათინური სიტყვა „invest“-იდან, რომელიც „დაბანდებას“ აღნიშნავს. ამ ტერმინს ახლაც არ დაუკარგავს თავდაპირველი მნიშვნელობა. კანონში ცნება „ინვესტიცია“ შემდეგნაირადაა განმარტებული:

ინვესტიციებია ფულადი სახსრები, მიზნობრივი საბანკო ანაბრები, პაიები, აქციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები, ტექნოლოგიები, მანქანები, მოწყობილობა, ლიცენზიები, მათ შორის – სასაქონლო ნიშნებზეც, კრედიტები, სხვა ნებისმიერი ქონება ან ქონებრივი უფლებები, ინტელექტუალური ღირებულებები, რომლებსაც სამეწარმეო და სხვაგვარი საქმიანობის ობიექტებში აბანდებენ მოგების (შემოსავლის) მიღებისა და დადებითი სოციალური ეფექტის მიღების მიზნით.

კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული საინვესტიციო საქმიანობის შემთხვევაში მიმართავენ ინვესტიციების შემდეგ განმარტებას, რომელიც წინა განმარტების მსგავსია:

ინვესტიციებია ფულადი სახსრები, ფასიანი ქაღალდები, სხვა ქონება, მათ შორის – ქონებრივი უფლებები, ფულადი შეფასების მქონე სხვა უფლებები, რომლებსაც სამეწარმეო და (ან) სხვაგვარ საქმიანობაში აბანდებენ მოგების მიღებისა და (ან) სხვა სასარგებლო ეფექტის მიღწევის მიზნით.

მოყვანილი განმარტებებიდან ჩანს, რომ კაპიტალის მატების წყაროდ და ინვესტიციების განხორციელების მამოძრავებელ მოტივად ძირითადად გვევლინება მოგება (შემოსავალი). ინვესტიციები ხორციელდება შემოსავლის (შედეგის) მიღების მიზნით და უსარგებლო ხდება, თუკი მათ შემოსავალი (შედეგი) არ მოაქვთ. მაგრამ აქვეა ინვესტიციების მეორე, არანაკლებ მნიშვნელოვანი მხარე, კერძოდ,

– რესურსების დაბანდება მოთხოვნილი შემოსაველის მიღებისთვის.

მოვიყვანოთ ინვესტიციების კიდევ რამდენიმე განმარტება. „ინვესტიცია (*investment*) არის ფულადი სახსრების დაბანდება შემოსაველის ან მოგების მიღების მიზნით; საკუთრება, რომელიც შემოსავლების, ან მოგების მიღების მიზნით არის შეძენილი".[1]

მაკმილანის ლექსიკონში ინვესტიციები განსაზღვრულია როგორც „იმ დანახარჯების ნაკადი, რომელთა დანიშნულებაა დღევანდელი წარმოება და არა უშუალოდ მოხმარება".[2]

ოქსფორდის განმარტებით ლექსიკონში ინვესტიციები ასეა განმარტებული: „ინვესტიციები" (*investment*):

I. **საწარმოსთვის წარმოების საშუალებების – მანქანებისა და მოწყობილობის – შეძენა მომავალი მოხმარებისთვის განკუთვნილი საქონლის საწარმოებლად. ასეთ შეძენას, ჩვეულებრივ, კაპიტალურ დაბანდებებს, წარმოების საშუალებებში განხორციელებულ დაბანდებებს უწოდებენ (*capital investment*); რაც უფრო მალალია მეურნეობაში კაპიტალურ დაბანდებათა დონე, მით უფრო სწრაფად განვითარდება იგი.**

2. აქტივების, მაგალითად, ფასიანი ქაღალდების, ხელოვნების ნაწარმოებების, ბანკებში, ან სამშენებლო საზოგადოებებში არსებული დეპოზიტების და ა.შ. შეძენა, უპირველეს ყოვლისა, მოგების სახის ფინანსური უკუგების მიღების ან კაპიტალის გადიდების მიზნით. ამგვარი ფინანსური ინვესტიციები (*financial inuestment*) დაზოგვის საშუალებაა. მეურნეობაში ფინანსური ინვესტიციების დონე დამოკიდებულია ისეთ ფაქტორებზე, როგორიცაა საპროცენტო განაკვეთი, ინვესტიციების შესაძლო მომგებიანობის ხარისხი, საქმიანი გარემოს საერთო სტაბილურობა".[3]

ამ განმარტებაში გამოყოფილია „ინვესტიციების" ცნების ორი შემადგენელი ნაწილი „კაპიტალური დაბანდებები" და „ფინანსური დაბანდებები".

ამგვარი განმარტება უფრო მოკლე ფორმით მოყვანილია ი.ბერნარისა და ჟ.კოლის განმარტებით ლექსიკონში. აქ ინვესტიციებს უწოდებენ **„წარმოების საშუალებების შეძენას. უფრო ფართო აზრით: კაპიტალის შეძენას შემოსავლის მიღების მიზნით. საზოგადოდ გამოყენებული აზრით: დაბანდებას ფასიან ქაღალდებში".**

ეს ბოლო განმარტებები მნიშვნელოვნად მიჯნავენ ერთმანეთისგან კაპიტალწარმომქმნელ (რეალურ) ინვესტიციებსა და ფინანსურ ინვესტიციებს. თუკი პირველი, საბოლოო ჯამში, იწვევს წარმოების ახალი საშუალებების ამოქმედებას, მეორე მხოლოდ უკვე არსებულ ქონებაზე საკუთრების უფლებების შეცვლას იწვევს.

მაშასადამე, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციების ეკონომიკური შინაარსი მდგომარეობს საინვესტიციო საქმიანობის ორი მხარის შეხამებაში. ესენია რესურსის ხარჯვა და შედეგის მიღება.

აღსანიშნავია, რომ ეს ორი პროცესი განსხვავებული დროითი თანმიმდევრობით შეიძლება მიმდინარეობდეს. ერთმანეთისგან განასხვავებენ რესურსის დაბანდებისა და შედეგის მიღების პროცესების მიმდევრობით, პარალელურ და ინტერვალურ მიმდინარეობას.

ამ პროცესების მიმდევრობით მიმდინარეობისას მოგება სრული მოცულობით მიიღება ინვესტიციების დასრულებისთანავე. მათი პარალელურად მიმდინარეობის დროს მოგების მიღება შესაძლებელია ინვესტირების ჯერ კიდევ მთლიანად დასრულებამდე. პროცესის ინტერვალურად მიმდინარეობისას ინვესტიციების დასრულებასა და მოგების მიღებას შორის გარკვეული დრო გადის (ამ დროითი ლაგის ხანგრძლივობა დამოკიდებულია ინვესტირების ფორმებსა და კონკრეტული საინვესტიციო პროექტების თავისებურებებზე).

---

[1] Фридман Дж.,Ордузй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. Пер. с анг. М., 1995. გვ. 441.

[2] Словарь современной экономической теории Макмиллана. М.: ИНФРА-М; 1997. გვ. 258.

[3] Бизнес: Оксфордский толковый словарь: Англо-русский: более 4000 терминов. М.: Прогресс – Академия; из-во РГГУ, 1995. გვ. 335.

სახელმწიფოს როლი საინვესტიციო პროცესში

საინვესტიციო პროცესში სახელ-მწიფოს როლი შემდეგში მდგომარეობს: ერთის მხრივ, სახელმწიფო ახდენს სახელმწიფოებრივ კაპიტალურ დაბანდებათა პოლიტიკის რეალიზებას – როგორც ცენტრალიზებულის (სხვადასხვა დონის ბიუჯეტების ხარჯზე), ისე დეცენტრალიზებულის (რომლებსაც სახელმწიფო საწარმოები ახორციელებენ საკუთარი და ნასესხები სახსრების ხარჯზე). მეორეს მხრივ, სახელმწიფოს ფუნქცია მდგომარეობს საინვესტიციო პროცესის რეგულირებაში მოქნილი ეკონომიკური პოლიტიკის (საგადასახადო, საკრედიტო, საამორტიზაციო, საბაჟო და სხვა) გატარებით, საკრედიტო ბაზარზე არსებული სახსრების მოძრაობის რეგულირებით, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პროცენტის განაკვეთის მართვით და ა.შ. სწორედ ამ მომენტებზე უნდა ამახვილებდეს ყურადღებას სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა, რომელიც მიმართული უნდა იყოს ქვეყნის სოციალურ, ეკონომიკურ და სამეცნიერო-ტექნიკურ განვითარებაზე და ამას სახელმწიფო ორგანოები უნდა უზრუნველყოფდნენ.

სახელმწიფოს საინვესტიციო საქმიანობის ფორმები და მეთოდები მრავალფეროვანია და ინვესტორების მიმართულებასა და მიზნებზეა დამოკიდებული. სახელმწიფო, უპირველეს ყოვლისა, მარეგულირებელ ზემოქმედებას ახდენს ინვესტიციებზე სახელმწიფოებრივი საინვესტიციო პროგრამების მეშვეობით, შემდეგ კი – სახელმწიფოებრივი ინვესტიციების პირდაპირი მართვის გზით. რეგულირების მნიშვნელოვანი ბერკეტია საგადასახადო სისტემა. სახელმწიფო გავლენას ახდენს საგადასახადო განაკვეთებისა და შეღავათების დიფერენცირების მჭონე საგადასახადო სისტემის შემოღების გზით. ინვესტირებაზე მარეგულირებელ ზემოქმედებად პრაქტიკაში რჩება ფინანსური დახმარების გაწევა, რაც ცალკეული რეგიონების, დარგებისა და წარმოებების განვითარებისთვის დოტაციების, სუბსიდიებისა თუ საბიუჯეტო სესხების გაცემის გზით ხდება.

ინვესტირებაზე სახელმწიფოს ზემოქმედება საფინანსო და საკრედიტო პოლიტიკით, ფასწარმოქმნისა და საამორტიზაციო პოლიტიკითაც გამოიხატება. საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმებსა და მეთოდებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ, ასევე, ანტიმონოპოლიური ღონისძიებები, სახელმწიფო საკუთრების, მათ შორის – დაუმთავრებელი წარმოებისა. პრივატიზაცია ეჭვს არ იწვევს, რომ სახელმწიფო მართვა უნდა რჩებოდეს ქვეყნის საწარმოო და სოციალური პოტენციალის სტრუქტურული გარდაქმნის უმნიშვნელოვანეს საშუალებად და ამაღლებდეს მის ეფექტიანობას.

„ინვესტიციებისა“ და „მიმდინარე მოხმარების“ ცნებებს შორის საზღვარი, რომელსაც მხოლოდ ინვესტორის მიერ დასახული მიზნების გრძელვადიანობით აფასებენ, ყოველთვის მკაფიო არაა. მას განსაზღვრავს შესაქმნელი საინვესტიციო ობიექტისა და მისი გამოყენების თავისებურებები. უძრავი ქონების ობიექტში კაპიტალის დაბანდება იყარით მისი გადაცემის მიზნით ინვესტიციებს ეკუთვნის, საცხოვრებელი ბინის შეძენა კი შესაძლოა ინვესტირების ობიექტი გახდეს საწარმოსთვის, ხოლო მიმდინარე მოხმარების ობიექტი – შინამეურნეობისთვის. ინვესტიციების ზემომოყვანილი განმარტებები იმას მოწმობენ, რომ მათი მოცულობები დიდი რაოდენობის მრავალფეროვან ფაქტორზეა დამოკიდებული. განვიხილოთ მათგან ყველაზე ძირითადები:

- ინვესტიციების მოცულობა, უპირველეს ყოვლისა, დამოკიდებულია მიღებული შემოსავლის განაწილებაზე მოხმარებისა და დაზოგვისათვის. დაბალი საშუალო სულადობრივი შემოსავლების პირობებში მათი ძირითადი ნაწილი მოხმარებაზე იხარჯება. შემოსავლების ზრდა ადიდებს დანაზოგებზე მიმართული წილის ოდენობას, რომლებიც საინვესტიციო რესურსების წყაროა.

მაშასადამე, დანაზოგების ხვედრითი წილის ზრდა იწვევს ინვესტიციების მოცულობის შესაბამის ზრდას და პირიქით.

- ინვესტიციების მოცულობაზე მნიშვნელოვნად მოქმედებს წმინდა მოგების მოსალოდნელი ნორმა. ეს იმას უკავშირდება, რომ მოგება ინვესტიციების ძირითადი წამახალისებელი მოტივია.

რაც უფრო მაღალია წმინდა მოგების მოსალოდნელი ნორმა, შესაბამისად, მით უფრო მეტი იქნება ინვესტიციების მოცულობა და პირიქით.

- ინვესტიციების მოცულობაზე არსებითად მოქმედებს, ასევე, სასესხო პროცენტის განაკეთი. საქმე ისაა, რომ ინვესტირების პროცესში იყენებენ არამარტო საკუთარ, არამედ ნასესხებ კაპიტალსაც. თუკი წმინდა მოგების მოსალოდნელი ნორმა აღემატება სასესხო პროცენტის განაკეთს, მაშინ სხვა თანაბარ პირობებში ინვესტირება ეფექტიანი ხდება. **ამიტომ, სესხის პროცენტის განაკვეთის ზრდა იწვევს ინვესტიციების მოცულობის შემცირებას და პირიქით.**
- ინვესტიციების მოცულობაზე არსებითად მოქმედ ფაქტორთა შორის აღსანიშნაია, აგრეთვე, **ინფლაციის საგარაუდო ტემპი. რაც უფრო მაღალია ეს მაჩვენებელი, მით უფრო მეტად უფასურდება ინვესტიციებიდან მიღებული მომავალი მოგება და, შესაბამისად, ნაკლებია ინვესტიციების მოცულობის მატების სტიმულები** (ეს ფაქტორი განსაკუთრებულ როლს თამაშობს გრძელვადიანი ინვესტირების პროცესში).

ჩვენი ქვეყნის თავისებურებაა ეკონომიკის ზრდის წლიურ ტემპებსა და კაპიტალდაბანდებებს შორის პრაქტიკულად სწორხაზოვანი დამოკიდებულება. ეს დასკვნა გამომდინარეობს ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე ამ მაჩვენებლების ზრდის წლიური ტემპების შესახებ მონაცემების ანალიზიდან და რამდენადმე გამარტივებული სახით ასე გამოიყურება:

მშპ-ის ზრდა = 2+0,5 × კაპიტალდაბანდებათა ზრდა,

ე.ი. მშპ-ის მატების წლიური ტემპები (წელიწადში პროცენტობით) ტოლია 2-ს (კაპიტალდაბანდებებისგან დამოუკიდებელი ზრდა, მაგალითად, ორგანიზაციულ-ტექნიკური ზომების ხარჯზე) პლუს იმავე წელს კაპიტალდაბანდებათა მატების ტემპის ნახევარი.

თუკი უახლოესი წლებისთვის მიზნად დაეისახავთ მშპ-ის მატებას 3%-ით, მაშინ მის მისაღწევად საჭირო იქნება კაპიტალდაბანდებათა ზრდა ^6%-ით, რაც მოყვანილი ფორმულიდან გამომდინარეობს. თუკი კაპიტალდაბანდებათა ეფექტიანობა უფრო მაღალი იქნება, მაშინ მათ ნაკლებ მატებასაც შეგვიძლია დავჯერდეთ.

2.4. ინვესტიციების არსის ძირითადი ეკონომიკური მახასიათებლები

თანამედროვე ადგილობრივ და საზღვარგარეთულ ლიტერატურაში „ინვესტიციების" ტერმინის ბევრნაირად გაგებას მნიშვნელოვანწილად განაპირობებს ამ რთული ეკონომიკური კატეგორიის არსობრივ მხარეთა სიფართოვე. ამიტომ ამ კატეგორიის შინაარსის დაზუსტებისთვის საჭიროა განვიხილოთ მისი არსის განმსაზღვრელი ძირითადი მახასიათებლები.

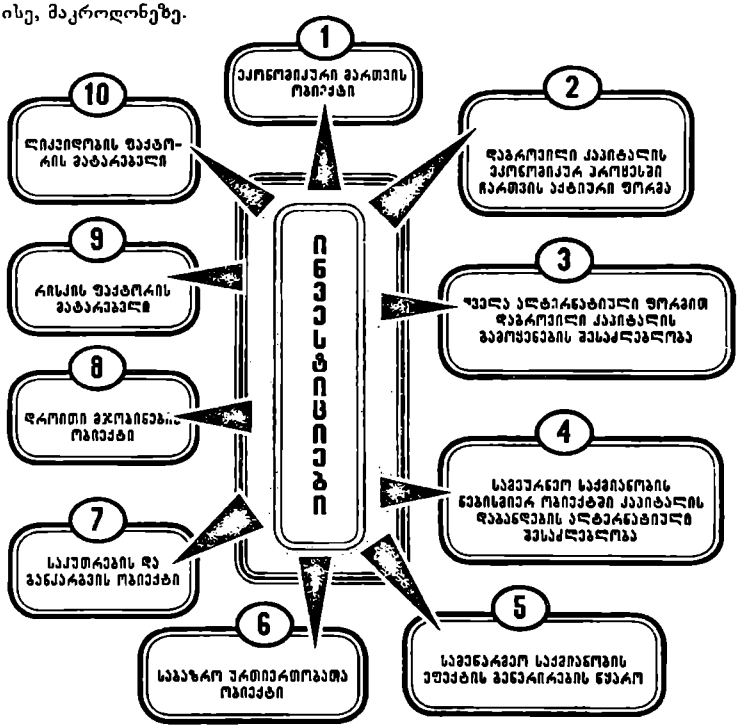
ამგვარი შეზღუდვა შეგნებულად გამორიცხავს ინვესტიციების კატეგორიის კლეევის არეალიდან ყველა იმ აბსტრაქტულ ცნებას, რომლებიც ამ კატეგორიის როგორც საზოგადოებრივ-ეკონომიკურ ურთიერთობათა ფორმის დახასიათებას ასახავენ, გამორიცხავს ასევე, მისი შინაარსის ნიუანსებს სახელმწიფოს ან ცალკეული საოჯახო მეურნეობის დონეზე.

კვლევის განხილული მიზნიდან გამომდინარე, საწარმოს — როგორც მართვის ობიექტის — ინვესტიციების კატეგორიების არსობრივი მახასიათებლები 2.1. ნახაზზეა წარმოდგენილი.

ინვესტიციები როგორც ეკონომიკური მართვის ობიექტი

ინვესტიციების საგნობრივი არსი უშუალოდ უკავშირდება მისი გამოყენების ეკონომიკურ სფეროს. ზემოთ განხილული საკმოდ მნიშვნელოვანი ტერმინოლოგიური განსხვავების მიუხედავად, ყველა მკვლევარი ინვესტიციებს განმარტავს, როგორც ეკონომიკურ კატეგორიას, რომელიც ,მისი

განხორციელების ტექნოლოგიურ, სოციალურ ბუნებადაცვით და სხვა ასპექტებს უკავშირდება. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, „ინვესტიციების“ კატეგორია შედის ცნების — საკატეგორიო აპარატში, რომელიც ეკონომიკური ურთიერთობების, ეკონომიკური საქმიანობის სფეროს უკავშირდება. მესაბამისად, ინვესტიციები უპირატესად ეკონომიკურ მახასიათებლებს და ეკონომიკური ინტერესებს ატარებენ და ეკონომიკური მართვის სუბიექტებად გვევლინებიან ნებისმიერი ეკონომიკური სისტემის როგორც მიკრო, ისე, მაკროლონეზე.



ნახ. 2.1. ინვესტიციების, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის არსობრივი მახასიათებლები

ინვესტიციები, როგორც დაგროვილი კაპიტალის ეკონომიკურ პროცესში ჩართვის აქტიური ფორმა

ინვესტიციების თეორიაში ცენტრალური ადგილი უკავია მათ კავშირს დაგროვილ კაპიტალთან (დანაზოგებთან). ამას განაპირობებს კაპიტალის — როგორც ინვესტირებისთვის განკუთვნილი ეკონომიკური რესურსის — არსობრივი ბუნება. ტერმინი „კაპიტალისტი“ პირველ რიგში ახასიათებს ინდივიდუმს, რომელიც აბანდებს თავის კაპიტალს და არამარტო აგროვებს მის გარკვეულ მარაგს. კაპიტალი როგორც დაგროვილი ფასეულობა მხოლოდ ინვესტირების გზით ერთვება ეკონომიკურ პროცესში.

თუმცა, განა მხოლოდ და მხოლოდ საინვესტიციო მიზნებისთვის იყენებენ საწარმოს მიერ დაგროვილი კაპიტალის მთელს მარაგს. ფულადი, ან სხვა კაპიტალის ნაწილი ლიკვიდობის მოთხოვნათა გამო სადაზღვეო რეზერვის ფორმად გვევლინება, რომელიც უზრუნველყოფს სამეურნეო საქმიანობის

რიტმულობას, გაღახდისუნარიანობას და ა.შ. და ინარჩუნებს პასიურ ფორმას. ამისგან განსხვავებით, ინვესტიციები უნდა განვიხილოთ, როგორც დაგროვილი კაპიტალის გამოყენების ყველაზე უფრო აქტიური ფორმა.

დაგროვილი კაპიტალის როგორც საწარმოს საინვესტიციო რესურსის გამოყენების პროცესი „წმინდა კაპიტალწარმოქმნას" წარმოადგენს. ამ ტერმინით მოიხსენებენ გარკვეულ პერიოდში საწარმოს მთლიანი ინვესტიციების მოცულობას საამორტიზაციო ანარიცხების თანხის გამოკლებით. წმინდა კაპიტალწარმოქმნა უზრუნველყოფს ცალკეული მეურნე სუბიექტების საწარმოო შესაძლებლობების გაუმჯობესებას რეალური კაპიტალის იმ ზრდის ხარჯზე, რასაც ინვესტირების პროცესში აღწევენ. ამ დროს საყურადღებოა ის, რომ საწარმო წმინდა კაპიტალწარმოქმნის პროცესს უზრუნველყოფს კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის გამოყენებით მხოლოდ ეკონომიკის რეალურ სექტორში (სამრეწველო, სასოფლო-სამეურნეო, სავაჭრო ან სხვა ამგვარი სახის საქმიანობაში). რაც შეეხება საწარმოოს მიერ კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის გამოყენებას ფინანსების სექტორში (ე.ი. აქციებში, ობლიგაციებში და ა.შ. ფინანსური ინვესტიციების პროცესში), ეს ახალ რეალურ კაპიტალს არ ქმნის. ასეთ ფინანსურ ინვესტირებას ქვეყნის ეკონომიკის ფარგლებში ახასიათებენ, როგორც „ტრანსფერტულს". ერთი მეურნე სუბიექტების მიერ ფინანსურ აქტივებში კაპიტალის ინვესტირების მოცულობა ამ დროს ტოლია სხვა მეურნე სუბიექტების მიერ მისი დეზინვესტირებისა რეალური კაპიტალის მატების გარეშე.

საწარმოს რეალურ საწარმოო პროცესში ჩასართავი დაგროვილი კაპიტალის — როგორც საინვესტიციო რესურსის დონეს მინიმალური ეკონომიკური საზღვრები გააჩნია. მათ განსაზღვრავს, ჯერ ერთი, კაპიტალის ზღვრული პროდუქტი, ხოლო, მეორეს მხრივ, საწარმოო პროცესში იმ კაპიტალის ამორიცხვის (ამორტიზაციის) ნორმები, რომლებიც უნდა განახლდეს მარტივი კვლავწარმოების უზრუნველსაყოფად. ამ საზღვრების ჩამოყალიბების რაოდენობრივ პარამეტრებს ასახავს სოლოუს მოდელი, რომლის ძირითადი შინაარსი შემდეგში მდგომარეობს:

პროდუქციის წარმოებაზე კაპიტალისა და შრომის დანახარჯების უცვლელი თანაფარდობის (ე.ი. უცვლელი კაპიტალშეიარაღების) დროს კაპიტალის ნამატი ΔK განისაზღვრება წარმოებაში ინვესტირებულ კაპიტალსა (I_K) და გარკვეულ პერიოდში კაპიტალის, როგორც წარმოების ფაქტორის ამორიცხვას (ამორტიზაციას) (B_K)შორის სხვაობა:

$$\Delta K = I_K - B_K \qquad (2.1)$$

ინვესტირებული კაპიტალი სოლოუს მოდელში წარმოადგენს დაგროვების ნორმაზე (H_H) იმ შემოსავლის (ოპერაციული მოგების) (D) თანხის წინა პერიოდშია მიღებული საწარმოო საქმიანობიდან:

$$I_K = D \times H_H \qquad (2.2)$$

კაპიტალის ამორიცხვა წარმოადგენს საწარმოო პროცესში გამოყენებული კაპიტალის (K) ნამრავლს გარკვეულ პერიოდში მისი ამორიცხვის (ამორტიზაციის) საშუალო ნორმაზე (H_B):

$$B_K = K \times H_B \qquad (2.3)$$

ზემოთ განხილული მოდელის გარდაქმნით ვღებულობთ:

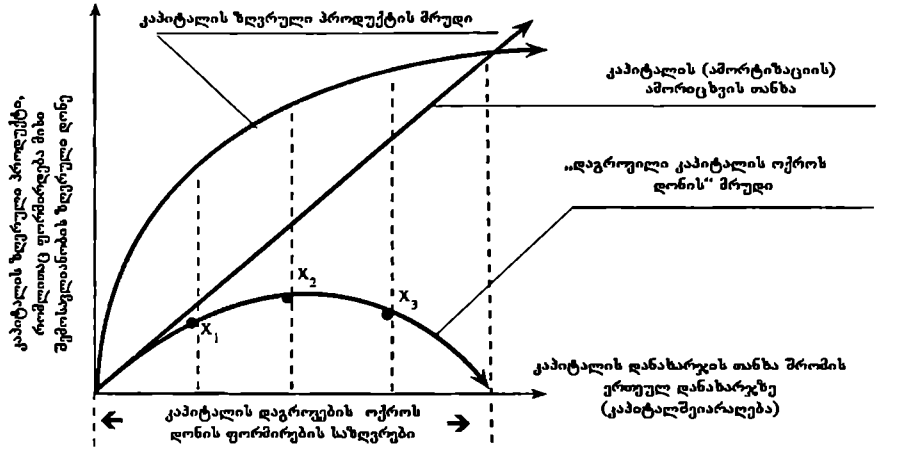
$$\Delta K = D \times H_H - K \times H_B \qquad (2.4)$$

ის სიტუაცია, რომლის დროსაც ინვესტირებული (დაგროვილი) კაპიტალის თანხა კაპიტალის, როგორც წარმოების ფაქტორის ამორიცხვის (ამორტიზაციის) თანხის ტოლია, ახასიათებს ე.წ. „კაპიტალის დაგროვების ოქროს დონეს". სოლოუს მოდელის[1] შესაბამისად, ისეთი სიტუაცია, რომელიც კაპიტალის როგორც საინვესტიციო რესურსის დაგროვების დონის მინიმიზებას ახდენს, იმავდროულად მაქსიმალურს ხდის იმ შემოსავლის მოხმარების ეკონომიკურად მიზანშეწონილ დონეს,

რომელიც საწარმოო საქმიანობის შედეგად მიიღება (P_{MAX}) საწარმოს ოპერაციული განაწილების პროცესში:

$$[I_K = B_K] = [\Delta K = 0] = [P_{MAX}] \qquad (2.5)$$

საწარმოო პროცესში საინვესტიციო რესურსის სახით ჩასართავი „კაპიტალის დაგროვების ოქროს დონის“ ჩამოყალიბება გრაფიკულად ასე შეგვიძლია ვაჩვენოთ (ნახ. 2.2.):



ნახ. 2.2. როგორც რეალურ საწარმოო პროცესში ჩასართავი ინვესტიციური რესურსის „კაპიტალის დაგროვების ოქროს დონის“ მრუდის ფორმირების გრაფიკი

x_1; x_2; x_3; წერტილები ახასიათებენ საწარმოო პროცესში საინვესტიციო რესურსის სახით ჩასართავი „კაპიტალის დაგროვების ოქროს დონის“ პარამეტრებს კაპიტალის ზღვრული პროდუქტისა და მისი ამორიცხვის (ამორტიზაციის) სათანადო მნიშვნელობების დროს. საწარმოო პროცესში კაპიტალის ამორიცხვის ნორმის რეგულირებით შეგვიძლია შესაბამისად ვიმოქმედოთ საწარმოო შემოსავლის (ოპერაციული მოგების) დაგროვებისა და მოხმარების პროპორციებზე.

ინვესტიციები, როგორც ყველა ალბერნებიული ფორმით დაგროვილი კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობა

საინვესტიციო პროცესში შესაძლებლობათა საკუთარი დიაპაზონი და მექანიზმების კონკრეტული გამოყენების სპეციფიკა აქვს დაგროვილი კაპიტალის ყოველ ფორმას. საინვესტიციო პროცესში გამოყენების სფეროს პოზიციებიდან ყველაზე უფრო უნივერსალურია ფულადი ფორმის კაპიტალი, თუმცა, ამ პროცესში უშუალოდ გამოყენებისთვის იგი უმრავლეს შემთხვევებში სხვა ფორმებად ტრანსფორმირებას მოითხოვს. კონკრეტული მატერიალური და არამატერიალური სიმდიდრის ფორმით დაგროვილი კაპიტალი შზადაა საინვესტიციო პროცესში უშუალოდ მონაწილეობისათვის, მაგრამ ამ ფორმებით მის გამოყენებას ეიწრო ფუნქციური მნიშვნელობა აქვს.

საინვესტიციო პროცესში გამოყენებული კაპიტალი მისი ყველა ფორმით შეიძლება აამოქმედონ, უპირველეს ყოვლისა, საწარმოს საწარმოო საქმიანობაში. ამ პოზიციებიდან, კაპიტალს — როგორც რეალურ საინვესტიციო რესურს — ეკონომიკურ თეორიაში ახასიათებენ როგორც „წარმოების ფაქტორს“. ამასთან, ინვესტირებული კაპიტალი პროდუქციის წარმოების პროცესში გეელინება არა თვითსაკმარის ფაქტორად, არამედ სხვა ეკონომიკურ რესურსებთან (წარმოების ფაქტორებთან)

ერთად კომპლექსშია გამოყენებული. წარმოების იმ ძირითად ფაქტორებს, რომლებთანაც საწარმოო პროცესში კომპლექსურად ურთიერთმოქმედებს ინვესტირებული კაპიტალი, ეკუთვნის შრომა (შრომითი რესურსები), მიწა (ბუნებრივი რესურსები) და სხვა. საქონლისა და მომსახურების პრიმიტიული წარმოების დროსაც კი საჭიროა ინვესტირებული კაპიტალის შეერთება მინიმუმ წარმოების კიდევ ერთ ფაქტორთან — შრომასთან.

საქონლისა და მომსახურების პროცესში ინვესტირებული კაპიტალი სხვა საწარმოო ფაქტორებთან ერთად გამოყენებულია არა როგორც მისი უბრალო კონგლომერატი, არამედ როგორც ურთიერთმოქმედი კომპლექსი, რომლის გარკვეული შიდა პროპორციები მიზანმიმართულადაა ჩამოყალიბებული. ამასთან, ამ ურთიერთმოქმედი კომპლექსის სისტემაში ერთი და იმავე მოცულობის საქონლის გამოსაშვებად შესაძლებელია იყენებდნენ წარმოების სხვა ძირითად ფაქტორებთან ინვესტირებული კაპიტალის შეერთების განსხვავებულ პროპორციებს. კაპიტალის ინვესტირების თეორიაში წარმოების ფაქტორების ურთიერთშემცვლელობა ერთ-ერთი ფუძემდებლური კონცეფციაა.

პროდუქციის გამოშვების პროცესში წარმოების ფაქტორების შესაძლო ურთიერთშემცვლელობას, ჩვეულებრივ, ახასიათებს ე.წ. „საწარმოო ფუნქცია“, რომელსაც ყველაზე განზოგადებულად შემდეგი სახე აქვს:

$$PVPI = f(C, NRV, E, OIRV), \qquad (2.6)$$

სადაც PVPI პროდუქციის (საქონლის, მომსახურების) წარმოების მოსალოდნელი მოცულობაა, f — წარმოების ფაქტორების ურთიერთმოქმედების ფუნქციაა, რომლებსაც განსხვავებული რაოდენობრივი პროპორციები აქვთ; C — ამოქმედებული კაპიტალის მოცულობა; NRV — ამოქმედებული ბუნებრივი რესურსების (მიწის) მოცულობა; E — ამოქმედებული შრომითი რესურსების მოცულობა; OIRV — ამოქმედებული სხვა საწარმოო რესურსების მოცულობა;

საწარმოო ფუნქციის ეკონომიკური არსი ისაა, რომ იგი საშუალებას გვიქმნის ჩამოვაყალიბოთ ინვესტირებული კაპიტალისა და წარმოების სხვა ფაქტორების პროპორციათა კომბინირების ალტერნატიული შესაძლებლობები პროდუქციის მოთხოვნილი (გარკვეული) მოცულობის გამოშვების უზრუნველსაყოფად. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საწარმოო ფუნქცია ახასიათებს წარმოების სხვა ფაქტორების კაპიტალით შეცვლის და ამ ფაქტორების მიერ კაპიტალის შეცვლის შესაძლებლობას.

ყველაზე უფრო გამოყენებითი მოდელია კობა-დუგლასის საწარმოო ფუნქცია. იგი ახასიათებს ისეთი საწარმოო ფაქტორების ურთიერთშემცვლელობის შესაძლებლობებს, როგორიც კაპიტალი და შრომა სამრეწველო წარმოების პროცესში. ამ მოდელს შემდეგი სახე აქვს:

$$FVIP = a \times (IVC)^x \times (EEV)^x, \qquad (2.7)$$

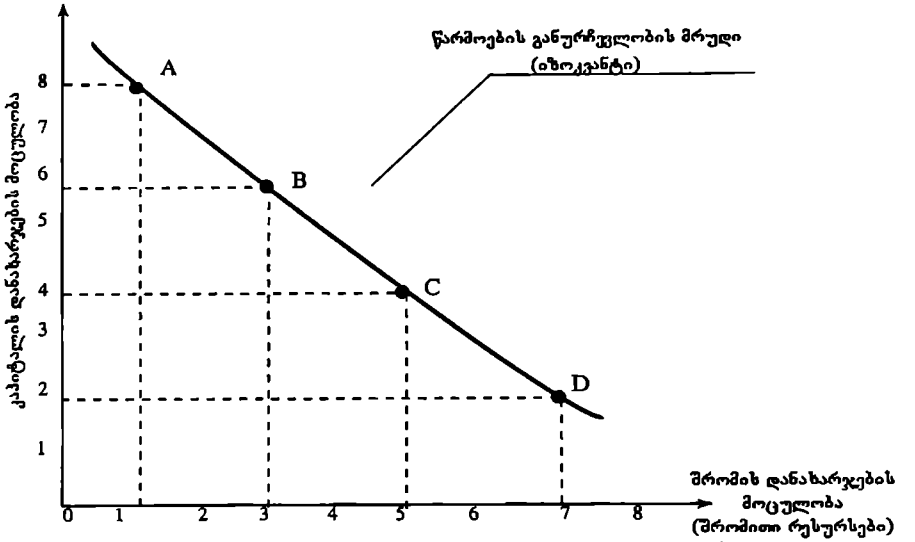
სადაც EVIP—პროდუქციის (საქონლის) წარმოების გათვალისწინებული მოცულობაა; a — გარკვეული პროდუქტის (საქონლის) წარმოებისათვის დამახასიათებელი მუდმივი კოეფიციენტი; IVC — კაპიტალის ინვესტირების მოცულობა; EEV — შრომის (შრომითი რესურსები) დანახარჯების მოცულობა;

x, y — წარმოების განხილული ფაქტორების შესაძლო ურთიერთშემცვლელობის ხარისხის მაჩვენებლები, რომლებიც აკმაყოფილებენ მოთხოვნას: x+y-1.

ამ მოდელის მაგალითზე განვიხილოთ კაპიტალის ურთიერთშემცვლელობის შესაძლებლობები წარმოების ფაქტორების კომპლექსში კონკრეტული ტექნოლოგიის ფარგლებში.

პირველი რიგში გამოვარკვიოთ კაპიტალისა და შრომის დანახარჯების შეხამების (პროპორციათა) შესაძლებლობების დიაპაზონი, რომლებიც უზრუნველყოფენ საქონლის გამოშვებას მოთხოვნილი რაოდენობით და უცვლელი ტექნოლოგიის პირობებში. ამაზე წარმოდგენას შეგვიქმნის „წარმოების განურჩევლობის მრუდი“, ანუ, „იზოკვანტა“, იგი ახასიათებს საწარმოო ფუნქციის ეექტორების (წარმოების განხილული ფაქტორების დანახარჯების მოცულობათა შეხამებების) ყველა შესაძლო მნიშვნელობას კონკრეტული მოცულობის პროდუქციის გამოშვებისთვის (ნახ.2.3.).

გრაფიკზე მოყვანილი A, B, C და D– წერტილები, რომლებიც იზოკვანტაზე (წარმოების განურჩევლობის მრუდზე) არიან განლაგებული, გვიჩვენებენ კაპიტალისა და შრომის დანახარჯების მოცულობის შესაძლო განსხვავებულ შეხამებას პროდუქციის მოთხოვნილი რაოდენობის წარმოებისათვის. ამასთან, იზოკვანტის დახრილობა ახასიათებს წარმოების განხილული ფაქტორების ტექნოლოგიური შენაცვლების ზღვრულ ნორმას.



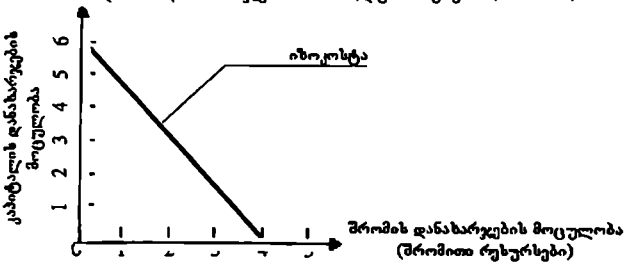
ნახ 2.3. იზოკვანტის გრაფიკი (წარმოების განურჩევლობის მრუდი)

ურთიერთშენაცვლების შესაძლებლობათა ანალიზთან ერთად საინტერესოა განხილული ფაქტორების იმ შესაძლო კომბინაციათა გამოვლენა, რომელთა დროსაც მათი მოზიდვის მთლიანი დანახარჯები ტოლი იქნება. თუკი გრაფიკის აბსცისა და ორდინატის ღერძებზე იმ წერტილებს შევაერთებთ, რომლებშიც ამ რესურსების მოზიდვის ხარჯები ტოლი იქნება, მივიღებთ წირს, რომელსაც ეკონომიკურ თეორიაში „იზოკოსტას“ უწოდებენ. იზოკოსტის აგების საფუძველია პროდუქტის მოთხოვნილი რაოდენობის წარმოების ბიუჯეტი და წარმოების განხილული ფაქტორების ერთეულის ღირებულება. დავუშვათ, რომ კაპიტალური საქონლის ერთეული ფულის 2 პირ. ერთ. ღირს, შრომითი რესერსების (შრომის) ერთეული — შესაბამისად 3 პირ. ერთ., ხოლო პროდუქციის მოთხოვნილი რაოდენობის წარმოების მთლიანი ბიუჯეტი — 12 პირ. ერთ. ასეთ პირობებში საწარმოს მთლიანი ბიუჯეტის ფარგლებში შეუძლია შეიძინოს კაპიტალის 6 ერთეული, ან შრომითი რესურსების (შრომის) 4 ერთეული. სწორედ ამ წერტილების შეერთება დაახასიათებს იზოკოსტის გრაფიკს მოცემული კონკრეტული შემთხვევისთვის (ნახ. 2.4.).

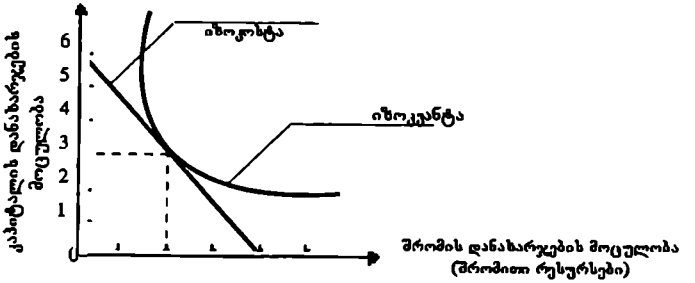
იზოკოსტის სათანადო გრაფიკები შეგვიძლია ავაგოთ პროდუქტის სხვა მოთხოვნილი რაოდენობის წარმოების სხვა ნებისმიერ მთლიანი ბიუჯეტისათვის. იზოკოსტების დახრილობა დაახასიათებს წარმოების განხილული ფაქტორების მოზიდვის ღირებულების (ფასის) თანაფარდობას.

წარმოების ფაქტორების ურთიერთჩანაცვლების მექანიზმი ეფექტიანია იმ შემთხვევაში, როცა იგი კაპიტალისა და შრომის მთლიანი დანახარჯების მინიმიზების შესაძლებლობას ქმნის: თუკი იზოკვანტისა და იზოკოსტის ზემოთ განხილულ გრაფიკებს ერთმანეთს შეუთავსებთ, შეგვიძლია

მიეიღოთ მათი შეხების (და არა გადაკეეთის) ის წერტილი, რომელშიც წარმოების ფაქტორების (კაპიტალისა და შრომის) მთლიანი დანახარჯები მინიმალური იქნება (ნახ.2.5.).



ნახ 2.4. იზოკოსტის გრაფიკი



ნახ 2.5. წარმოების ფაქტორების ერთობლივი მინიმალური ფორმირების წერტილების გრაფიკი მათი ურთიერთშეთანხმების პროცესში

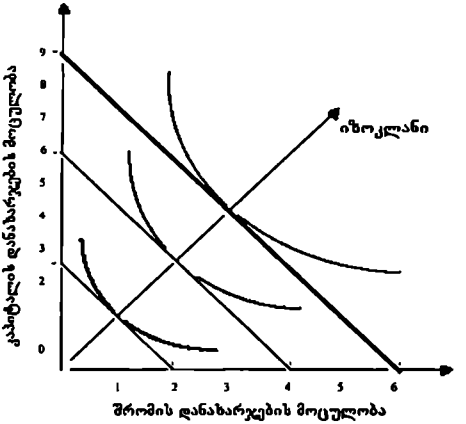
წარმოდგენილ გრაფიკზე წარმოების ფაქტორების მთლიანი დანახარჯების მინიმალური მოცულობა მათი ურთიერთშენაცვლების შესაძლო დიაპაზონში აღნიშნულია „A" წერტილით, რომელიც კაპიტალის 3 ერთეულისა და შრომის 2 ერთეულის დანახარჯებს შეესაბამება. განხილული ფაქტორების ნებისმიერი სხვაგვარ შეხამებას მათი ურთიერთჩანაცვლების პროცესში შეუძლია ჩამოყალიბოს მათი იმ მთლიანი დანახარჯების უფრო მაღალი დონე, რომლებიც პროდუქტის გათვალისწინებული მოცულობის გამოშვებას უზრუნველყოფენ.

თუკი მწარმოებლის ბიუჯეტი სამეურნეო საქმიანობის პროცესში მოიმატებს, მაშინ მას შეუძლია უზრუნველყოს პროდუქტის გამოშვების უფრო მაღალი მოცულობები, ე.ი. ჩამოაყალიბოს იზოკვანტებისა და იზოკოსტების ახალი სახეები. ახალი იზოკვანტებისა და იზოკოსტების შეხების წერტილების შეერთებით შეგვიძლია მივიღოთ საწარმოს ეკონომიკური ზრდის წირი, რომელსაც „იზოკლინალს" უწოდებენ. მისი გრაფიკი ნახ. 2.6-ზეა მოყვანილი.

ამგვარად წარმოებული საწარმოო ფუნქცია, რომელიც ინვესტირებული ურთიერთჩანაცვლების პირობებს აყალიბებს, საშუალებას გვაძლევს არამარტო გამოვაელინოთ ამ ურთიერთშენაცვლების დიაპაზონი, არამედ გადავჭრათ კიდეც კონკრეტული საწარმოო ამოცანები: ა) მაქსიმალური გაეხადოთ წარმოების ტექნოლოგიური ეფექტიანობა, რომელიც ახასიათებს პროდუქციის გამოშვების მაქსიმალურად შესაძლო მოცულობას წარმოების ფაქტორების არსებული მოცულობის გამოყენების პროცესში;

ბ) მაქსიმალური გაეხადოთ წარმოების ეკონომიკური ეფექტიანობა, რომელიც ახასიათებს წარმოების ფაქტორების იმ მთლიანი დანახარჯების მინიმალურ დონეს, რომლებიც პროდუქციის მოთხოვნილი მოცულობის გამოშვებას უზრუნველყოფს;

გ) მოცემული წარმოების ეკონომიკური განვითარების ტემპების პროგნოზირება, რომლებსაც წარმოების ცალკეული ფაქტორების ოპტიმალური პროპორციები უზრუნველყოფს.



ნახ. 2.6. საწარმოს ეკონომიკური ზრდის მახასიათებელი იზოკლინალის გრაფიკი

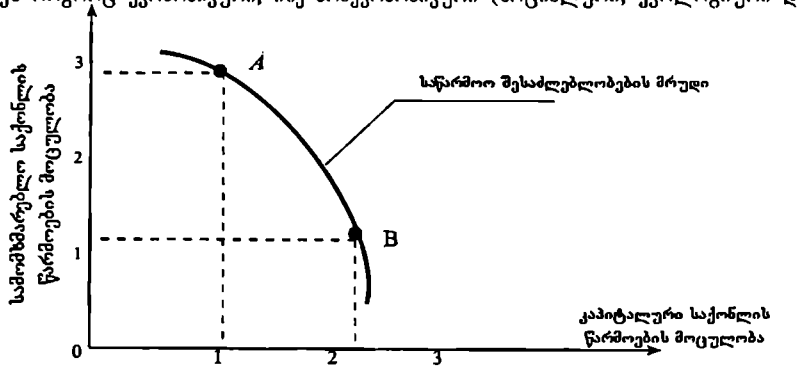
ინვესტიციები, როგორც სამეურნეო საქმიანობის ნებისმიერ ობიექტში კაპიტალის დაბანდების ალტერნატიული შესაძლებლობა

საწარმოს მიერ ინვესტირებულ კაპიტალს მიზანმიმართულად აბანდებენ საწარმოს იმ ქონების ფორმირებაში, რომლის მეშვეობითაც უნდა განხორციელდეს მისი სხვადასხვა ფორმის სამეურნეო საქმიანობა და ნაირგვარი პროდუქციის წარმოება. ამასთან, კაპიტალის ინვესტირების შესაძლო ობიექტების ფართო დიაპაზონიდან საწარმოო დამოუკიდებლად ირჩევს იმ ქონებრივ ფასეულობათა (ინვესტირების ობიექტებისა და ინსტრუმენტები) პრიორიტეტულ ფორმებს, რომლებსაც საალრიცხვო — ფინანსური ტერმინოლოგიით „აქტივებს“ უწოდებენ. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეკონომიკური პოზიციებიდან ინვესტიციები შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც დაგროვილი კაპიტალის ნაწილის საწარმოს ალტერნატიული სახის აქტივებად გარდასახვის ფორმა. ამა თუ იმ პროდუქციის წარმოებაში კაპიტალის დაბანდების შესაძლებლობათა პოზიციებიდან ინვესტიციები ხასიათდება როგორც კომბინატორული პროცესი. წარმოების სხვა ფაქტორებთან კომბინაციაში ინვესტირებული კაპიტალი შეგვიძლია გამოვიყენოთ, როგორც სამომხმარებლო დანიშნულების პროდუქციის, ისე შრომის საშუალებებისა და საგნების ფორმის მქონე კაპიტალური საქონლის გამოსაშვებად (ამ შემთხვევაში ყალიბდება გადადებული მოხმარება რეალური კაპიტალის მარაგის სახით). საწარმოო ფაქტორების გარკვეული მოცულობის კომბინაცია, რომლებიც ინვესტირებული კაპიტალის მონაწილეობითაა განშუალებული, აყალიბებს ე.წ. „საწარმოო შესაძლებლობათა მრუდს“, რომელიც გრაფიკულად სურ. 2.7- ზეა წარმოდგენილი.

როგორც მოყვანილი მონაცემებიდან ჩანს, წარმოების ფაქტორების ერთი და იგივე, რაოდენობრივად განსაზღვრული კომპლექსი, რომელიც ინვესტირებული კაპიტალის მონაწილეობითაა განშუალებული, საჭიროების შემთხვევაში შეიძლება უშვებდეს სამომხმარებლო დანიშნულების საქონელსა და კაპიტალურ საქონელს სხვადასხვა პროპორციებით: „A“ ვარიანტით — 2:1 და „B“ ვარიანტით — 1:2. „საწარმოო შესაძლებლობათა მრუდის“ მეშვეობით შეგვიძლია ალტერნატიულ საფუძველზე განვსაზღვროთ პროდუქციის წარმოების ოპტიმალური სტრუქტურა განვითარების არჩეული ეკონომიკური სტრატეგიისა და საწარმოო საქმიანობის ცვალებადობის პირობებში.

ინვესტიციები როგორც საძენარმეო საქმიანობის ეფექტის გენერირების წყარო

ინვესტიციების მიზანია წინასწარ გაანგარიშებული კონკრეტული ეფექტის მიღწევა, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს როგორც ეკონომიკური, ისე არაეკონომიკური (სოციალური, ეკოლოგიური და



ნახ.2.2.7. კაპიტალის მონაწილეობით ფორმირებული წარმოების ფაქტორების კომპლექსი

სხვა) ბუნება. საწარმოების დონეზე ინვესტირების პრიორიტეტული მიზანდასახულობაა, როგორც წესი, ეკონომიკური ეფექტის მიღწევა, რომელიც შეიძლება მიიღონ ინვესტირებული კაპიტალის თანხის ნამატის, ინვესტიციური მოგების დადებითი სიდიდის, წმინდა ფულადი ნაკადის დადებითი სიდიდის, წინათ დაბანდებული კაპიტალის შენახვის უზრუნველყოფის და ა.შ. სახით.

ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტის მიღწევას განსაზღვრავს მათ მიერ შემოსაელის გენერირების პოტენციური უნარი. ინვესტიციები როგორც შემოსავლის წყარო ინვესტორების მომავალი კეთილდღეობის შექმნის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი საშუალებაა. ამასთან, ინვესტიციების მიერ შემოსავლის მოტანის პროცენტული უნარი ავტომატურად კი არ ხორციელდება, არამედ რეალიზდება მხოლოდ საინვესტიციო ობიექტების (ინსტრუმენტების) ეფექტიანად შერჩევის პირობებში. ამგვარი შერჩევის განხორციელება განაპირობებს ინვესტიციური მენეჯმენტის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ფუნქციას.

რეალური ინვესტიციების შემოსავლების გენერირების საფუძველია ინვესტირებული კაპიტალის ნაყოფიერება. ამ მახასიათებლის მატარებლად ინვესტირებული კაპიტალი ისეე გამოდის, როგორც წარმოების სხვა ფაქტორები. კაპიტალის ნაყოფიერება (მწარმოებლურობა) ანუ კაპიტალუკუგება განისაზღვრება როგორც საწარმოო საქმიანობის შედეგის (წარმოებული პროდუქტის მოცულობის) შეფარდება გამოყენებული (ინვესტირებული) კაპიტალის თანხასთან. ინვესტიციების თეორიაში გამოყოფენ ინვესტირებული კაპიტალის საშუალო და ზღვრულ ნაყოფიერებას („ზღვრულ პროდუქტს").

საშუალო ნაყოფიერება ახასიათებს გამოყენებული კაპიტალის ერთეულზე მოსული პროდუქციის საერთო მოცულობას და მას შემდეგი ფორმულით განსაზღვრავენ:

$$MPC = \frac{PVG}{UCMS}, \qquad (2.8)$$

სადაც MPC კაპიტალის საშუალო ნაყოფიერებაა (საშუალო პროდუქტია);

PVG — გარკვეულ პერიოდში წარმოებული პროდუქტის (საქონლის, მომსახურების) მოცულობა;

UCMS— პერიოდში გამოყენებული კაპიტალის საშუალო თანხა.

ზღვრული ნაყოფიერება ახასიათებს პროდუქტის საშუალო მოცულობის მატებას ნატურალური გამოსატულებით ახლად დამატებული (დამატებით ინვესტირებული) კაპიტალის ყოველ ერთეულზე. ამ მაჩვენებლის გაანგარიშებას ახორციელებენ შემდეგი ფორმულით:

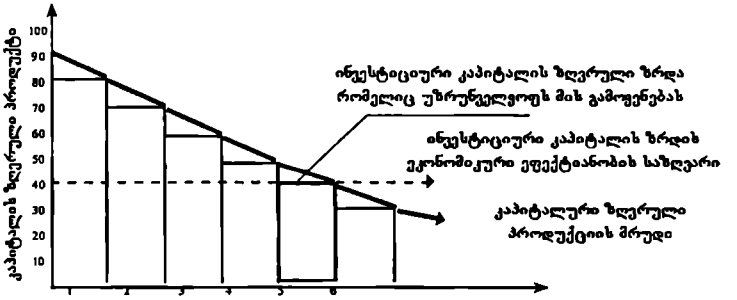
$$CLP = \frac{PIS}{CS}, \qquad (2.9)$$

სადაც CI.P კაპიტალის ზღვრული ნაყოფიერებაა (ზღვრული პროდუქტია);

PIS — პროდუქციის (საქონლის, მომსახურების) წარმოების მოცულობის ნამატი ნატურალური გამოხატულებით;

CS — ინვესტირებული კაპიტალის ნამატი.

მეურნეობის კონკრეტული სუბიექტის მიერ წარმოების უცვლელი ტექნოლოგიის ფარგლებში გამოყენებული კაპიტალის ნაყოფიერებას სტაბილური ხასიათი კი არა აქვს, არამედ იცვლება მისი ინვესტირების მოცულობის ზრდასთან ერთად. ეს იმას უკავშირდება, რომ ინვესტირებული კაპიტალის ზრდა, რაც წარმოების სხვა ფაქტორების მოცულობის უცვლელობისას ხორციელდება, გამოიწვევს ამ უკანასკნელის შედარებით დეფიციტს და შესაბამისად შემცირებს პროდუქტის გამოშვების მოცულობის ზრდას. კაპიტალის ზღვრული პროდუქტის მუდმივი შემცირების შესახებ დასკვნა (წარმოების სხვა ფაქტორების გამოყენების უცვლელი მოცულობისას) ეკონომიკურ თეორიაში ცნობილია როგორც „კაპიტალის კლებადი ნაყოფიერების კანონი". ამ კანონს საყოველთაო ხასიათი აქვს და კაპიტალის — როგორც წარმოების ფაქტორის — გამოყენების ნებისმიერ ფაქტორს ეკუთვნის. კაპიტალის კლებადი ნაყოფიერების კანონის გამოელინება გრაფიკულად 2.8 ნახაზზეა წარმოდგენილი.



ნახ.2.8. ინვესტიციური კაპიტალის კლებადი ნაყოფიერების კანონის საილუსტრაციო გრაფიკი

მოყვანილი გრაფიკიდან ჩანს, რომ კაპიტალის ინვესტირების მოცულობის ზრდის კვალობაზე მისი ზღვრული პროდუქტი მცირდება ყოველ ახლად ამოქმედებულ ერთეულთან ერთად (ტექნოლოგიის და წარმოების სხვა ფაქტორების მოცულობის უცვლელობისას). ამ ტენდენციას ასახავს კაპიტალის ზღვრული პროდუქტის მრუდი. თუკი პროდუქტის მატებით მიღებული წმინდა მოგების სიდიდეს ეუდარებათ საინვესტიციო მიზნებით კაპიტალის მოზიდვის ღირებულებას, მაშინ მისი შემდეგი მატება ეკონომიკურად მიზანშეუწონელი ხდება — გრაფიკზე ეს სიტუაცია აღნიშნულია ზღვრული პროდუქტის მრუდზე მდებარე „ა" წერტილით. ეს საშუალებას გვაძლევს ჩამოვაყალიბოთ შემდეგი დასკვნა: **ინვესტირებული კაპიტალის მატება წარმოების იმ ფაქტორების სისტემაში, რომლებიც პროდუქტის გამოშვების ზრდას უზრუნველყოფენ, მიზანშეწონილია მანამდე, ვიდრე მისი ზღვრული პროდუქტი მისი მოზიდვის ღირებულებას არ ედრება. კაპიტალის ზღვრული ნაყოფიერების მაჩვენებელი ამ შემთხვევაში პროდუქტის წარმოებაში კაპიტალის ინვესტირების მინიმალურად ეფექტიანი ღონისძიება გამოდგება.**

მოყვანილი გრაფიკის მონაცემების მიხედვით შეგვიძლია გამოვიტანოთ კიდევ ერთი დასკვნა: თუკი ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობის ყოველი ერთეულის ზრდას მინიმალური სიდიდეებით ავლნიშნავთ, მაშინ პროდუქტის გამოშვების მთლიანი მოცულობა იმ სიერცის ფართობის ტოლი იქნება, რომელიც კაპიტალის ზღვრული პროდუქტის მრუდის ქვეშაა მოქცეული.

ინვესტიციები, როგორც საბაზრო ურთიერთობათა ობიექტი

ინვესტიციების პროცესში საწარმოს მიერ გამოყენებული მრავალფეროვანი საინვესტიციო რესურსები, საქონელი და ინსტრუმენტები, როგორც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი, აყალიბებს

განსაკუთრებული სახის ბაზარს — „საინვესტიციო ბაზარს". მას ახასიათებს მოთხოვნა, მიწოდება და ფასი, აგრეთვე, საბაზრო ურთიერთობათა გარკვეული სუბიექტების ერთობლიობა — ინვესტიციების ბაზარს აყალიბებს საბაზრო ეკონომიკური პირობების მთელი სისტემა. იგი გადაჯაჭვულია სხვა ბაზრებთან (შრომის, სამომხმარებლო საქონლის, მომსახურების ბაზრებთან და ა.შ.) და ფუნქციონირებს სახელმწიფო რეგულირების მრავალფეროვანი ფორმების გარკვეული ზემოქმედებით.

საინვესტიციო რესურსებზე, საქონელსა და ინსტრუმენტებზე მოთხოვნას საწარმოები რეალური და ფინანსური ინვესტირების სფეროში თავიანთი საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციისთვის წარადგენენ ხოლმე. საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის სუბიექტებად საწარმოების გარდა გამოდიან ეკონომიკური პროცესის ის სხვა მონაწილეებიც, რომელიც სამეწარმეო საქმიანობას ახორციელებენ.

საინვესტიციო რესურსების, საქონლისა და ინსტრუმენტების მიწოდებას ახდენენ კაპიტალური საქონლის მწარმოებელი საწარმოები, უძრავი ქონების მესაკუთრეები, არამატერიელური აქტივების მფლობელები, ემიტენტები, მრავალფეროვანი ფინანსური ინსტიტუტები.

საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ფასები საბაზრო ურთიერთობათა სისტემაში ყალიბდება მოთხოვნისა და მიწოდების ზემოქმედებით და მათი საინვესტიციო მიმზიდველობის გათვალისწინებით. ეს ფასი ასახავს საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების გამყიდველებისა და მყიდველების ეკონომიკურ ინტერესებს ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების კონკრეტულ პირობებში. საინვესტიციო რესურსების ფასად, ჩვეულებრივ, გვევლინება პროცენტის ის განაკეთი, რომელიც კაპიტალის ბაზარზე ყალიბდება.

ინვესტიციები, როგორც საკუთრებისა და განკარგვის ობიექტი

როგორც სამეწარმეო საქმიანობის ობიექტი, ინვესტიციები საკუთრებისა და განკარგვის უფლების მატარებლად გვევლინება. თუკი კაპიტალის ინვესტირების თავდაპირველ ეტაპზე მისი საკუთრების ტიტული და განკარგვის უფლებები ერთსა და იმავე სუბიექტს უკავშირდებოდა, შემდგომში ეკონომიკური განვითარების კვალობაზე ხდება მათი თანდათანობითი გამიჯვნა. ეს გამიჯვნა თავდაპირველად მოხდა საინვესტიციო პროცესში მოზიდული ფულადი კაპიტალის ფუნქციონირების სფეროში (საკრედიტო ურთიერთობების წარმოშობისა და განვითარების კვალობაზე), შემდეგ კი — რეალური კაპიტალის ფუნქციონირების სფეროშიც (სალიზინგო ურთიერთობების წარმოშობისა და განვითარების კვალობაზე).

თანამედროვე პირობებში საწარმოს, რომელიც კაპიტალის მრავალფეროვან ფორმებს იყენებს, საინვესტიციო პროცესში შესაძლებელია ჰქონდეს განკარგვის უფლებები მასზე საკუთრების უფლების გარეშე. ამ შემთხვევაში კაპიტალის საინვესტიციო რესურსის საკუთრებისა და განკარგვის უფლებები დანაწილებულია ეკონომიკის ცალკეული სუბიექტების ჭრილში. უფლებათა ასეთი დაყოფის მაგალითია კაპიტალის ფუნქციონირება საინვესტიციო-საფინანსო ინსტიტუტების, სააქციო საზოგადოებისა და ა.შ. ინსტიტუტების სისტემაში, როდესაც კაპიტალის, როგორც დაგროვილი საინვესტიციო რესურსის მესაკუთრეები სხვა პირებს გადასცემენ მათი განკარგვის უფლებებს.

ინვესტირებული კაპიტალი, როგორც საკუთრების ობიექტი, შეიძლება ატარებდეს ამ საკუთრების ყველა ფორმას — კერძო ინდივიდუალურს, კერძო კოლექტიურს, მუნიციპალურს, საერთო სახელმწიფოებრივს და ა.შ. კაპიტალი საკუთრების ტიტულის მატარებლად გამოდის, უპირველეს ყოვლისა, როგორც საინვესტიციო რესურსი. ეკონომიკურ პროცესში ამა თუ იმ სუბიექტის ჭრილში კაპიტალის როგორც საინვესტიციო რესურსის საკუთრებისა და გამოყენების ობიექტის როლს პასიური ხასიათი აქვს.

ინვესტირებული კაპიტალი როგორც განკარგვის ობიექტი შესაძლოა გამოდიოდეს ამ განკარგვის ყველა იმ ფორმითა და სახით, რომლებიც კი კანონმდებლობითაა ნებადართული. განკარგვის უფლებათა მატარებლად ამ დროს შეიძლება მოგვევლინოს როგორც საფინანსო, ისე რეალური კაპიტალი.

ინვესტირებული კაპიტალის, როგორც განკარგვის ობიექტის როლს ეკონომიკურ პროცესში აქტიურ ხასიათი აქვს კაპიტალის, როგორც საკუთრების ობიექტის მიმართ.

ამგვარად, კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის გამოყენება ეკონომიკურ პროცესში აუცილებლად არ უკავშირდება საკუთრების ტიტულის არსებობას. ეს გამოყენება შესაძლოა განახორციელონ იმ პირებმა, რომლებიც უშუალოდ არ არიან მასზე საკუთრების უფლებათა სუბიექტები.

როგორც საკუთრებისა და განკარგვის ობიექტი, კაპიტალი — როგორც საინვესტიციო რესურსი — აყალიბებს ცალკეული საწარმოების მიერ მისი გამოყენების ცალკეულ პროპორციებს, რომლებსაც საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის თანაფარდობა ასახავს. ამ თანაფარდობას ეკონომიკურ თეორიაში ახასიათებენ ტერმინით „კაპიტალის სტრუქტურა“.[1] იგი ინვესტიციების ეფექტიანობის მრავალ ასპექტზე, შესაბამისად კი — საწარმოს მიერ მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ხასიათზე მოქმედებს.

ინვესტიციები. როგორც დროითი მჯობინების ობიექტი

კაპიტალის ინვესტირების პროცესი უშუალოდ უკავშირდება დროის ფაქტორს. ამ ფაქტორის პოზიციებიდან, ინვესტირებისთვის გამიზნული კაპიტალი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც, ერთის მხრივ, ადრე დაგროვილი ეკონომიკური ფასეულობის მარაგი საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში მისი შესაძლო მატების მიზნით, ხოლო, მეორე მხრივ, როგორც ამოქმედებული ეკონომიკური რესურსი, რომელსაც შეუძლია მომავალი პერიოდის ნებისმიერ ინტერვალში გაზარდოს ინვესტორის დოვლათის მოხმარების მოცულობა. ამასთან, ინვესტირებთან დაკავშირებული ახლანდელი და მომავალი დოვლათის ეკონომიკურ ღირებულებას ერთი და იგივე მნიშვნელობა არა აქვს დაბანდებული კაპიტალის მესაკუთრისთვის. **ეკონომიკური თეორია ამტკიცებს, რომ ახლანდელ დოვლათს ინდივიდუუმი ყოველთვის უფრო მეტად აფასებს, ვიდრე მომავალს. ინდივიდუუმების ეკონომიკური ქცევის ამ თავისებურებას ეკონომიკურ თეორიაში გამოხატავენ ტერმინით „დროითი მჯობინება“. მისი არსი ისაა, რომ მომავალი მოხმარების შესაძლებლობები სხვა თანაბარ პირობებში ყოველთვის ნაკლებად ღირებულია მიმდინარე მოხმარებასთან შედარებით.** იმისათვის, რომ დავძლიოთ დროითი მჯობინების ეს სტერეოტიპი და ინვესტირებისკენ ვუბიძგოთ კაპიტალის მესაკუთრეს, რომელიც უარს იტყვის მოხმარების მიზნით მის გამოყენებაზე, აუცილებელია ამ უარისთვის მისთვის უზრუნველვყოთ მნიშვნელოვანი გასამრჯელო ინვესტიციური შემოსავლის ფორმით.

კაპიტალის ინვესტირებასა და ინვესტიციური შემოსავლის მიღებას შორის არსებულ დროით ლაგს მეტი ან ნაკლები ინტერვალი შეიძლება ჰქონდეს. ამის შესაბამისად, ინვესტორის წინაშე ყოველთვის დგას კაპიტალის გამოყენების დროითი მჯობინების ალტერნატივა — ინვესტირების გრძელვადიანი ობიექტები (სუბიექტები) აირჩიოს საინვესტიციო საქმიანობისთვის, თუ — მოკლევადიანი, რომლებსაც ინვესტიციური შემოსავლის დიფერენცირებული დონეები აქვს.

საინვესტიციო პროცესში ჩართული კაპიტალის მოცულობის ვარიანტის შერჩევის ალტერნატივა დროში უკავშირდება მოხმარების იმ შესაძლებლობათა შეფასებას, რომლებიც მომავალი პერიოდის განსხვავებულ პერიოდებში წარმოიშობა. ამ შეფასების პროცესში ითვალისწინებენ იმ შედარებით ფასეულობას, რომელსაც კონკრეტული ინვესტორი ანიჭებს მისი მოხმარების შესაძლებლობებს დროში. ეს შეფასება ხორციელდება „დროში კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობათა მრუდით“, რომლის გრაფიკი 2.9. ნახაზზეა მოცემული (ეკონომიკური თეორიაში მას „ჰირშლეიფერის გრაფიკს“ უწოდებენ).

მოყვანილ გრაფიკზე XY მრუდი გვიჩვენებს მიმდინარე და მომავალი მოხმარების (მომავალი პერიოდი ერთი წლითაა შეზღუდული) მიზნით კაპიტალის დროში შესაძლო გამოყენების ყველა შეხამებას. ჰორიზონტალურ ღერძზე OY მონაკვეთი ახასიათებს მოცემული კაპიტალისთვის

[1] უფრო დაწვრილებით კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ იხ. **ლ. ქოქიაური, მ.კაპანაძე.** „ფინანსური მენეჯმენტი“. ლექციების კურსი. 2005.

ხელმისაწვდომი მიმდინარე მოხმარების ალტერნატიულ შესაძლებლობებს (მიმდინარე მოხმარებაზე მთლიანად უარის თქმიდან, რაც O წერტილში ხდება მთელი კაპიტალის მიმდინარე მოხმარებისთვის გამოყენებამდე, რაც Y წერტილში ხდება). შესაბამისად, ვერტიკალურ ღერძზე OX მონაკვეთი ახასიათებს მომავალი მოხმარების პოტენციურ შესაძლებლობებს, რომლებიც ალტერნატიულია მოცემული კაპიტალისთვის. მიმდინარე და მომავალი მოხმარების მოცულობათა ალტერნატიული თანაფარდობის კონკრეტულ შესაძლებლობებს კაპიტალის გამოყენებული თანხის ფარგლებში გვიჩვენებენ XY მრუდზე განლაგებული A, B, C და D წერტილები. ამ ალტერნატივათაგან ნების-მიერის არჩევისას ინვესტორის შესაძლო მოხმარების მოცულობა ერთი წლის შემდეგ გადააჭარბებს იმ მოხმარების მოცულობას, რომელზეც იგი უარს ამბობს მიმდინარე წელს.

დროში კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის რაოდენობრივი საზომია „დროითი მჯობინების ნორმა". იგი განსაზღვრავს ინვესტორის მიერ მომავალი და მიმდინარე პერიოდის სამომხმარებლო დოვლათის შეფასებათა თანაფარდობას. მას ანგარიშობენ ფორმულით:

$$TPN = \frac{FCR}{CCR}, \qquad (2.10.)$$

სადაც TPN— დროითი მჯობინების ნორმაა, რომელიც ათწილადითაა გამოხატული; FCR — არსებული კაპიტალის ერთეულზე შეძენილი მომავალი სამომხმარებლო დოვლათის ჯამური შეფასება; CCR— არსებული კაპიტალის ერთეულზე შეძენილი მიმდინარე სამომხმარებლო დოვლათის ჯამური შეფასება.

დროითი მჯობინების ნორმას გასაშუალოებული სახით, ჩვეულებრივ იღებენ კაპიტალის შემოსაელიანობის საშუალო ნორმის დონეზე, რომელიც პროცენტის წლიური განაკვეთითაა გამოხატული. ამ პოზიციებიდან, პროცენტის წლიური განაკვეთი შეგვიძლია კაპიტალის გამოყენების პროცესში განეიხილოთ, როგორც „დროის ფასი".

დროითი მჯობინების ნორმას ინდივიდუალური ხასიათი აქვს. მისი ფორმირებისას ითვალისწინებენ ინვესტორის შემოსაელის სიდიდეს, მისი მოხმარების ჩამოყალიბებულ დონეს, სამომხმარებლო ბაზრის გაჯერებას საქონლითა და მომსახურებით და სხვა ფაქტორებს.

ეკონომიკურ პროცესში კაპიტალის გამოყენების პერიოდის ხანგრძლივობასა და დროითი მჯობინების ნორმას შორის პირდაპირი კავშირი არსებობს. რაც უფრო ხანგრძლივია მიმდინარე მოხმარების მიზნით კაპიტალის გამოყენების გადადებულ შესაძლებლობათა დროის ინტერვალი, მით უფრო მეტი უნდა იყოს დროითი მჯობინების ნორმის სიდიდე (კაპიტალის მესაკუთრის შესაბამისი ჯილდოს ოდენობა). დროითი მჯობინების ნორმის მატება კაპიტალის გამოყენების ინტერვალის გადიდებასთან ერთად ახასიათებს „დროითი მჯობინების ზღვრულ ნორმას".

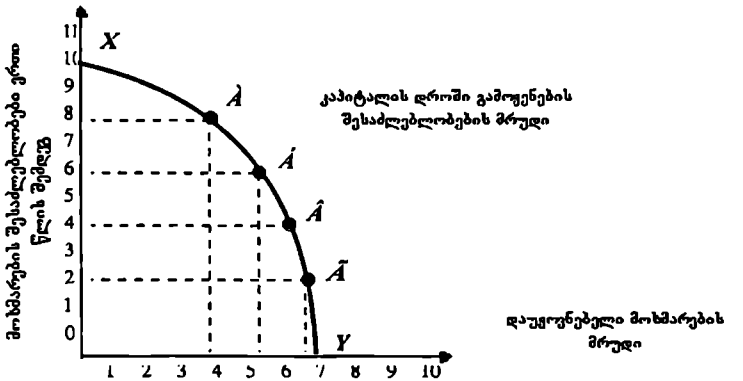
საინვესტიციო პროცესში კაპიტალის გამოყენების ინტერვალის გადიდებასთან ერთად დროითი მჯობინების ზღვრულ ნორმას ზრდის ტენდენცია აქვს. ეს იმას უკავშირდება, რომ ინდივიდუუმი მომავალი მოხმარების დამატებით შესაძლებლობებს სხვა თანაბარ პირობებში სულ უფრო და უფრო ნაკლებ მნიშვნელობას ანიჭებს მიმდინარე მოხმარებასთან შედარებით. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მომავალი მოხმარების ყოველ მომდევნო ვარიანტს ინდივიდუუმი ამჯობინებს მხოლოდ დროითი მჯობინების ზღვრული ნორმის მატების შემთხვევაში. ამ ტენდენციას შეგვიძლია დავაკვირდეთ დროში კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობათა მრუდის ზემოგანხილული გრაფიკის მონაცემების მეშვეობით (ნახ.2.9.). რაც უფრო მაღლა ადის მრუდზე ინდივიდუუმი, მით უფრო მეტ მიმდინარე მოხმარებაზე უნდა თქვას მან უარი მომავალი მოხმარების ერთი და იმავე მატების მიღებისთვის. მრუდის დახრილობა ნებისმიერ წერტილში ახასიათებს შემოსავლიანობის ზღვრულ ნორმას, რომელიც, პირიქით, დროთა განმავლობაში მცირდება.

ინვესტირებული კაპიტალის დროში გამოყენების ოპტიმალურობას ახასიათებს გარკვეული კრიტერიუმი. ასეთ კრიტერიუმის საფუძველია დროითი მჯობინების ზღვრული ნორმის (რომელიც

ინდივიდუალიზებულია კაპიტალის მოცემული მესაკუთრისთვის) შეპირისპირება კაპიტალის ზღვრულ შემოსავლიანობასთან. ამ შეპირისპირების პოზიციებიდან, საინვესტიციო პროცესში კაპიტალის გამოყენების ოპტიმალურობის კრიტერიუმად დროის ყოველ გარკვეულ ინტერვალში გამოდის შედარება:

$$LIIC \geq LNTP, \qquad (2.11)$$

სადაც LIIC— ინვესტირებული კაპიტალის ზღვრული შემოსავალია;
LNTP— დროითი მჯობინების ზღვრული ნორმა.



ნახ. 2.9. ინვესტირებული კაპიტალის დროში გამოყენების მრუდის დამახასიათებელი გრაფიკი

ეს კრიტერიუმი უზრუნველყოფს კაპიტალის მესაკუთრის მაქსიმალურ კეთილდღეობას, თუკი საინვესტიციო პროცესში მისი ჩაბმის მიზანია დროში მოხმარების განაწილების ოპტიმიზება.

ინვესტიციები, როგორც რისკის ფაქტორი

რისკი ინვესტიციების უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია და მის ყველა ფორმასა და სახეობას უკავშირდება. რისკის ფაქტორის მატარებლად ინვესტიციები გვეელინება, როგორც ინვესტორის სამეწარმეო საქმიანობაში მიღებული შემოსავლის წყარო. ინვესტიციების განხორციელების დროს ინვესტორი მუდამ შეგნებულად უნდა ეწეოდეს ეკონომიკურ რისკს, რომელიც უკავშირდება მოსალოდნელი ინვესტიციური შემოსავლის თანხის შესაძლო კლებას, ან ვერმიღებას, აგრეთვე, ინვესტირებული კაპიტალის შესაძლო მთლიან, ან ნაწილობრივ დანაკარგებს. მაშასადამე, ინვესტორის სამეწარმეო საქმიანობაში ერთმანეთთან ორგანულ კავშირშია ინვესტიციების რისკისა და შემოსავლიანობს ცნებები.

ინვესტიციების რისკის დონე პირდაპირაა დამოკიდებული მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დონეზე. ნებისმიერ ფორმის ინვესტიციებიდან რაც უფრო მეტი დონის შემოსავლიანობას მოელის ინვესტორი, სხვა თანაბარ პირობებში, მით უფრო მაღალი იქნება მისი თანმხლები რისკის დონე და პირიქით. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ინვესტიციების შემოსავლიანობისა და რისკის დონეებს შორის ობიექტურ კავშირს პირდაპირპროპორციული ხასიათი აქვთ.

კაპიტალი, როგორც ლიკვიდობის ფაქტორის მატარებელი

ყველა სახისა და ფორმის ინვესტიციებს ახასიათებს გარკვეული ლიკვიდობა, რასაც უწოდებენ საჭიროების შემთხვევაში მათი რეალიზების უნარს თავიანთი რეალური საბაზრო ღირებულებით. ინვესტიციების ეს უნარი უზრუნველყოფს ამა თუ იმ ობიექტსა და ინსტრუმენტში დაბანდებული კაპიტალის გამოთავისუფლებას სამეწარმეო საქმიანობის გარკვეულ სფეროში, ბაზრის ცალკეულ

სეგმენტსა თუ ამოქმედებულ რეგიონში. მისი გამოყენების არასასიკეთო ეკონომიკური და სხვა პირობების დადგომისას.

დაბანდებული კაპიტალის გამოთავისუფლების პროცესს, რასაც მისი ლიკვიდობა უზრუნველყოფს, ახასიათებენ „დეზინვესტიციების" ტერმინით. დეზინვესტიციების პროცესში გამოთავისუფლებული კაპიტალი შესაძლოა სხვა ობიექტებსა და ინსტრუმენტებში იყოს რეინვესტირებული. ამგვარად, ინვესტიციების ლიკვიდობა საშუალებას გვაძლევს ჩამოვაყალიბოთ საინვესტიციო რესურსად ამოქმედებული კაპიტალის არამარტო პირდაპირი ნაკადი, არამედ უკუნაკადიც.

სხვადასხვა ფორმისა და სახის ინვესტიციებს სხვადასხვა ხარისხის ლიკვიდობა აქვთ. ამ განსხვავებულობას განაზღვრავს: კაპიტალის, როგორც საინვესტიციო რესურსის ფორმების მობილობის დონე, რეალური საინვესტიციო საქონლის (საინვესტიციო ობიექტიების) კონკრეტული სახეების ფუნქციური თავისუბურებები და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო თვისებები, ინვესტიციების ბაზრის განვითარების დონე და სახელმწიფოს მხრიდან მისი რეგულირების ხასიათი, ინვესტიციების ბაზრისა და მისი ცალკეული სეგმენტების არსებული კონიუნქტურა და სხვა პირობები.

ამა თუ იმ ფორმისა და სახის ინვესტიციების ლიკვიდობის შეფასების ძირითად პარამეტრად გვეელინება მათი ლიკვიდობის დონე. იგი განისაზღვრება დროის იმ პერიოდის გათვალისწინებით, რომლის განმავლობაშიც თავისი რეალური საბაზრო ღირებულების დაკარგვის გარეშე შეუძლია ფულად კონვერსირება ამა თუ იმ ობიექტსა და ინსტრუმენტში ინვესტირებულ კაპიტალს. რაც უფრო მოკლეა წინათ ინვესტირებული კაპიტალის ფულად ფორმად კონვერსიის პერიოდი, ლიკვიდობის მით უფრო მაღალი დონით ხასიათდება ესა თუ ის ინვესტიციები.

ინვესტიციების ლიკვიდობა ის ობიექტური ფაქტორია, რომელიც განაპირობებს მათი კონკრეტული ფორმებისა და სახეების შერჩევას მათივე მოსალოდნელი შემოსავლიანობის საჭირო დონის პროგნოზირებისას.

საწარმოს ინვესტიციების ყველაზე უფრო არსებითი მახასიათებლების ანალიზი გვიჩვენებს, თუ რამდენად მრავალასპექტიანი და რთულია ეს კატეგორია თეორიული და გამოყენებითი პოზიციებიდან. ამასთან, საწარმოს ინვესტიციების თავისებურებათა ამსახველი ეს განხილული მახასიათებლები მჭიდრო კავშირშია ერთმანეთთან და კომლექსურ ასახვას მოითხოვს მათი ეკონომიკური არის განსაზღვრისას. განხილული ძირითადი მახასიათებლების გათვალისწინებით, საწარმოს ინვესტიციების ეკონომიკური არსი ყველაზე უფრო განზოგადებული სახით შემდეგნაირად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ:

საწარმოს ინვესტიციები არის ყველა ფორმის კაპიტალის დაბანდება მისი სამეურნეო საქმიანობის განსხვავებულ ობიექტებში (ინსტრუმენტებში), რომლის მიზანია მოგების მიღება, აგრეთვე, სხვა ეკონომიკური და არაეკონომიკური ეფექტის მიღწევა და რომლის განხორციელება ეყრდნობა საბაზრო პრინციპებს, უკავშირდება დროის, რისკისა და ლიკვიდობის ფაქტორებს.

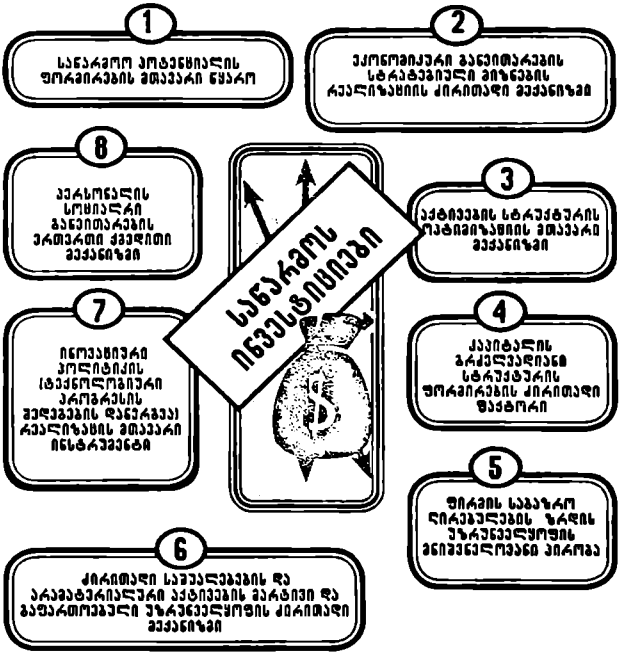
საწარმოს ეფექტიანად ფუნქციონირების უზრუნველყოფის სისტემაში ინვესტიციები მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ. ამაზე წარმოდგენას გვაძლევს ნახ. 2.10.

მოყვანილი სქემიდან ჩანს, რომ ინვესტიციების განხორციელება საწარმოს ეფექტიანი საქმიანობის განვითარებისა და უზრუნველყოფის პრაქტიკულად ყველა სტრატეგიული ამოცანის და მნიშვნელოვანი ოდენობით მიმდინარე ამოცანების გადაჭრის უმნიშვნელოვანესი პირობაა.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას ძირითადი თავისებურებები

ინვესტიციების პრაქტიკულად განხორციელებას უზრუნველყოფს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა, რომელიც მისი სამეურნეო საქმიანობის ერთ-ერთი დამოუკიდებელი სახე და ეკონომიკური ინტერესების რეალიზების უმნიშვნელოვანესი ფორმაა. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას შემდეგი ძირითადი თავისებურებები ახასიათებს:

1. იგი საწარმოს საოპერაციო საქმიანობას ზრდის, უზრუნველყოფის მთავარი ფორმაა და მისი მიზნებისა და ამოცანების მიმართ დაქვემდებარებულ ხასიათს ატარებს. საწარმოს ცალკეული ფორმის ინვესტიციებს შესაძლოა მისი განვითარების ცალკეულ ეტაპებზე იმაზე მეტი მოგება მოჰქონდეს, ვიდრე საოპერაციო საქმიანობას. ამის მიუხედავად, საწარმოს მთავარი სტრატეგიული ამოცანაა საოპერაციო საქმიანობის გაფართოება და საოპერაციო მოგების მატების პირობების უზრუნველყოფა. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დანიშნულებაა მისი საოპერაციო მოგების ფორმირების ზრდის უზრუნველყოფა პერსპექტიულ პერიოდში ორი მიმართულებით: 1. საწარმოო-სარეალიზაციო საქმიანობის მოცულობის გადიდების ხარჯზე საოპერაციო შემოსავალების მატების უზრუნველყოფის გზით (ახალი ფილიალების მშენებლობა და სხვა რეგიონულ ბაზრებზე დამკვიდრება; პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის გაფართოება ახალ წარმოებაში ინვესტირების ხარჯზე და სხვა); 2. ხელმისაწვდომი საოპერაციო დანახარჯების შემცირების უზრუნველყოფის გზით (ფიზიკურად გაცვეთილი მოწყობილობის თავისდროულად შეცვლა; მორალურად მოძველებული ძირითადი საწარმოო საშუალებებისა და არამატერიალური აქტივების განახლება და ა.შ.).



ნახ.2.10. ინვესტიციების როლი საწარმოს ეფექტიანი ფუნქციონირების უზრუნველყოფაში

2. საინვესტიციო საქმიანობის ფორმები და მეთოდები გაცილებით უფრო მეტადაა დამოკიდებული საწარმოს დარგობრივ თავისებურებებზე, ვიდრე მისი საოპერაციო საქმიანობა. ამ კავშირში შეამავლობას მხოლოდ ინვესტირების ობიექტები სწევენ. ამ საქმიანობის მექანიზმი პრაქტიკულად იდენტურია ნებისმიერი დარგობრივი მიმართულების საწარმოში. ამას განსაზღვრავს ის, რომ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა ხორციელდება, უპირატესად, ფინანსურ ბაზართან (კაპიტალის

ბაზართან და ფულის ბაზართან) მჭიდრო კავშირში, რომელსაც პრაქტიკულად არ გააჩნია დარგობრივი სეგმენტაცია. ამავე დროს, საწარმოს საოპერაციო საქმიანობა ხორციელდება, უპირატესად, საქონლის ბაზრის კონკრეტული დარგობრივი სეგმენტების ფარგლებში და მას საოპერაციო ციკლის მკაფიოდ გამოხატული დარგობრივი თავისებურებები ახასიათებს.

3. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობებს ახასიათებს არსებითი უთანაბრობა ცალკეულ პერიოდებში. ამ საქმიანობის მასშტაბების ციკლურობას მთელი რიგი პირობები განსაზღვრავს: ფინანსური სახსრების (საინვესტიციო რესურსების) წინასწარ დაგროვების აუცილებლობა ცალკეული მსხვილი საინვესტიციო პროექტების განსახორციელებლად; საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებისთვის ხელსაყრელი გარე პირობების გამოყენება (ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების ცალკეულ ეტაპებზე არახელსაყრელი „საინვესტიციო გარემო" მკვეთრად აქვეითებს ამ საქმიანობის ეფექტიანობას); არსებითი „ინვესტიციური ნახტომებისთვის" შიდა პირობების ფორმირების თანდათანობითობა (საწარმოს მიერ ჩამოყალიბებული არასაბრუნავი საოპერაციო აქტივების პოტენციალს, ჩვეულებრივ, საკმარისი „მღგრადობის მარაგი" აქვს, ე.ი. გააჩნია გარკვეულ ფარგლამდე მისი მწარმოებლურად გამოყენების ამაღლების რეზერვები; მხოლოდ ასეთი ფარგლების მიღწევის შემდეგ იწვევს საოპერაციო საქმიანობის მოცულობების ზრდა ამ აქტივების გადიდების აუცილებლობას).

4. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში მისი ინვესტიციური მოგება (აგრეთვე, სხვა ფორმის ეფექტები), ჩვეულებრივ, მნიშვნელოვანი „ჩამორჩენის ლაგით" ყალიბდება. ეს იმას ნიშნავს, რომ საინვესტიციო რესურსების დანახარჯებსა (ინვესტიციურ ხარჯებს) და ინვესტიციური მოგების მიღებას შორის, ჩვეულებრივ, გადის დროის საკმაოდ დიდი პერიოდი, რაც ამ ხარჯების გრძელვადიან ხასიათს განსაზღვრავს. „ჩამორჩენის ლაგის" სიდიდის დიფერენციაცია საინვესტიციო პროცესის მიმდინარეობის ფორმებზეა დამოკიდებული (ნახ. 2.11.).

როგორც მოყვანილი სურათიდან ჩანს, საინვესტიციო პროცესის თანმიმდევრობით მიმდინარეობის დროს ინვესტიციური მოგება საინვესტიციო საშუალებების დასრულებისთანავე ყალიბდება; მისი პარალელურად მიმდინარეობის დროს ინვესტიციური მოგების ფორმირება შესაძლებელია საინვესტიციო სახსრების პროცესის ჯერ კიდევ მთლიანად დასრულებამდე; ინტერვალით მიმდინარეობის დროს საინვესტიციო სახსრების დასრულებისა და ინვესტიციური მოგების ფორმირების პერიოდს შორის გარკვეული დრო გადის.

5. საინვესტიციო საქმიანობა აყალიბებს საწარმოს განსაკუთრებული, დამოუკიდებული სახის ფულად ნაკადებს, რომლებიც ცალკეულ პერიოდებში არსებითად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან თავიანთი მიმართულებით. საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ფულადი ნაკადების წარმოქმნის პრინციპული სქემა 2.12. ნახაზზეა მოცემული.

როგორც მოყვანილი მონაცემებიდან ჩანს, ცალკეული პერიოდების განმავლობაში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობიდან მიღებული უარყოფითი ფულადი ნაკადის თანხა შეიძლება აჭარბებდეს დადებითს. გარდა ამისა, ინვესტიციური მოგების თანხას ცალკეულ პერიოდებში რყევის დიდი დონე აქვს.

6. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას ახასიათებს სპეციფიკური სახის რისკები, რომლებსაც „საინვესტიციო რისკის" ცნებით აერთიანებენ. საინვესტიციო რისკის დონე, ჩვეულებრივ, მნიშვნელოვნად აჭარბებს საოპერაციო (კომერციული) რისკის დონეს. ამას ის განაპირობებს, რომ საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში

კაპიტალის დაკარგვის რისკის (ე.ი. „კატასტროფულ რისკს") წარმოქმნის მეტი ალბათობა აქვს, ვიდრე საოპერაციო საქმიანობის პროცესში. ინვესტიციური მოგების დონის ფორმირების მექანიზმს საინვესტიციო რისკის დონესთან მჭიდრო კავშირში აგებენ.

7. საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობის იმ უმნიშვნელოვანეს საზომად, რომელიც საწარმოს ეკონომიკური განვითარების ტემპებს ახასიათებს, გვეკლინება მისი წმინდა ინვესტიციების მაჩვენებელი.

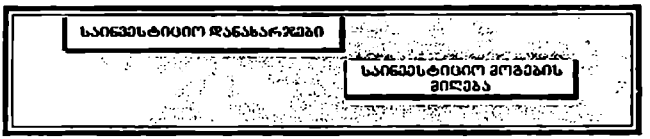
წმინდა ინვესტიციები წარმოადგენს მთლიანი ინვესტიციების თანხას, რომელიც შემცირებულია გარკვეულ პერიოდში საამორტიზაციო ანარიცხების თანხით:

$$CISJ = EISI - ADS, \qquad (2.12)$$

სადაც CISJ–საწარმოს ინვესტიციების თანხაა გარკვეულ პერიოდში; EISI – საწარმოს მთლიანი ინვესტიციების თანხა განსახილველ პერიოდში; ADS– საამორტიზაციო ანარიცხების თანხა იმავე პერიოდში.

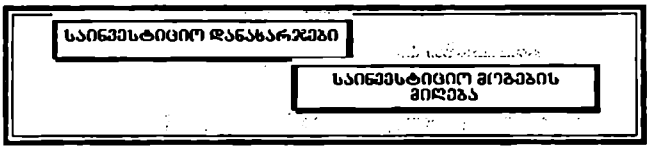
- A -

კაპიტალის ინვესტირების და მოგების მიღების პროცესების თანმიმდევრული მიმდინარეობა



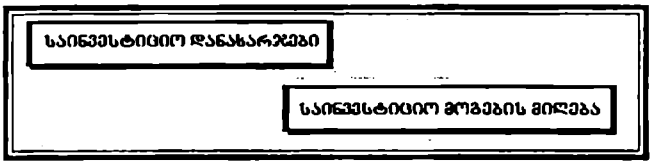
- B -

კაპიტალის ინვესტირების და მოგების მიღების პროცესების პარალელური მიმდინარეობა



- G -

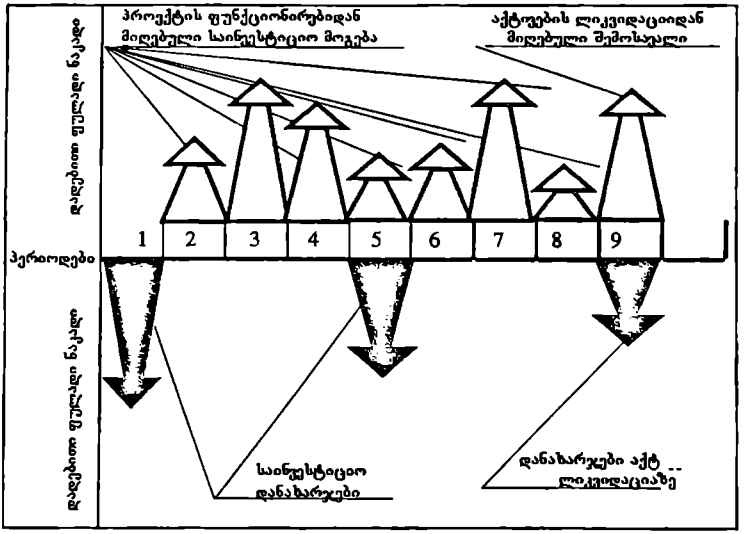
კაპიტალის ინვესტირების და მოგების მიღების პროცესების ინტერვალური მიმდინარეობა



ნახ.2.11. კაპიტალის ინვესტირების და ინვესტიციური მოგების მიღების პროცესების მიმდინარეობის ფორმები

წმინდა ინვესტიციების მაჩვენებლის დინამიკა ასახავს საწარმოს ეკონომიკური განვითარების ხასიათს, მისი მოგების და წმინდა ინვესტიციური ფულადი ნაკადის ფორმირების პოტენციალს. თუკი საწარმოს წმინდა ინვესტიციების თანხა უარყოფითი სიდიდეა (ე.ი. თუ მთლიანი ინვესტიციების მოცულობა ნაკლებია საამორტიზაციო ანარიცხების თანხაზე), მაშინ ეს მოწმობს მისი საწარმოო პოტენციალისა და მოგების ფორმირების ეკონომიკური ბაზის შეკვეცაზე (ასეთი ვითარება იმ საწარმოს ახასიათებს, რომელმაც „გამოჭამა თავისი კაპიტალი"). თუკი წმინდა ინვესტიციების თანხა ნულის ტოლია (ე.ი. მთლიანი ინვესტიციების მოცულობა საამორტიზაციო ანარიცხების თანხის ტოლია), მაშინ ეს მიუთითებს საწარმოს ეკონომიკური ზრდის შეწყვეტასა და მისი მოგების ზრდის ბაზის არქონაზე, რადგან მისი საწარმოო პოტენციალი ამ დროს უცვლელი რჩება (ასეთი ვითარება იმ საწარმოოს ახასიათებს, რომელიც

„ერთ ადგილს ტკეპნის“). ბოლოს, თუკი წმინდა ინვესტიციების თანხა დადებითი სიდიდეა (ე.ი. მთლიანი ინვესტიციების მოცულობა აღემატება საამორტიზაციო ანარიცხების თანხას), ეს იმას ნიშნავს, რომ უზრუნველყოფილია საწარმოს არასაბრუნავი საოპერაციო აქტივების გაფართოებული კლასწარმოება. ამას შედეგად უნდა მოყვეს საწარმოს მოგების და წმინდა ინვესტიციური ფულადი ნაკადის ფორმირების ეკონომიკური ბაზის გაფართოება (ამგვარი ვითარება ახასიათებს „მზარდ საწარმოს“).



ნახ.2.12. ფულადი ნაკადების ფორმირების პრინციპული სქემა ცალკული საინვესტიციო პროექტის მიხედვით

2.5. დანაზოგების ადგილი საინვესტიციო პროცესში. ინვესტიციების ზრდის ფაქტორები

კლასწარმოებითი პროცესის აუცილებელი რგოლია გაცვეთილი ძირითადი საშუალებების შეცვლა ახლით. იგი ხორციელდება ყოველწლიური საამორტიზაციო ანარიცხების აკუმულირებისა და ახალი საწარმოო სიმძლავრეების შეძენისთვის, ან ძველის მოდერნიზებისთვის მათი გამოყენების გზით. ასეთი მექანიზმი ახასიათებს მარტივ კლასწარმოებას, თუმცა, უკვე აქ შესაძლოა იყოს წარმოების გაფართოების ელემენტები. საქმე ისაა, რომ შრომის ახალი საშუალებები, როგორც წესი, უფრო სრულყოფილია ძველთან შედარებით და მათი დახმარებით იმავე ღირებულებით უფრო მეტი რაოდენობის პროდუქციის წარმოებაა შესაძლებელი. გარდა ამისა, წარმოების გასაფართოებლად საამორტიზაციო ანარიცხების გამოყენება შრომის გაცვეთილი საშუალებების შეცვლამდეც შეიძლება. თუმცა, ეს შესაძლებლობები შედარებით მცირეა და, როგორც ისტორიული გამოცდილება გვიჩვენებს, წარმოების შესამჩნევად გაფართოებას მხოლოდ ახსრების ახალი დაბანდებები უზრუნველყოფს. ეს ახსრები ხმარდება როგორც ახალი საწარმოო სიმძლავრეებისა და სამუშაო ადგილების შექმნას, ისე წარმოების ტექნიკისა და ტექნოლოგიის გაუმჯობესებას.

საინვესტიციო პროცესი იწყება ფულადი სახსრების ფორმირებით და მთავრდება ისეთი რეალური აქტივების შექმნით, რომლებსაც საწარმოო შენობებისა და ნაგებობების, მოწყობილობისა და ტექნოლოგიის, საყოფაცხოვრებო და სოციალური ინფრასტრუქტურის ფორმა აქვთ. იმისათვის, რომ ავხსნათ საინვესტიციო პროცესის ბუნება, საჭიროა დავაზუსტოთ „დანაზოგებისა" და „ინვესტიციების" ცნებათა შინაარსი. საქმე ისაა, რომ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ამ კატეგორიებისა ერთი თვალსაზრისი არაა და მათი ურთიერთკავშირის შესახებ „ეკონომიკურ" თეორიის სხვადასხვა მიმართულების წარმომადგენლები სულ მთლად ერთნაირ შინაარსს არ დებენ ხსენებულ კატეგორიებში.

დანაზოგების განმარტება.[1]

საბჭოთა პერიოდის ლიტერატურაში დანაზოგებს განმარტავდნენ როგორც „პირადი შემოსავლის იმ ნაწილს, რომელიც გამოუყენებელი რჩება მიმდინარე სამომხმარებლო საჭიროებისთვის დანახარჯების გაწევისას და გროვდება".[2]

თანამედროვე დასავლელი ეკონომისტების ზოგიერთ ნაშრომში დანაზოგებს უკავშირებენ ეგრეთ წოდებული „ოჯახური მეურნეობების" შემოსავლებს. მათი აზრით, „ოჯახური მეურნეობის შემოსავლის იმ ნაწილს, რომელიც არ ხმარდება საქონლისა და მომსახურების ყიდვას და, აგრეთვე, გადასახადების გადახდას, დანაზოგებს უწოდებენ"[3]. ამასთან, მთელი რიგი სხვა დასავლელი ეკონომისტები დანაზოგებს არ აკავშირებენ მარტო ოჯახური მეურნეობების შემოსავლებთან ან პირად შემოსავლებთან. მაგალითად, ჯ. კეინზი დანაზოგებს განმარტავდა როგორც „შემოსავლების გადაჭარბებას მოხმარებაზე" და აღნიშნავდა: „ცალკეული პირების მიერ დაგროვილი დანაზოგების გარდა, შემოსავლების მნიშვნელოვან ნაწილს, რომლებიც თანამედროვე განვითარებულ სამრეწველო ქვეყნებში, ისეთებში, როგორც დიდი ბრიტანეთი და შეერთებული შტატებია, მთელი დაგროვების ალბათ 1/3-დან 2/3-მდე სიდიდეს შეადგენს, ცენტრალური მთავრობები და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოები, კომერციული კორპორაციები და სხვა დაწესებულებები და ორგანიზაციები ზოგავენ.[4]

„დანაზოგების" კატეგორიის შინაარსზე ამგვარი შეხედულებები ბოლო ხანს არამარტო ერცელდება ჩვენთან, არამედ ოფიციალურ დოკუმენტებშიც აისახება, მაგალითად, ალბათ, ძალიან ლოგიკურია სწორედ იმ მკვლევარების პოზიცია, რომლებიც დანაზოგებს უკავშირებენ არამარტო მოსახლეობის პირად შემოსავლებს, არამედ საწარმოებისა და სახელმწიფოს შემოსავლებსაც.

რა შემთხვევაში ჩნდება დანაზოგები

თუკი წარმოებული პროდუქტის რეალიზაციიდან მიღებული შემოსავლები გადააჭარბებს მის წარმოებაზე გაწეულ ხარჯებს, მაშინ საწარმოს აქვს მოგება. ამ მოგების ერთი ნაწილი საწარმოს მესაკუთრეებს გამოაქვთ, პირად შემოსავლებად აქცევენ მათ, მოხმარებისთვის იყენებენ, ან დანაზოგების ფორმას აძლევენ. მისი მეორე ნაწილი საწარმოში რჩება და სხვადასხვა მიზნებს ხმარდება, მათ შორის – წარმოების განვითარებასა და სრულყოფას. მოგების ეს ნაწილი საწარმოს მფლობელების ხელში არ ხვდება და პირადი მოხმარებისთვის მისი გამოყენება არ შეიძლება სულ მცირე, მომდევნო საფინანსო წლის განმავლობაში. იგი საწარმოს, როგორც იურიდიული პირის განკარგულებაში იმყოფება და საწარმოო ხარჯებზე შემოსავლის ნამატად, ე.ი. დანაზოგებად გვევლინება. მოგების ამ ნაწილის სპეციფიკა ისაა, რომ იგი არ ტოვებს იმ საწარმოო რგოლის სფეროს, რომელშიც იქმნება, და

---

[1] დანაზოგების ამ თავში განხილვა განოიწვია ინვესტიციების ეკონომიკური ბუნების ახსნაში მისმა გამოკვეთილმა ადგილმა და როლმა. მესამე თავში „ინვესტიციების კვლევის თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები" შესწავლილი გვაქვს დანაზოგების, როგორც ინვესტიციური აქტივობის ერთ-ერთი მაკროეკონომიკური ფაქტორი.

[2] Экономическая Энциклопедия. Политическая экономия. Гл. редактор А.М. Румянцев. М.: Советская энциклопедия, 1979. ტ. 3. გვ. 537.

[3] Долан Э.Дж., Кэмпбел К.Д., Кэмпбел Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно – кредитная политика, Л., 1991. გვ 15.

[4] Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики. М.: 1993. გვ.221.

წარმოების ელემენტებად დანაზოგების გარდაქმნის პროცესი იმისგან განსხვავებულად ხდება, ვიდრე ეს პირადი დანაზოგების შემთხვევაშია.

თანამედროვე გამოკვლევები გვიჩვენებს, რომ არასაფინანსო კორპორაციები ისტორიულად უმსხვილესი დამზოგველები არიან და განვითარებული ქვეყნების ეროვნული საინვესტიციო ფონდის დაახლოებით 60%-ს ქმნიან. პირადი სექტორი მთელი დანაზოგების დაახლოებით 20-30%-ს უზრუნველყოფს.

საზოგადოების დანაზოგების გადიდება შეიძლება სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების ხარჯზე ბიუჯეტის ხარჯებზე შემოსავლების გადამეტების შემთხვევაში. ბიუჯეტის დეფიციტის შემთხვევაში საზოგადოების დანაზოგები შემცირდება. მაგრამ სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების ხარჯზე აგებენ სოციალურ-საყოფაცხოვრებო და საწარმოო ინფრასტრუქტურის ობიექტებს (სკოლებს, საავადმყოფოებს, კულტურის დაწესებულებებს, გზებს, ხიდებს და ა.შ.). საბიუჯეტო სახსრების ეს ნაწილიც, ასევე დანაზოგებს უნდა მივაკუთვნოთ, რადგან ისინი მიმდინარე მოხმარებისთვის არაა გამოყენებული. ამგვარად, დანაზოგები მოხმარებაზე შემოსავლის გადამეტებაა. საზოგადოების დანაზოგებს აყალიბებს მოსახლეობის პირადი შემოსავლების დანაზოგები, საწარმოების გაუნაწილებელი მოგება და სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების გარკვეული ნაწილი.

დანაზოგების სიდიდეზე მოქმედი ფაქტორები

ეკონომიკური, სოციალური და პოლიტიკური პირობების ერთობლიობა დაზოგვის მიმართ გარკვეულ დამოკიდებულებას უყალიბებს საზოგადოებას და განაპირობებს როგორც დანაზოგების მთლიან სიდიდეს, ისე მისი შემადგენელი ნაწილების თანაფარდობას. საზოგადოების თითოეული წევრისა თუ ყოველი მეურნე სუბიექტის დანაზოგების დონეს ზოგჯერ შესაძლოა უაღრესად სპეციფიკური მიზეზები (დიდი შრომისუნარიანობა, სარფიანი გარიგება, მემკვიდრეობის მიღება, მოგება და ა.შ.) განსაზღვრავდეს, მაგრამ მთელი საზოგადოების მასშტაბით დანაზოგების სიდიდეს, უპირველეს ყოვლისა, საზოგადოების განვითარების დონე განსაზღვრავს. სწორედ წარმოების ეფექტიანობის გადიდება-ამაღლების პირობებში ჩნდება წარმოებული შემოსავლის არამარტო მოხმარებული, არამედ დაზოგილი ნაწილის გადიდების შესაძლებლობა. პირიქით, წარმოების მნიშვნელოვნად ვარდნის პირობებში მოსახლეობისა და საწარმოების უდიდეს უმრავლესობას უმცირდება დანაზოგების მატების შესაძლებლობები. ამ შემთხვევაში მოსახლეობასაც და საწარმოებსაც ფიქრი უწევთ არა ხვალინდელ დღეზე და იმაზე, თუ შემოსავლის რა ნაწილი დაზოგონ, არამედ იმაზე, თუ როგორ დაიკმაყოფილონ თავიანთი საარსებო მოთხოვნილებები მოსახლეობის შემოსავლების შემცირების ფონზე, ან როგორ დაფარონ საწარმოო ხარჯები პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული შემოსავლების კლების პირობებში. თუ შემოსავალი არ აჭარბებს ხარჯებს, მაშინ, ბუნებრივია, დაზოგვისთვის საჭირო პირობებიც არ არსებობს.

საზოგადოების დანაზოგების დონის განმსაზღვრელი მეტად მნიშვნელოვანი ფაქტორია, ასევე, დანაზოგების უსაფრთხოების გარანტია. თუკი საზოგადოების წევრები დარწმუნებული არ არიან იმაში, რომ მომავალში ისარგებლებენ თავიანთი დანაზოგების ნაყოფით, მაშინ ისინი ეცდებიან მიმდინარე მოხმარებისთვის გამოიყენონ მთელი შემოსავლები. კაპიტალისტურამდელ საზოგადოებებში დანაზოგების დაბალი დონის მიზეზები იყო არამარტო წარმოების ეფექტიანობის დაბალი დონე და დაზოგვის მეტისმეტად მწირი შესაძლებლობები, არამედ დანაზოგების უსაფრთხოების არარსებობაც.

საზოგადოების საწარმოო ძალთა განვითარების კვალობაზე იზრდებოდა დაზოგვის შესაძლებლობები, როგორც მოხმარებაზე შემოსავლის ნამეტის გადიდების, ისე, დაბანდებათა უსაფრთხოების დონის ზრდის გამოც. XX ს. ბოლოს განვითარებულ ქვეყნებში ჩამოყალიბდა სტაბილური ეკონომიკური და პოლიტიკური ვითარება და ყველა პირობა არსებობს დანაზოგების შენარჩუნებისა და მატებისთვის. მართალია, აქაც არის შემთხვევები, როდესაც დანაზოგები სწრაფად შეიძლება დაკარგოს კაცმა

მოტყუების გზით, თაღლითობისა თუ გაუაზრებელ მოქმედებათა შედეგად, მაგრამ ეს გამონაკლისი უფროა, ვიდრე წესი.

მთელ რიგ განვითარებად ქვეყნებში ვითარება სულ სხვაგვარად ყალიბდება. ეკონომიკური ვითარების არასტაბილურობა, ინფლაცია და შიდაპოლიტიკური დაპირისპირებანი უსაფრთხოებას უკარგავენ მოსახლეობის დანაზოგებს და სხვა თანაბარ პირობებში დანაზოგების უფრო დაბალ დონეს იწვევენ. თუ გაეითვალისწინებთ, რომ განვითარებად ქვეყნებში შრომის ნაყოფიერება და წარმოების ეფექტიანობაც უფრო დაბალია, მაშინ ადვილი მისახვედრია, რომ ძაზოგვის შესაძლებლობა აქ მნიშვნელოვნად ნაკლებია განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით.

საბჭოთა პერიოდში მოსახლეობის პირადი დანაზოგების დონეს ორი ფაქტორი განაპირობებდა. ერთის მხრივ, შემოსავლების დონეს არ შეეძლო მნიშვნელოვანი პირადი დანაზოგების უზრუნველყოფა. თუმცა, მეორე მხრივ, ხანგრძლივი დროის განმავლობაში ინფლაციური პროცესების მკაცრად რეგულირება და უსაფრთხოების გარანტია მოსახლეობის ფულადი დანაზოგების ყოველწლიურ ზრდას უზრუნველყოფდა. ამას ისიც უწყობდა ხელს, რომ ხელფასის თავისთავად დაბალი დონე მისი რაღაც ნაწილის მუდმივად დაზოგვას აიძულებდა ხალხს, რომ გარკვეული თანხა დაეგროვებინათ და რაიმე შეეძინათ, — ზოგჯერ უმნიშვნელოც კი.

1980-იანი წლების ბოლოს საქონლის საყოველთაო დეფიციტმა ის გამოიწვია, რომ მოსახლეობის ძირითადი ნაწილის ფულადი შემოსავლები უზრუნველყოფილი არ იყო საქონლით, იზრდებოდა „გადადებული მოთხოვნა“ და მოხმარებისთვის განკუთვნილი შემოსავლების ნაწილი იძულებით ხვდებოდა დანაზოგების კატეგორიაში.

ჯერ კიდევ საბჭოთა კავშირის არსებობის პერიოდში დაწყებულ და შემდეგ საქართველოში გაგრძელებულ საბაზრო რეფორმებს თან ახლდა ინფლაციის უკიდურესად მაღალი ტემპები, რამაც ის გამოიწვია, რომ მოსახლეობამ ფაქტიურად დაკარგა მთელი თავისი დანაზოგები, რომელიც მას ჰქონდა არამარტო ხელზე, არამედ ბანკებშიც.

ინფლაციის პირობებში საქართველოში 1990-იანი წლების დასაწყისში დანაზოგების ფულადი სახით შენახვა მიზანშეუწონელი გახდა. მოსახლეობისთვის უფრო სარფიანი აღმოჩნდა ხელფასის აღებისთანავე საქონლის შეძენა ან უცხოურ ვალუტად მისი გადაქცევა. მართლაც, ბანკებში ანაბრებზე დაწესებული პროცენტები ან ფასიან ქაღალდებში განხორციელებული დაბანდებებიდან მიღებული შემოსავლები ვერ ფარავდა ინფლაციის დონეს და ფულადი სახსრები გამუდმებით „დნებოდა“. საწარმოებისთვის ხშირად რენტაბელური არ იყო დაბანდებები საწარმოო სფეროში. ამიტომ ის საწარმოებიც კი, რომლებსაც წარმოების გაფართოების შესაძლებლობები ჰქონდათ, იძულებული იყვნენ უარი ეთქვათ ამგვარ მოქმედებაზე.

ᲓᲐᲜᲐᲖᲝᲒᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘ — ᲣᲠᲗᲘᲔᲠᲗᲓᲐᲙᲐᲕᲨᲘᲠᲔᲑᲣᲚᲘ ᲙᲐᲢᲔᲒᲝᲠᲘᲔᲑᲘ

ყოველივე ზემოთქმულიდან შეგვიძლია გამოვიტანოთ დასკვნა, რომ დანაზოგები და ინვესტიციები ურთიერთდაკავშირებული კატეგორიებია. დანაზოგები პოტენციური ინვესტიციებია, ინვესტიციები კი — რეალიზებული დანაზოგები, რომლებიც ეკონომიკური ან სოციალური ეფექტის მიღებისკენაა მიმართული. რაც უფრო სასიკეთოა ეკონომიკური და სოციალური პირობები, მით უფრო მაღალია დაბანდებათა უსაფრთხოების ხარისხი და მეტი დანაზოგები გარდაიქმნება ინვესტიციებად. განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც საკმაოდ საიმედო პირობებია შექმნილი დანაზოგების უსაფრთხოებისთვის, პრაქტიკულად მთელი დანაზოგები ინვესტიციებად იქცევა ხოლმე. ნაღდი ფულადი ბრუნვის ელექტრონული ბარათებით შეცვლის პირობებში მიმდინარე მოხმარებისთვის განკუთვნილი ფულიც კი საფინანსო სისტემის მეშვეობით საინვესტიციო პროცესშია ჩართული.

სხვაგვარადაა საქმე არასტაბილურ ვითარებაში. აქ მთელი დანაზოგები სულაც არ გარდაიქმნება ინვესტიციებად. მაღალი ინფლაციის პირობებში მოსახლეობა და საწარმოებიც კი ცდილობენ რაც შეიძლება სწრაფად გადააქციონ თავისი ფული საქონლად ან უცხოურ ვალუტად. ეს იმას იწვევს,

რომ დანაზოგების მნიშვნელოვანი ნაწილი ამოვარდნილია საინვესტიციო პროცესიდან. მოულენათა აშგვარად განვითარების ნიმუშია საქართველოში შექმნილი ვითარება.

ჩვენი ქვეყნის საბჭოთა დროინდელი სპეციფიკა ის იყო, რომ მოსახლეობის დანაზოგების მნიშვნელოვანი ნაწილი იძულებითი ხასიათისა იყო ფულადი შემოსაველების „დასაქონლების" შეუძლებლობის გამო. ამ მიზეზის გამო საშემნახველო კეოტა (დანაზოგების ხვედრითი წილი მთლიან შემოსავალში) საბჭოთა კავშირში 1990 წ. 12%-ს აღწევდა და 2-ჯერ აღემატებოდა აშშ-ის შესაბამის მაჩვენებელს.[1]

მოსახლეობის ფულადი დანაზოგების მატება კიდევ უფრო შესამჩნევი გახდა 1990-იანი წლების დასაწყისში. ფულის კონფისკაციური რეფორმის შესაძლო გატარების მოლოდინისა და ფულის საქონლად გარდაქმნის შეუძლებლობის (საქონლის დეფიციტის პირობებში) გამო გაიზარდა შემნახველ ბანკებში ფულის შემოსვლა.

თავისთავად ცხადია, რომ ამ დანაზოგების მნიშვნელოვანი ნაწილი იძულებითი დანაზოგები იყო, რაც სათანადო სასაქონლო დაფარვის უქონლობით იყო განპირობებული.

იმ დროინდელ შემნახველ ბანკებში არსებული ანაბრების ინდექსირებაზე (ინფლაციის გამო) მთავრობის მიერ უარის თქმამ ის გამოიწვია, რომ მეანაბრეთა ძირითადმა მასამ არსებითად დაკარგა თავისი დანაზოგები. ასეთ მდგომარეობაში აღმოჩნდნენ ისინიც, ვინც 1992 წ. გამოიტანა თავისი ანაბრები და მრავალგზის გაძვირებული სამომხმარებლო საქონლის შესაძენად გამოიყენა ისინი, ისე ისინიც, ვინც ეს ანაბრები შემბანკის ანგარიშზე დატოვა. მიზეზი ის იყო, რომ ინფლაციის ტემპები 1992-1995 წლებში მნიშვნელოვნად აღემატებოდა ანაბრებზე საპროცენტო განაკვეთების სიდიდეებს. მოსახლეობის ამ ნაწილის დანაზოგების (ხშირად – ძალიან მწირის) შენარჩუნების ფორმა შეიძლებოდა ყოფილიყო სახსრების დაბანდება საფინანსო სექტორის მაღალლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებში ან სახელმწიფოს ფასიან ქაღალდებში. მაგრამ 1990-იანი წლების დასაწყისში ასეთი ქაღალდების გამოშვება ფაქტიურად არ ხდებოდა. მომდევნო წლებში გაჩენილი „ფინანსური პირამიდების" მიზანი იყო არა მეანაბრეთა ფულადი სახსრების დაცვა, არამედ მოსახლეობის მრავალრიცხოვანი ნაწილის დანაზოგების ამოღება.

არასტაბილური ეკონომიკური მდგომარეობა, ინფლაციის მაღალი ტემპები და საფონდო ბაზრის განუვითარებლობა იმას უწყობდა ხელს, რომ დანაზოგების გადარჩენის მიზნით მოსახლეობამ დაიწყო თავისი სახსრების სულ უფრო აქტიურად დაბანდება უცხოური ვალუტის შეძენაში.

გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკურ ზრდას განსაზღვრავს, პირველ რიგში, იმ ინვესტიციების დონე, რომლებსაც წარმართავენ საწარმოო აპარატის გადიდებაზე, მის მოდერნიზაციასა და რეკონ-სტრუქციაზე, სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე. თუმცა არანაკლებ როლს თამაშობს ის დაბანდებებიც, რომლებიც განათლებისა და კულტურის დონის ამაღლებას, მოსახლეობის ჯანმრთელობისა და საყოფაცხოვრებო პირობების გაუმჯობესებას უკავშირდება.

მაკროდონეზე საინვესტიციო პროცესი იმაში მდგომარეობს, რომ მოსახლეობისა და იურიდიული პირების დანაზოგები და სახელმწიფოს შემოსავლების ნაწილი (რომელიც მოხმარებისთვის არაა გამოყენებული) საწარმოო მოწყობილობად, შენობა-ნაგებობებად, ტექნოლოგიად, მასალებად და ენერგიად გადაიქცევა (ე.ი. ინვესტიციურ საქონლად), რის გამოც ხდება წარმოების გაფართოება საზოგადოების მასშტაბით. **წარმოების გადიდება ზრდის დანაზოგების შესაძლებლობას, რომლებიც პოტენციურ ინვესტიციებად გვევლინება, ინვესტიციებად ქცეული დანაზოგები წარმოების გაფართოებას იწვევენ და ა.შ. ინვესტიციის პროცესი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია გამოხატავს იმ ურთიერთობებს, რომლებიც მის მონაწილეებს შორის ჩნდება წარმოების გაფართოებისა და სრულყოფის მიზნით საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებით.**

[1] Бизнес и Банки. 1991. №25. გვ. 2; Экономика и жизнь. 1991. №24. გვ. 9.

ინვესტიციების დონის განმსაზღვრელი ფაქტორები

საზოგადოების მასშტაბით ინვესტიციების დონის უმნიშვნელოვანესი განმსაზღვრელი ფაქტორია მოხმარებასა და დაზოგვას შორის თანაფარდობა. თანაც, ეს თანაფარდობა განაპირობებს არამარტო დღეყანდელ, არამედ ხვალინდელ მოხმარებასაც. რაც უფრო მეტს „ჭამს" საზოგადოება დღეს, მით უფრო ნაკლებს ზოგავს იგი და, მაშასადამე, ნაკლებია ინვესტიციების დონე. თავის მხრივ, რაც უფრო ნაკლებია ინვესტიციების დონე დღეს, მით ნაკლებია მომავალში მოხმარების დონის გადიდების შესაძლებლობები. რაც შეეხება მოხმარებასა და დაზოგვას შორის პროპორციას, მას, როგორც უკვე ვთქვით, შრომის ნაყოფიერებისა და მოსახლეობის შემოსაყლების დონე განსაზღვრავს.

საზოგადოებაში ინვესტიციების დონის განმსაზღვრელი სხვა მნიშვნელოვანი ფაქტორია დაბანდებათა უსაფრთხოება. დანაზოგების მფლობელები თავიანთ სახსრებს მინიმალური მოგების პირობებშიც კი დააბანდებენ, თუკი დარწმუნებული იქნებიან იმაში, რომ სახსრები არ დაეკარგებათ. პირიქით, თუკი არსებობს დაბანდებული სახსრების დაკარგვის საფრთხე, მაშინ საინვესტიციო პროცესს ჩამოშორდება დანაზოგების სულ უფრო მეტი ნაწილი. საქართველოს მაგალითი ამ მხრივ მართლაც რომ თვალში საცემია. მოსახლეობის ის ნაწილი, რომელსაც ჯკუა ასწავლა ჯერ ბანკის ანგარიშებზე მყოფი დანაზოგების, შემდეგ კი - „საფინანსო პირამიდებში" დაბანდებული სახსრების დაკარგვის მწარე გამოცდილებამ, კვლავაც მნიშვნელოვანი ოდენობით ინახავს თავის დანაზოგებს უცხოური ვალუტით. არასტაბილურობის პირობებში საუბარია არა იმაზე, თუ როგორ გაზარდონ თავიანთი დანაზოგები, არამედ მხოლოდ იმაზე, თუ როგორ დაიცვან ისინი.

შემდეგი ფაქტორი, რომელიც დანაზოგების ინვესტიციებად გარდასახვაზე ახდენს გავლენას, ინვესტიციებზე მოგების დონე. ეს ფაქტორი ყოველთვის მოქმედებს უსაფრთხოების ფაქტორთან ერთად. რაც უფრო მაღალია დაბანდებებიდან მოსალოდნელი მოგება, მით უფრო მაღალია ამ ინვესტიციების რისკი. ნაკლებრისკიან დაბანდებებს, როგორც წესი, უფრო ნაკლები მოგება მოაქვთ. მაგრამ პრაქტიკულად ურისკო დაბანდებებთანაც რომ გექონდეს საქმე (ასეთია, ჩვეულებრივ, სახელმწიფოს ფასიან ქაღალდებში შესრულებული დაბანდებები), ამ ინვესტიციებსაც კი უნდა ჰქონდეს მომგებიანობის ის რაღაც მინიმალური დონე, რომლის ქვეშოთაც დანაზოგების მფლობელები აღარ მოინდომებენ ინვესტიციების განხორციელებას.

ინვესტიციების დონესა და ინტენსიურობაზე მოქმედი კიდევ ერთი ფაქტორია ფინანსური ბაზრის ორგანიზებულობის ხარისხი. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, თანამედროვე პირობებში საინვესტიციო რესურსების მნიშვნელოვან ნაწილს მოსახლეობის დანაზოგები აყალიბებს. მაგრამ საქართველოს მოსახლეობა დღეს პრაქტიკულად მოკლებულია წარმოებაში ინვესტირების უშუალოდ განხორციელების შესაძლებლობას. მის მონაწილეობას ძირითადად ფინანსების ბაზარი უზრუნველყოფს. თუკი ფინანსების ბაზარი კარგადაა ორგანიზებული, მაშინ, ის ფულადი სახსრებიც კი, რომლებიც უმნიშვნელო ვადით აღმოჩნდება თავისუფალი (მაგალითად, ერთი ხელფასის აღებიდან მეორემდე მოსახლეობის მიმდინარე მოხმარებისთვის განკუთვნილი ფული), ასევე, საინვესტიციო პროცესში ერთვება.

ყველა ამ ფაქტორს დანაზოგების ინვესტიციებად გარდაქმნის საერთო მექანიზმის უნარი ახასიათებთ. ხელსაყრელი საინვესტიციო განვითარების და სტაბილური ეკონომიკის პირობებში დანაზოგების უდიდესი ნაწილი მართლაც გარდაისახება ინვესტიციებად. ეკონომიკის კრიზისული მდგომარეობა და ინფლაციის მაღალი ტემპები იმას იწვევენ, რომ დანაზოგების მნიშვნელოვანი ნაწილი არ გარდაისახება ინვესტიციებად და საინვესტიციო პროცესში კი არ ერთვება, არამედ სასაქონლო მარაგებისთვისაა გამოყენებული ან უცხოური ვალუტის შეძენაზე იხარჯება. დანაზოგების მეორე ნაწილი იმ სფეროებში გადადის, სადაც უფრო მეტ მოგებას ან მის უფრო სწრაფად მიღებას მოელიან. ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნაწილი იძენს მოკლევადიან, სპეკულაციურ ხასიათს. გრძელვადიანი საწარმოო ინვესტიციების ხვედრითი წილი მცირდება, რაც ანელებს წარმოების ზრდის ტემპებს, ამცირებს დასაქმებას და, მაშასადამე, აქვეითებს როგორც მოხმარების, ისე, დაზოგვის დონეს.

მესამე თავი. საინვესტიციო პროცესი და მისი ძირითადი ეტაპები

3.1. საინვესტიციო პროცესის არსი და სტრუქტურა

საინვესტიციო პროცესის განმარტება

ინვესტიციების თეორიაში „საინვესტიციო პროცესის“ ცნებას არაერთგვაროვნად განმარტავენ. ცალკეული ავტორები მას განიხილავენ ისეთ მექანიზმად, რომელიც ერთმანეთთან აკავშირებს ფულის მიმწოდებელებსა (ვისაც დროებით თავისუფალი სახსრები აქვს) და მოთხოვნის მიმწოდებლებს (ვისაც ამ სახსრებზე აქვს მოთხოვნა). ამგვარი განმარტების შესაბამისად, ორივე მხარე ერთმანეთს უკავშირდება საფინანსო ინსტიტუტებში ან ფინანსურ ბაზარზე, უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული გარიგებების დროს კი ისინი პირდაპირ კავშირებს ამყარებენ ერთმანეთთან.

საინვესტიციო პროცესის ეს განმარტება აქცენტს აკეთებს მხოლოდ საინვესტიციო გარიგებაზე, რომელიც ინვესტიციის ბაზარზე ხორციელდება, ე.ი. საინვესტიციო პროცესს ვიწრო თვალთახედვით განიხილავს.

სინამდვილეში, საინვესტიციო პროცესი გარიგების დადებით კი არ მთავრდება, არამედ გრძელდება ეკონომიკის რეალურ სექტორში, სადაც იქმნება შემოსავალი და იგი სხვადასხვა არხებით ნაწილდება. ამასთან დაკავშირებით ჩნდება საინვესტიციო პროცესის ფართოდ განმარტების აუცილებლობა.

ფართო გაგებით, საინვესტიციო პროცესი არის სხვადასხვა ობიექტში საინვესტიციო რესურსების დაბანდება და მათი თანმიმდევრულად და ეტაპობრივად ტრანსფორმირება იდეისა და ჩანაფიქრის საბოლოო რეალიზაციამდე. მთელ რიგ ნაშრომებში საინვესტიციო პროცესს განიხილავენ როგორც ქვეყანაში კაპიტალის მატების კვლაფწარმოებითი პროცესის მონაწილეთა მრავალმხრივ საქმიანობას, რომელიც მჭიდრო კავშირშია ეკონომიკური სისტემის დინამიკასთან. ამ პოზიციიდან საინვესტიციო პროცესი საზოგადოებრივი კვლაფწარმოების შემადგენელ ნაწილად წარმოგვიდგება. ამიტომ, მასში აისახება საზოგადოებრივი წარმოების ყველა შესაბამისი სტადია (ფაზა): განაწილება, გაცვლა და მოხმარება, ოღონდ ინვესტიციური დოულათის მოძრაობის მხრიდან. მაშინ სულ სხვა კუთხით წარმოგვიდგება თვით საინვესტიციო საქმიანობაც. კერძოდ, იგი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც კვლაფწარმოებით პროცესში უკუკავშირის მნიშვნელოვანი ჯაჭვი, რომელსაც განაპირობებს შეზღუდული რესურსების – წარმოების ფაქტორების, ე.ი. ძირითადი კაპიტალისა და შრომითი რესურსების – დინამიკაზე პროდუქციის განაწილების გავლენა.

იდეა, ჩანაფიქრი, ჩვეულებრივ, კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტში ისხამს ხორცს, კერძოდ: საინვესტიციო პორტფელის ჩამოყალიბებაში; ახალი ტექნიკისა და ტექნოლოგიის შექმნაში; ორგანიზაციისა და მართვის გაუმჯობესებაში; საწარმოო დანიშნულების ობიექტების რეკონსტრუქცია— გაფართოებაში, ტექნიკურ გადაიარაღებასა და მშენებლობაში, აგრეთვე, არასაწარმოო დანიშნულების ობიექტების მშენებლობასა და რემონტში და ა.შ. ხსენებული პროექტების რეალიზება მოითხოვს შესაბამისი საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბებასა და იდეის (ჩანაფიქრის) ეტაპობრივ განხორციელებას მათი თანმიმდევრული ტრანსფორმირების გზით.

ქიღვე ერთხელ „ინვესტიციის“ კატეგორიის ვარმოშავლობის შესახებ

ცალკეული მეურნე სუბიექტის და ქვეყნის ეკონომიკური საქმიანობა მნიშვნელოვანწილად ხასიათდება განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობითა და ფორმებით.

„ინვესტიციის“ კატეგორია წარმოდგება ლათ. investire-დან — შემოსვლა. ფეოდალიზმის ეპოქაში „ინვესტიტურას“ უწოდებდნენ ვასალის გადაქცევას ფეოდის მფლობელად. ამავე სიტყვით აღნიშნავდნენ ეპისკოპოსების დანიშვნას, რომლებიც ამავე დროს მმართველობისთვის იღებდნენ საეკლესიო მიწებს მათ მოსახლეობასთან ერთად და მათი გასამართლების უფლებას. თანამდებობის ბოძებას თან ახლდა შემოსვისა და უფლებამოსილებათა მინიჭების სათანადო ცერემონია. ინვესტიტურა შესაძლებლობას

უქმნიდა „ინვესტიტორს“ (თანამედროვე ენით — ინვესტორს) შემოეერთებინა ახალი ტერიტორიები და ესარგებლა მათი რესურსებით, მონაწილეობა მიეღო ამ ტერიტორიების მართვაში უფლებამოსილი მოხელეების მეშვეობით და დაენერგა თავისი იდეოლოგია. ეს უკანასკნელი, ერთის მხრივ, ამართლებდა ტერიტორიების ინტენსიურ ექსპლუატაციას და იძლეოდა მათგან შემოსავლის მიღების გადიდების შესაძლებლობას, ხოლო, მეორეს მხრივ, განვითარების ფაქტორის როლსაც თამაშობდა.

დროთა განმავლობაში სიტყვა „ინვესტიცია“ მთელი რიგი ახალი მნიშვნელობებით შეიჭრა და მისი გამოყენება საქმიანობის სხვადასხვა სფეროებში დაიწყეს, მისი ერთ—ერთი მნიშვნელობა კი (კაპიტალის ხანგრძლივად დაბანდება რაიმე საქმეში) საყოველთაოდ გამოყენებული გახდა მისი მასობრიობის გამო. სწორედ ამ მნიშვნელობით (უკვე როგორც ძირითადით) გაჩნდა იგი ჩვენს ენაში.

სიტყვა „ინვესტორს“ ტრადიციულად განმარტავენ როგორც სახსრების დამბანდებელს, ინვესტირებას კი — როგორც კაპიტალის მოთავსებას, დაბანდებას. ამგვარად განმარტების დროს შესაძლებელია მის თავდაპირველ მნიშვნელობასთან კავშირის პოვნა. მართლაც, რაიმე საქმეში ფულის დაბანდების დროს დამბანდებელი იძენს ობიექტზე თავისი გავლენის გაურცელების შესაძლებლობას. უფრო ხშირად ამ შესაძლებლობის რეალიზებას ინვესტორი ყველაზე მარტივი ხერხით ახდენს: თავის სახსრებს აბანდებს საკუთარი რისკითა და დაბანდებიდან იღებს დივიდენდებს. ცალკეულ შემთხვევებში კაპიტალის დაბანდება ხდება თავისი გავლენის სფეროში ინტერესებისა და იდეოლოგიის ლობირების შესაძლებლობისა და თავისი ინვესტიციური შემოსავლის გადიდების მიზნით. ასეთ საყოველთაოდ მიღებულ განმარტებას არამარტო მრავალმნიშვნელოვნება შეაქვს, „ინვესტორის“ ცნებაში, არამედ არაარსებითი მახასიათებლების სფეროში გადააქვს სიტყვის მნიშვნელობა. „დამბანდებლის“ ცნება (ისევე, როგორც დაბანდება) არასპეციფიკურია არამარტო ერთი რომელიმე პროცესისათვის, არამედ საქმიანობის რომელიმე სფეროსთვისაც კი: მართლაც, დამბანდებელი შესაძლოა იყოს არამარტო ინვესტორი, არამედ, მაგალითად, სპონსორიც, მეცნატიც და ა.შ. სწორედ ამიტომ არ შეიძლება „ინვესტორი“ განვმარტოთ როგორც დამბანდებელი. აზრის შეცვლა მნიშვნელოვნად ამახინჯებს ინვესტიციის პროცესის არსის გაგებას, რაც კანონზომიერად აფერხებს ამ სფეროში საზოგადოებრივი ცნობიერების ჩამოყალიბებას. არსებობს ინვესტიციის პროცესის არსის ახლებურად გააზრების აუცილებლობა თანამედროვე რეალიების გათვალისწინებით, აგრეთვე, ამ სფეროსთან დაკავშირებული ძირითადი კატეგორიების მკაფიოდ დაყოფის საჭიროება.

საინვესტიციო პროცესის ძირითადი კატეგორიების ეკონომიკური შინაარსი და დახასიათება

ინვესტიციების პრობლემატიკისადმი მიძღვნილ ნაშრომებში შეგვეიძლია გამოვყოთ საინვესტიციო პროცესისადმი შემდეგი მიდგომები:

1. **საინვესტიციო პროცესი** გაიგივებულია საინვესტიციო საქმიანობასთან და განხილულია როგორც საინვესტიციო რესურსების დაბანდება რომელიმე პროექტში. ამ შემთხვევაში აქცენტი გადანაცვლებულია უშუალოდ ინვესტირების მხარეს, რაც ამახინჯებს ინვესტიციის პროცესის არსს და ახდენს ეკონომიკური მოვლენების ანალიზში ამ კატეგორიის გამოყენების რეგლამენტირებას.

2. **საინვესტიციო პროცესი** არის საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღება, ე.ი. ინვესტიციის პროცესი დაყვანილია ინვესტორის აზროვნებითი საქმიანობის პროცესზე. ამასთან, ახსნილი არაა ინვესტიციის პროცესის არსი და ასახული არაა მისი მნიშვნელობა ეკონომიკური სისტემების განვითარებაში.

3. **საინვესტიციო პროცესი** საინვესტიციო საქმიანობის ნაწილია და მდგომარეობს დაბანდებული კაპიტალის მატებაში. ამგვარი მიდგომა აიწროებს ინვესტიციის პროცესის კატეგორიას და არ ხსნის მის არსს, რადგან საინვესტიციო საქმიანობის მხოლოდ შედეგს განიხილავს.

4. **საინვესტიციო პროცესი** საინვესტიციო საქმიანობის, საინვესტიციო გარემოს, ინვესტირების ობიექტისა და სუბიექტის ერთობლიობაა. ამ დროს ახსნილი არაა „საინვესტიციო პროცესის“

კატეგორიის არსი. თუმცა, ეს მიდგომა საშუალებას გვაძლევს დაუადგინოთ საინვესტიციო პრობლემატიკის გამოყენებული კატეგორიების იერარქია მათი შიდა შინაარსის დაუმახინჯებლად.

„საინვესტიციო პროცესისა" და „საინვესტიციო საქმიანობის" კატეგორიების განმარტებისადმი არსებული მიდგომების თავისებურებათა გათვალისწინებით უნდა აღვნიშნოთ, რომ ისინი არ გვაძლევენ ამ კატეგორიებს შორის მკვეთრი ზღვარის გავლების, არსებით განსხვავებათა გამოვლენისა და მათი გამოყენების სფეროს განსაზღვრის შესაძლებლობას.

ამ ნაკლის აღმოსაფხვრელად უნდა განვიხილოთ „პროცესსა" და „საქმიანობას" შორის არსებული განსხვავებები სემანტიკური მიდგომის თვალსაზრისით. ამ შემთხვევაში პროცესი არის რაიმე მიზნის მისაღწევ თანმიმდევრულ მოქმედებათა ერთობლიობა. სემანტიკური მიდგომის თვალსაზრისით, საქმიანობა ის ცნებაა, რომელიც ახასიათებს ინდივიდის ფუნქციას გარემომცველ სამყაროსთან მისი ურთიერთქმედების პროცესში. საქმიანობას ბიძგს აძლევს ინდივიდის მოთხოვნილება. იგი მიმართულია მისი დაკმაყოფილების საგნისკენ და მოქმედებათა გარკვეული სისტემით ხორციელდება. ე.ი. პროცესი საზოგადოებრივი მოვლენაა, საქმიანობა კი ინდივიდუალური. საინვესტიციო პრობლემატიკასთან დაკავშირებით ინვესტიციის პროცესი უნდა განვიხილოთ როგორც ინვესტიციების ობიექტთან ინვესტორის მოზიდვის პროცესი ეკონომიკური სისტემის ეფექტიანად განვითარების მისაღწევად. საინვესტიციო საქმიანობა, ჩვენი გაგებით, იმ მოქმედებათა ერთობლიობაა, რომლებიც ინვესტირების მეშვეობით საკუთარი კეთილდღეობის გადიდებისკენაა მიმართული.

საინვესტიციო პროცესისა და საინვესტიციო საქმიანობისადმი ეს მიდგომა შესაძლებლობას გვაძლევს ერთმანეთისგან გამოვყოთ ამ კატეგორიების არსებითი განსხვავებები (იხ. ცხრ. 3.1.):

ძირითადი განსხვავებები საინვესტიციო პროცესსა და საინვესტიციო საქმიანობას შორის.

ცხრილი 3.1

	საინვესტიციო პროცესი	საინვესტიციო საქმიანობა
1. მიზნობრივი ორიენტაცია	საზოგადოება ეკონომიკური სისტემის მართვის ორგანოების სახით	ინვესტორი როგორც ინდივიდი
2. განხორციელების შედეგები	ეკონომიკური სისტემის ეფექტიანად განვითარების მიღწევა	დაბანდებული სახსრების მაქსიმალურად მომატების მიღწევა
3. განხორციელების ხერხი	ინვესტიციების მოზიდვის გზით	ინვესტიციების განვითარების გზით

„საინვესტიციო პროცესისა" და „საინვესტიციო საქმიანობის" კატეგორიების განხილვისას უნდა გავითვალისწინოთ ის, რომ ისინი მჭიდრო კავშირში არიან ერთმანეთთან, რისი რეალიზაციაც ეკონომიკური სისტემის განვითარებას უზრუნველყოფს. ამის გათვალისწინებით საჭიროა განვიხილოთ საინვესტიციო პრობლემატიკის კატეგორიები სისტემური მიდგომის პოზიციებიდან.

ზემოთ მოყვანილი ძირითადი ცნებების განმარტებები მნიშვნელოვნად აფართოებენ ინვესტიციის სფეროს და გასაღებს იძლევიან ინვესტიციების მართვის არსის გაგებისთვის. ეს საკმარისია საიმისოდ, რომ ინვესტირებას შევხედოთ არა როგორც სახსრების უბრალო დაბანდებას, არამედ ობიექტში

ინვესტორის მონაწილეობის აქტიურ მეთოდად მიიჩნიოთ იგი. ამასთან დაკავშირებით ჩნდება „საინვესტიციო მიმზიდველობისა“ და „საინვესტიციო გარემოს“ ცნებები.

საინვესტიციო პროცესში მონაწილე ურთიერთდამოკიდებული სუბიექტების საინვესტიციო საქმიანობა მოცემულ დარგში ჩამოყალიბებული საინვესტიციო სფეროს (გარემოს) ფარგლებში ხორციელდება. საინვესტიციო საქმიანობის ინტენსიობა ახასიათებს რეგიონში საინვესტიციო აქტიობის დონეს.

საინვესტიციო აქტივობის კატეგორია

ეკონომიკურ პუბლიკაციებში ტერმინ **„აქტიობას“** არცთუ დიდი ხანია ხმარობენ. მისი აზრი კვლევის მიზნებზე დამოკიდებულებით იცვლება. მაგალითად, სამეურნეო საქმიანობის შეფასებისას განიხილავენ **სამეურნეო** (ან ეკონომიკურ) **აქტიობას**. მას გამოხატავენ **„შესაბამისი ნატურალური მაჩვენებლებით გაზომილი, კონკრეტული სახის პროდუქციის, სამუშაოებისა და მომსახურების წარმოების დონით და დინამიკით“**. როდესაც აკვლევენ ფულად-საკრედიტო მასისა და ღია ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციების შესაძლო შედეგებს და ახდენენ მათ პროგნოზირებას დროითი ლაგების გათვალისწინებით, აგრეთვე, სწავლობენ მათ ზეგავლენას ეკონომიკის რეალურ სექტორში არსებულ სიტუაციაზე, მაშინ აანალიზებენ ფინანსურ აქტიობას, რომელიც ღია ბაზარზე ოპერაციების ინტენსიობითაა გამოხატული. ეკონომიკურ აგენტებს შორის პარტნიორული კავშირებისა და ურთიერთობების დამყარების კუთხით განხორციელებული საქმიანობის ანალიზისა და შეფასებისას იყენებენ **„საქმიანი აქტიობის“** კატეგორიას. მას ზომავენ ყიდვა-გაყიდვაზე შესრულებულ გარიგებათა მასასიათებლებით (ხანმოკლე კავშირებისათვის) დადებული გარიგებებისა და კონტრაქტების პარამეტრებით (ხანგრძლივი კავშირების ანალიზისთვის). ამ მონაცემების წყაროა ეკონომიკურ ურთიერთობათა მონაწილეების კომერციული შესაძლებლობებისა და განზრახვების შესახებ სააგენტო ინფორმაცია. ინვესტიციის პროცესის ფარგლებში საინვესტიციო საქმიანობის დახასიათებისა და შეფასებისას, რეიტინგულ შედარებათა განხორციელებისას, სამეურნეო იერარქიის ამა თუ იმ დონისა და ეკონომიკური განვითარების სხვადასხვა ეტაპის შემთხვევებში საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შედარებითი ანალიზისას განიხილავენ და იკვლევენ საინვესტიციო აქტიობას.

„საინვესტიციო აქტიობის“ კატეგორიის გამოყენებას ყოველთვის არ ახლავს თან მისი აზრობრივი და კატეგორიობრივი დატვირთვის ახსნა და დაზუსტება. უმრავლეს შემთხვევაში საინვესტიციო აქტიობას განიხილავენ საინვესტიციო ხასიათის პრობლემების კვლევაში არსებულ დამატებით ელემენტად და არ აანალიზებენ და აფასებენ მის თავისებურებებს, არ ითვალისწინებენ მის გაკვლენას ინვესტიციის პროცესის დანარჩენ კომპონენტებზე. მაგალითად, მრავალ ნაშრომში საინვესტიციო აქტიობას განმარტავენ ინვესტირებისაკენ მიდრეკილებად, რომელიც დამოკიდებულია საწარმოების საინვესტიციო პოტენციალზე და ეს განსაზღვრავს მათი განვითარების შესაძლებლობებს თვითდაფინანსების პირობით; მათ შესაძლებლობებსა და დაინტერესებაზე ნასესხები და მოზიდული სახსრების გამოყენებით; საინვესტიციო აქტიობას განმარტავენ, აგრეთვე, როგორც საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების ურთიერთქმედების შედეგს.

საინვესტიციო აქტიობის განმარტების ზემომოყვანილი მიდგომებიდან ის გამომდინარეობს, რომ **„საინვესტიციო აქტიობის“** კატეგორიის ინტერპრეტაცია რეალურ აქტივებში ფაქტიურად განხორციელებულ დაბანდებებად ცვლის და აიწროებს ინვესტიციის პროცესის საზღვრებს, პირდაპირი ინვესტირების ფარგლებით ზღუდავს მას.

ბ.ა. რაიზბერგი, ლ.შ. ლოზოვსკი და ე.ბ. სტაროდუბცევი მიიჩნევენ, რომ საინვესტიციო აქტიობა ადამიანის თვისება და ამ თვისების რეალური გამოვლინებაა, რომელიც მობილურობაში, ყაირათიანობასა და ინიციატივაში გამოიხატება (ინვესტიციებთან დაკავშირებით). ყველა, ვინც ამ აზრს იცავს, ინვესტიციების შესახებ გადაწყვეტილებათა ფსიქოლოგიურ მოტივებზე აკეთებს აქცენტს. განიხილავენ ადამიანის შინაგან თვისებებს: მის ხასიათს, ფსიქოლოგიასა და ჩვევებს. მაგრამ როდესაც ადამიანს საზოგადოების გარეთ და მის ურთიერთკავშირებს განვიხილავთ, შეუძლებელია ობიექტურად

დაუდგინოთ ადამიანის ფსიქოლოგიისა და მისი იმ გადაწყვეტილებების ჩამოყალიბებაზე მოქმედი ფაქტორები, რომლებიც ამა თუ იმ რეგიონის ეკონომიკაში საკუთარ დაბანდებებს ეხება.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში საკმაოდ ფართოდ იყენებენ იმ მიდგომას, რომლის დროსაც საინვესტიციო აქტივობა გულისხმობს იდეის დამუშავებასა და საინვესტიციო პროექტის დასაბუთებას, ამ დროს შექმნილი რეალურ-ტექნიკურ და მატერიალურ უზრუნველყოფას, ამ დროს შექმნილი ობიექტის საქმიანობის მართვას (მისი ლიკვიდაციის ან პროფილის შეცვლის ჩათვლით) ცვალებადი გარე პირობებისა და დასახული მიზნების მიღწევის შესაძლებლობების შესაბამისად. ამგვარი განმარტება ერთდროულად მოიცავს საინვესტიციო საქმიანობისა და საინვესტიციო აქტივობის, აგრეთვე, დაპროექტების ცნებებს, რაც ხელს უშლის საინვესტიციო აქტივობის კატეგორიის მთავარი თავისებურებებისა და არსებითი მხარეების გამოულენას და, მაშასადამე, ამ მიდგომის გამოყენებას საინვესტიციო პროცესის ანალიზის დროს უზუსტობის თავიდან ასაცილებლად.

ყოველივე ზემოთქმულის გათვალისწინებით, საინვესტიციო აქტივობა უნდა ეუწოდოთ ინვესტიციების ინტენსიობას, რომელსაც განვსაზღვრავთ ინვესტიციების მიმდინარე მოცულობის შეფარდებით ადრინდელ მოცულობასთან.

საინვესტიციო მიმზიდველობის ცნება

„საინვესტიციო აქტივობის" კატეგორიას განუყოფლად უკავშირდება „საინვესტიციო მიმზიდველობის"[1] კატეგორია. ეკონომიკურ პუბლიკაციებში ტერმინი „მიმზიდველობა" სულ ბოლო ხანს გამოჩნდა და მას ძირითადად შემდეგ სიტყვათშეთანხმებებში იყენებენ:

- **„საქმიანი მიმზიდველობა"** — პარტნიორული კავშირებისა და აგენტებს შორის ურთიერთობათა ანალიზის, შეფასებისა და შერჩევის დროს. მას ახასიათებენ შესრულებულ გარიგებათა ხარისხით, ნორმებისა და ვალდებულებების დაცვით, გარკვეული იმიჯის შენარჩუნებით.

  „ინფრასტრუქტურული მიმზიდველობა" — ბიზნესის განთავსების ადგილის, ან სფეროს ანალიზის, შეფასებისა და შერჩევის დროს;

  „საინვესტიციო მიმზიდველობა" — ინვესტირების ობიექტების დახასიათებისა და შეფასების დროს, რეიტინგული შედარებებისა და საინვესტიციო პროცესების შედარებითი ანალიზის დროს ეკონომიკური იერარქიის სხვადასხვა დონისა და ეკონომიკური განვითარების ამა თუ იმ ეტაპის შემთხვევებში.

ინფრასტრუქტურული და საქმიანი მიმზიდველობა საინვესტიციო მიმზიდველობის შემადგენელი ელემენტებია და ამიტომაც მართლზომიერია მათი გამოყოფა საინვესტიციო მიმზიდველობის ანალიზისა და შეფასების ფარგლებში.

„საინვესტიციო მიმზიდველობის" კატეგორიას ლიტერატურაში ხშირად იყენებენ აზრობრივი და კატეგორიობრივი დატვირთვის გარეშე. მაგალითად, საინვესტიციო მიმზიდველობას აიგივებენ ინვესტიციურ რისკთან, რომელიც სახსრების დაბანდებისას დანაკარგების ალბათობას განსაზღვრავს. მოდელირება და პროგნოზირება ამ შემთხვევაში ცალმხრივ შეფასებას გვაძლევს და ხელს უშლის მოსალოდნელი ინვესტიციების შემოსავლიანობის ასახვას მასში.

სხვა პუბლიკაციებში საინვესტიციო მიმზიდველობას მხოლოდ საინვესტიციო პოტენციალის პოზიციებიდან განიხილავენ, ე.ი. მთავარი აქცენტი კეთდება ინვესტიციის პროცესის ერთ-ერთ ასპექტზე, კერძოდ კი — ინვესტირების ობიექტის ანალიზზე, შეფასებასა და შერჩევაზე, ოღონდ ამ დაბანდებასთან კავშირში მყოფი რისკის გაუთვალისწინებლად.

„საინვესტიციო მიმზიდველობის" კატეგორიის არსს ყველაზე ზუსტად გამოხატავს შემდეგი განმარტება: „ეკონომიკური სისტემის საინვესტიციო მიმზიდველობა არის სისტემის იმ მრგვალგვარი ობიექტური ნიშან-თვისებების, სახსრებისა და შესაძლებლობების ერთობლიობა, რომლებიც

[1] საინვესტიციო მიმზიდველობის, მიმზიდველი (ხელსაყრელი) საინვესტიციო გარემოს საკითხებს ჩვენ კიდევ დაუბრუნდებით. — **ავტორის შენიშვნა.**

განაპირობებენ პოტენციურ გადახდისუნარიან მოთხოვნას ინვესტიციებზე". ამგვარად, საინვესტიციო მიმზიდველობა მოიცავს საინვესტიციო პოტენციალსა და ინვესტიციურ რისკს და ამ კატეგორიების ურთიერთმოქმედებით ხასიათდება.

საინვესტიციო პოტენციალი

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ეხებიან შემდეგ ტერმინოლოგიურ სიტყვათშეთანხმებებს: ა) „საინვესტიციო პოტენციალი", ბ) „ინვესტირების პოტენციალი", გ) „საინვესტიციო რესურსების პოტენციალი", დ) „ეკონომიკის საინვესტიციო პოტენციალი" და ა.შ., ოღონდ, როგორც წესი, მისი არსისა და შინაარსის აუხსნელად. ამ ნაშრომებში გამოყენებული ტერმინოლოგიური განსხვავებულობა ამახინჯებს „საინვესტიციო პოტენციალის" კატეგორიის აზრობრივ დატვირთვას და ზღუდავს ეკონომიკური სისტემების ანალიზში მისი გამოყენების შესაძლებლობებს.

მეცნიერული თვალსაზრისით გამოიყოფა ისეთი ნაშრომები, რომლებშიც „საინვესტიციო პოტენციალის" კატეგორიის არსის ახსნის მიდგომებიცაა მოცემული და მისი შეფასების საფუძველიც. ი.ა. დოროშენკო საინვესტიციო პოტენციალს განმარტავს როგორც „იმ ჯამურ შემოსავალს, რომლის მიღებაც საინვესტიციო რესურსების ფუნქციონირების გარკვეული დროის განმავლობაშია შესაძლებელი" და მის გაანგარიშებას შემდეგნაირად გვთავაზობს:[1]

$$P_n = \sum_{i}^{i} \sum_{t}^{n} \sum_{t}^{t} B_{int}^{n} \times K_{int}^{a} \times \frac{P_{int}}{(1+r)^{t}} + \sum_{i}^{i} \sum_{t}^{n} \sum_{t}^{t} B_{int}^{H} \times K_{int}^{H} \times \frac{P_{int}}{(1+r)^{t}}, \qquad (3.1)$$

სადაც B^{a}_{int} არის მატერიალური წარმოების i დარგის n ობიექტის საინვესტიციო რესურსის საბალანსო ღირებულება t წელს;

K^{a}_{int} — ამ რესურსის ცვეთის კოეფიციენტი;

P_{int} — მისიღე რენტაბელობა;

r — დისკონტის ნორმა საბანკო პროცენტის სიდიდეში;

t— საინვესტიციო რესურსის სიცოცხლის პერიოდი;

B^{H}_{int} — არამატერიალური წარმოების დარგის ობიექტის საინვესტიციო რესურსის საბალანსო ღირებულება;

K^{H}_{int} — ამ რესურსის ცვეთის კოეფიციენტი;

F_{int} — ხელფასის ხვედრითი წილი არამატერიალური წარმოების სფეროს i დარგის n ობიექტის საინვესტიციო რესურსის საბალანსო ღირებულებაში.

გაანგარიშებაში შეტანილი საინვესტიციო რესურსების პარამეტრები ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის ელემენტებია. ამის გამო საინვესტიციო პოტენციალი, ი. ა. დოროშენკოს კონცეფციის მიხედვით, საწარმოო ფონდების განყენების შედეგად წარმოქმნილი შემოსავლის მიმდინარე (დისკონტირებული) შემოსავალია, რაც განსაზღვრავს საწარმოო სფეროს განვითარების დონეს და საინვესტიციო პოტენციალის ერთ-ერთი მხარის მახასიათებლის როლს თამაშობს. აქედან გამომდინარე, ი.ა. დოროშენკოს მიერ შემოთავაზებული მეთოდიკის გამოყენებას ინვესტიციის პროცესების გამოკვლევისთვის კატეგორიობრივი აპარატის დაშვებები ზღუდავს და ეს შესაძლებელია მხოლოდ ეკონომიკური სისტემის საწარმოო პოტენციალის გამოკვლევისთვის.

განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაუთმოთ „საინვესტიციო პოტენციალის" კატეგორიის ახსნას დარგობრივი მიდგომის საფუძველზე.

ამ შემთხვევაში ერთმანეთში აიგოვებენ საინვესტიციო პოტენციალსა და ფონდშემქმნელი დარგების კომპლექსს. ტ.ს. ხაჩატუროვისა და ვ.პ. კრასოვსკის აზრით, საინვესტიციო პოტენციალი მოიცავს „სამშენებლო ინდუსტრიას..., მანქანებისა და მოწყობილობის წარმოებას ახალი, გასაფართოებელი და სარეკონსტრუქციო საწამოებისთვის და კაპიტალურ მშენებლობაში გამოყენებული კონსტრუქციული

[1]Дорощенко Ю.А. Управление инвестиционной деятельностью. М.: КНОРУС, 2005. გვ.29.

მასალებისა და სამშენებლო მანქანების წარმოებას."[1] ხდება საინვესტიციო პოტენციალის არსის შეკვეცა და მისი დაყვანა ან „საწარმოო პოტენციალის" კატეგორიაზე, რომლის დონესაც რეგიონის უმსხვილესი სამრეწველო და სატრანსპორტო საწარმოების განვითარება განსაზღვრავს, ან „სამშენებლო პოტენციალის" კატეგორიაზე, რომელიც ხასიათდება სამშენებლო სამუშაოთა კაპიტალტევადობის, ფულის დაბანდებულ ერთეულზე ეროვნული შემოსავლის ზრდის, სამშენებლო ორგანიზაციების სიმძლავრეებისა და ა.შ. პარამეტრებით.

ფართოდაა გავრცელებული რესურსული მიდგომა, რომლის დროსაც ერთმანეთთან აიგივებენ საინვესტიციო პოტენციალსა და საინვესტიციო რესურსების (ე.ი. მათი ფორმირების წყაროების) პოტენციალს შორის. ესაა მოგება, საამორტიზაციო ანარიცხები, არასაბიუჯეტო ფონდებში გადარიცხვები, სახელმწიფო და კომერციული საფინანსო დაწესებულებების აქტივები და მოსახლეობის დანაზოგები. რესურსული მიდგომის საბაზო დებულებები მთავრობის საშუალოვადიანი პროგრამის კონცეფციის ჩამოყალიბების ერთ-ერთ კონცეპტუალურ მიდგომად შეიძლება იქცეს. ამ მიდგომის რეალიზების შედეგია საინვესტიციო პოტენციალის გაიგივება ინვესტიციების დაფინანსების შიდა და გარე წყაროებთან. ამგვარად, რესურსული მიდგომის დროს საინვესტიციო პროცესის კელეას ან ინვესტორის პოზიციებზე გადაანაცვლებენ, რადგან მიმდინარეობს მისი სახსრების დაბანდების პოტენციურ შესაძლებლობათა შეფასება, ან აფასებენ ეკონომიკური სისტემის ფუნქციონირებისათვის გამოყენებული ფინანსური რესურსების დონეს. ორივე შემთხვევაში აუხსნელი რჩება საინვესტიციო პოტენციალის არსი, რაც ზღუდავს რესურსული მიდგომის გამოყენების სფეროს საინვესტიციო პრობლემატიკის პრობლემების გადაწყვეტისათვის.

კიდევ ერთ ჯგუფს ქმნიან ის ნაშრომები, რომლებშიც საინვესტიციო პოტენციალი განმარტებულია როგორც „საამორტიზაციო ანარიცხებისა და იმ წმინდა მოგების ჯამი, რომელიც გადასახადების გადახდის შემდეგ რჩება", ე.ი. მეთოდოლოგიურ საფუძვლად შედეგობრივ მიდგომას იყენებენ, ამ შემთხვევაში საინვესტიციო პოტენციალს განსაზღვრავენ როგორც გამოყენებული რესურსების უკუგებას. მაგალითად:[2]

$$IP = I_0 - M_0 - C_0 - P_0 \times (1-n), \qquad (3.2)$$

სადაც IP — საწარმოს საინვესტიციო პოტენციალია;

I_0 — საწარმოს შემოსავლები t=0 პერიოდში;

M_0 — საწარმოს მატერიალური დანახარჯები;

C_0 — ხელფასის დანახარჯების ის ნორმირებული სიდიდე, რომელსაც არ ბეგრავენ;

P_0 — მოგება;

n — მოგების გადასახადის განაკვეთი.

ამგვარი მიდგომა არ ხსნის „საინვესტიციო პოტენციალის" კატეგორიის არსს, ავიწროებს მისი გამოყენების სფეროს, რადგან ხდება საინვესტიციო პოტენციალის გაიგივება ინვესტიციებით განპირობებულ ფულად ნაკადთან.

საინვესტიციო პოტენციალის სტრუქტურა

ცალკე უნდა გამოყოთ ნაშრომების ის ჯგუფი, რომელთა საბოლოო მიზანია ეკონომიკური სისტემების რანჟირება საინვესტიციო პოტენციალის მიხედვით. ამოცანის ამგვარად დასმა კვლევის ხასიათსაც განსაზღვრავს, რაც საინვესტიციო პოტენციალის დეტალურად სტრუქტურიზებასა და შემდეგ მისი შემადგენელი კომპონენტების ერთ ინტეგრალურ მაჩვენებლად გაერთიანებაში მდგომარეობს. მაგალითად, საინვესტიციო პოტენციალი შეიძლება კერძო პოტენციალისგან შედგებოდეს:

რესურსულ-სანედლეულო (ძირითადი სახის ბუნებრივი რესურსების მარაგებით უზრუნველყოფა);

[1] Хачатуров Т.С. Эффективность капитальных вложений. М.: Экономика, 1979. გვ. 41.

[2] Kurz H.D. and Salvadori N. Theopy of Production. Cambridge Universily Press, 1995. გვ.31.

საწარმოო (მოსახლეობის სამეურნეო საქმიანობის ერთობლიობი შედეგი);

ინფრასტრუქტურული (რეგიონის ეკონომიკურ-გაოგრაფიული მდგომარეობა და ინფრასტრუქტურული უზრუნველყოფა);

სამომხმარებლო (მოსახლეობის მთლიანი მსყიდველობითი უნარიანობა);

ინტელექტუალური (მოსახლეობის განათლების დონე);

ინსტიტუციური (საბაზრო ეკონომიკის ძირითადი ინსტიტუტების განვითარების დონე);

ინოვაციური (სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის მიღწეათა დანერგვის დონე).

ამგვარ სამუშაოთა უდაო უპირატესობაა ეკონომიკური სისტემების საინვესტიციო პოტენციალის რაოდენობრივი შეფასებები, რაც საშუალებას გვაძლევს გავაანალიზოთ რეგიონები და დარგები და შესაბამისი რეიტინგი მივანიჭოთ მათ. ამგვარი მიდგომის ნაკლია:

ა)განსახილველი კატეგორიის განსაზღვრაში შეთანხმების უქონლობა — საინვესტიციო პოტენციალს განმარტავენ როგორც ინვესტირების იმ ობიექტური წინაპირობების ჯამს, რომლებიც ინვესტირების სფეროებისა და ობიექტების არსებობასა და მრავალფეროვნებაზეა დამოკიდებული, ან როგორც რეგიონული განვითარების ინდიკატორების ერთობლიობას, რომელთა რიცხვშია ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები, ტერიტორიაზე არსებული წარმოების ფაქტორები (ბუნებრივი რესურსები, სამუშაო ძალა, ძირითადი ფონდები, ინფრასტრუქტურა და ა. შ.), მოსახლეობის სამოხმარებლო მოთხოვნა და სხვა;

ბ)საინვესტიციო პოტენციალის როგორც ინსტიტუციური და ინოვაციური პოტენციალის პარამეტრების შეფასების მეთოდური საფუძვლების ბუნდოვანება.

ეკონომიკური სისტემის საინვესტიციო პოტენციალის ყველაზე უფრო სრული დახასიათება საექსპერტო-რეიტინგული ხასიათის შრომებშია მოცემული. მათში გამოყენებულია საინვესტიციო პოტენციალის შეფასების უნიფიცირებული მიდგომები და შემოთავაზებულია შედარებითი შეფასების ინსტრუმენტარიუმი მათი სოციალურ – ეკონომიკური განვითარების პარამეტრული მახასიათებლების მიღებული წრის მიხედვით.

საინვესტიციო პოტენციალი მატერიალურ საფუძველს უქმნის სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების დინამიკას, რომლის რაოდენობრივი და თვისებრივი მახასიათებლები საინვესტიციო რესურსების მოწესრიგებულ ერთობლიობას ასახავენ. ეს რესურსები მოიცავს მატერიალურ-ტექნიკურ, ფინანსურ და არამატერიალურ აქტივებს (მრეწველობის ობიექტებზე საკუთრების უფლებების ფლობას, სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვებას, ინფორმაციის აკუმულირებას სოციალურ-ეკონომიკური, საბაზრო ურთიერთობების სფეროში, დაგროვილ გამოცდილებას და ა.შ.).

საინვესტიციო რისკი და მისი მახასიათებლები

საინვესტიციო პოტენციალის პოზიციიდან ინვესტიციების ანალიზი საშუალებას გვიქმნის დავასკვნათ, რომ მრავალ ინვესტორს-კოლექტიურსაც და კერძოსაც — თავიანთი სახსრების დაბანდების დიდი სურვილი და შესაძლებლობები გააჩნია. მაგრამ მხოლოდ საინვესტიციო პოტენციალის მაჩვენებლის ოპერირებით შეუძლებელია იმის განსაზღვრა, თუ სად დააბანდებენ ისინი ამ სახსრებს, ამიტომ, დამატებით არის საჭირო ინვესტიციური რისკის მახასიათებლების გამოყენება.

რისკი არის გაურკვეველობის სიტუაციაში გაუთვალისწინებელი დანაკარგების წარმოქმნის ალბათობა. ინვესტიციური რისკის განმარტებები მის განსხვავებულ კლასიფიკაციებს ეყრდნობა. გამოვყოთ „ინვესტიციური რისკის“ კატეგორიისადმი მიდგომების სამი ჯგუფი:

1. ინვესტიციური რისკი პროექტიდან სახსრების ამოღებასთან დაკავშირებული რისკია, რასაც სახსრების მეტისმეტად არაეფექტიანად განთავსება განაპირობებს. ასეთი მიდგომა აიწროებს ინვესტიციური რისკის წარმოშობის სფეროს, სხვა სახის რისკისგან მიჯნავს ინვესტორს და ადიდებს მოსალოდნელი დანაკარგების არასრულად აღრიცხვის შესაძლებლობას.

2. ინვესტიციურია ის ნებისმიერი რისკი, რომელიც საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ჩნდება და ინვესტიციების განხორციელების შედეგების მთლიანად ან ნაწილობრივ მიუღებლობის შესაძლებლობა ან ალბათობა ახასიათებს. ეს მიდგომა მაქსიმალური დანაკარგების პროგნოზირების შესაძლებლობას გვაძლევს იმ მოულენების დადგომას შემთხვევაში, რომლებიც რისკის გენერირებას ახდენენ და ამიტომ იგი ინვესტირების ნებისმიერ დონეზე და ნებისმიერ სფეროშია მისაღები.

3. ინვესტიციური რისკი, როგორც ცალკე კატეგორია, არ არსებობს ეკონომიკური მოულენების სისტემაში, ხოლო საინვესტიციო საქმიანობის მსელელობაში წარმოქმნილ დანაკარგებს სხვა სახის რისკების ურითიერთქმედება განაპირობებს. ამგვარი მიდგომა ამახინჯებს „რისკის" ცნებას და გაურკვეველობა შეაქვს იმ მიდგომებში, რომლებიც სხვა სახის რისკებს (მაგალითად-ფინანსურს) განსაზღვრავენ, ამცირებს ინვესტორის მოსალოდნელი შემოსავლების შეფასების სარწმუნოობას.

საინვესტიციო რისკის განსაზღვრისადმი არსებული მიდგომების თავისებურებათა გათვალისწინებით ჩვენ **ინვესტიციურ რისკს ვუწოდებთ საინვესტიციო საქმიანობის პირობების გაურკვეველობის ვითარებაში გაუთვალისწინებელი დანაკარგების წარმოქმნის ალბათობას.**

წარმოშობის მიზეზებზე და თავიდან აცილების (კომპენსაციის) შესაძლებლობებზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ ინვესტიციური რისკის ორ სახეს, ან მთელი ინვესტიციური რისკის ორ შემადგენელს: სპეციფიკურ ანუ კომერციულ ინვესტიციურ რისკს და არასპეციფიკურ, ანუ არაკომერციულ, დარგობრივ ინვესტიციურ რისკს.

სპეციფიკური, ანუ, კომერციული ინვესტიციური რისკი იმ სამეწარმეო რისკის სახესხვაობაა, რომელიც საინვესტიციო საქმიანობას უკავშირდება და რომელსაც თითოეული საინვესტიციო პროექტის ან ცალკეული საწარმოს (კორპორაციის) კომერციული (საბაზისო) საქმიანობის სპეციფიკური თავისებურებები იწვევს (მაგალითად, დანაკარგების რისკი, რომელსაც განაპირობებს პარტნიორების უპასუხისმგებლობა, წარუმატებელი მარკეტინგი, დაუსაბუთებელი ტექნიკური და ტექნოლოგიური გადაწყვეტები და სხვა).

კომერციული ინვესტიციური რისკები ვლინდება მხოლოდ სამეწარმეო საქმიანობის დონეზე (საწარმოს, კორპორაციის) და მათ არა აქვთ მაკროეკონომიკური, რეგიონული და დარგობრივი ფორმები.

კომერციული რისკის შემადგენლობაში გამოყოფენ ყველაზე ზოგადი, სისტემური ხასიათის რისკებს, რომლებიც, როგორც წესი, კონკრეტული საპროექტო გადაწყვეტილებების არჩევის დროს და, მთლიანად, საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის გაანგარიშებებში გამოყენებული ინფორმაციის ნაკლებად სისრულესა და სარწმუნოობას უკავშირდება.

არასპეციფიკურ, ანუ, არაკომერციულ ინვესტიციურ რისკს განაპირობებს ინვესტორის მიმართ გარე, მაკროეკონომიკური და რეგიონული ხასიათის გარემოებები (საკუთრების უკრთიერთობები და მონოპოლიზმი რეგიონში, საწარმოებში შექმნილი სოციალურ-პოლიტიკური კლიმატი, დარგში წარმოების ეკოლოგიური საფრთხე და სხვა).

არაკომერციული ინვესტიციური რისკები რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის შემადგენელი ნაწილია. მაკროეკონომიკური და რეგიონული ინვესტიციური რისკები შეიძლება მხოლოდ არაკომერციული და არასპეციფიკური იყოს. ისინი ერთნაირი ძალით მოქმედებენ ყველა საინვესტიციო პროექტის განხორციელების ალბათურ შედეგებზე, შესაბამისად, მოცემულ ქვეყანაში, რეგიონსა თუ დარგში. ამიტომ ამგვარი რისკების რაოდენობრივ მნიშვნელობებს აუცილებლად უნდა ვითვალისწინებდეთ ინვესტიციური პროცესების სახელმწიფო რეგულირებასა და საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის მაჩვენებლების გაანგარიშებებში.

საინვესტიციო გარემო

„საინვესტიციო მიმზიდველობისა" და „საინვესტიციო აქტიუობის" კატეგორიების გასაერთიანებლად ეკონომიკურ ლიტერატურაში იყენებენ „საინვესტიციო გარემოს" კატეგორიას, ე.ი. ინვესტირების იმ პირობების არსებობას, რომლებიც ინვესტორების მიერ ინვესტირების ამა თუ იმ ობიექტისთვის

უპირატესობის მინიჭებაზე ახდენენ გავლენას. მაკროდონეზე ეს კატეგორია მოიცავს ინვესტირებისთვის პოლიტიკური (საკანონმდებლოს ჩათვლით), ეკონომიკური და სოციალური გარემოს მაჩვენებლებს. მიკროდონეზე საინვესტიციო გარემო ვლინდება ინვესტორებისა და კონკრეტული სახელმწიფო ორგანოების, მიმწოდებლების, კლიენტების, ბანკების, არასაბანკო საფინანსო სტრუქტურების, აგრეთვე, პროფკავშირებისა და სახელმწიფოს შრომითი კოლექტივების-ინვესტიციების რეციპიენტების-ორმხრივი ურთიერთობებით. ინვესტირების ობიექტი შეიძლება იყოს ცალკეული საინვესტიციო პროექტი, საწარმო, კორპორაცია, ქალაქი, რეგიონი, დარგი, სახელმწიფო. ამგვარი განმარტება რამდენადმე ზღუდავს საინვესტიციო გარემოს დახასიათებას და არ იძლევა მის ყველა თვისებურების გათვალისწინების შესაძლებლობას.

ყველაზე უფრო ფართო აზრით, „საინვესტიციო გარემოს" კატეგორიაში გულისხმობენ იმ ეკონომიკურ, ფინანსურ და სხვა პირობებს, რომლებიც ინვესტიციების ეფექტიანობაზე ახდენენ გავლენას. ამ შემთხვევაში „საინვესტიციო გარემოს" განმარტება ასახავს ამა თუ იმ ქვეყანაში (რეგიონში, დარგში) იმ ინვესტიციებისთვის სასიკეთოდ ჩამოყალიბებულ სიტუაციას, რომლებიც ქვეყანაში (რეგიონში, დარგში) შეიძლება დააბანდონ.

ზემოთ აღწერილი მიდგომებისა და განმარტებების საფუძველზე შეიძლება მივიჩნიოთ, რომ საინვესტიციო გარემო არის იმ ობიექტური ეკონომიკური, სოციალური, პოლიტიკური, სამართლებრივი და სხვა პირობების ერთობლიობა, რომლებიც ინვესტირებისთვის მიმზიდველად აქცევენ (არ აქცევენ) მოცემულ ქვეყანას (რეგიონს, მეურნე სუბიექტს).

განხილული კატეგორიები გვეხმარება უფრო სრულად აგხსნათ ინვესტიციური პროცესის არსი, გამოვავლინოთ მისი თვისებურებები, განვსაზღვროთ განვითარების კანონზომიერებები და მართვის შესაძლებლობები.

3.2. ინვესტიციის პროცესი სისტემური მიდგომის პოზიციებიდან

სისტემური მიდგომა მეცნიერული შემეცნებისა და სოციალური პრაქტიკის მეთოდოლოგიის ის მიმართულებაა, რომელსაც საფუძვლად უდევს ობიექტების განხილვა სისტემებად; მას ინსტრუმენტარიუმად იყენებენ, რომელიც კვლევას წარმართავს ობიექტის მთლიანობის დასაბუთების, მასში მრავალფეროვანი კავშირების გამოვლენისა და ერთიან კომპლექსად მათი თავმოყრისკენ.

სისტემური მიდგომა თვისი არსით დიალექტიკური მატერიალიზმის პრინციპების კონკრეტიზაციაა, რომლის ფარგლებში ინვესტიციის პროცესი შეგვიძლია განვიხილოთ იმ ოპერაციების (საქმიანობის სახეების) სერიად, რომელიც საწყის მასალაზე ხორციელდება (პროცესის შესავალი). იგი ფასეულობას ადიდებს და გარკვეულ შედეგს (პროცესის გამოსავალს) განაპირობებს. სისტემური მიდგომის პოზიციებიდან ინვესტიციის პროცესის კვლევა შესაძლებელია, რადგან ინვესტიციის პროცესი ეკონომიკური სისტემაა და მას აქვს შესავალი — ამ სისტემის კომპლექსური მდგომარეობა (საინვესტიციო გარემო) და გამოსავალი — ეკონომიკურ სისტემაში ინვესტიციების შემოსვლის ცვლილება. გამოსავალზე მიღებული ინვესტიციის პროცესის შედეგი განსაზღვრავს ეკონომიკური სისტემის განვითარებას, რომელშიც პროცესი მიმდინარეობს, და იწვევს მასში ეკონომიკური ზრდის ტემპების ცვლილებას.

ინვესტიციის პროცესის მართვა

ინვესტიციის პროცესი ხორციელდება მართვის მეშვეობით. მას განმარტავენ ისეთ სტრატეგიად, რომელიც უზრუნველყოფს მაქსიმალური ეფექტის მიღწევას და ეკონომიკური სისტემის მაქსიმალურად ზრდისკენ წარმართავს ყოველგვარ საქმიანობას. მართვა მოქმედებათა შემდეგი ციკლისგან შედგება:

1. ინვესტიციის პროცესის მიმდინარე მდგომარეობის ანალიზი, რომელშიც შედის: საინვესტიციო მიმზიდველობისა და საინვესტიციო აქტივობის ანალიზი; ინვესტიციებზე ეკონომიკური სისტემის მოთხოვნილების დაკმაყოფილების ანალიზი;
   ინვესტიციებას საჭირო მოცულობისა და საინვესტიციო მიმზიდველობის იმ მაჩვენებლის განსაზღვრა, რომელსაც ეს მოცულობა შეესაბამება;
3. სისტემის საინვესტიციო მიმზიდველობის საჭირო მდგომარეობის უზრუნველმყოფი ღონისძიებების შემუშავება, შერჩევა და რეალიზება;
4. ეკონომიკურ სისტემაში ინვესტიციების შემოსავლის ის ცვლილება, რომელსაც საინვესტიციო მიმზიდველობის ცვლილება განაპირობებს;
5. ეკონომიკური სისტემის პარამეტრების შეცვლა ინვესტირების ხარჯზე, რაც ეკონომიკური ზრდის ტემპების შეცვლაში მდგომარეობს.

ამ ციკლის მუდმივად რეალიზება გამუდმებით აუმჯობესებს ინვესტიციის პროცესის მართვის სისტემას და ზრდის ეკონომიკური სისტემის ფუნქციონირების ეფექტიანობას.

სისტემური მიდგომის რეალიზაცია მდგომარეობს ინვესტიციის პროცესის გამოკვლევაში არამარტო ჰორიზონტალურ ჭრილში (მართვის სუბიექტი — საინვესტიციო მიმზიდველობა —ინვესტორი — საინვესტიციო აქტივობა — ინვესტირების მოცულობა — ინვესტირების ობიექტი — მართვის სუბიექტი), არამედ ვერტიკალურ ჭრილშიც (მსოფლიო თანამეგობრობა — ქვეყანა — რეგიონი — დარგი — საწარმო — ფიზიკური პირი). ამგვარი განხილვა ამცირებს ინვესტიციის პროცესის მართვის განმეორებადი ღონისძიების რაოდენობას და ინვესტიციის პროცესის კომპლექსურ თეორიულ სურათს გვაძლევს.

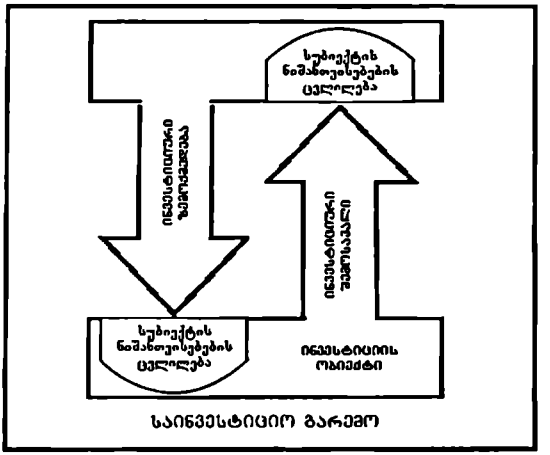
ქმედითი საინვესტიციო პოლიტიკის მომზადებისა და რეალიზებისთვის აუცილებელია ქვეყანაში, ეკონომიკის დარგებსა და რეგიონებში ჩამოყალიბებული საინვესტიციო სიტუაციის შეფასების კრიტერიუმების ნათლად და ერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრა, ეკონომიკური რეალიების ადეკვატური მეთოდური აპარატის შემუშავება და მისი თანმიმდევრულად გამოყენება.

ინვესტიციის პროცესს (ე.ი. ინვესტიციების განხორციელების პროცესს) სისტემის ყველა ნიშანთვისება აქვს: მასში ყოველთვისაა სუბიექტი — (ინვესტორი), ობიექტი (ინვესტიციების ობიექტი); მათ შორის კავშირი (ინვესტირება საინვესტიციო შემოსავლის მიღების მიზნით) და გარემო, რომელშიც ისინი არსებობენ (საინვესტიციო გარემო). მას ახასიათებს გარკვეული სტრუქტურა და სხვა ეკონომიკურ პროცესებს შორის ზუსტი იდენტიფიცირების საშუალება. იგი თავის თვისებებს ავლენს სხვა სისტემებთან ურთიერთქმედების შედეგად, იცავს გარკვეულ კონცეფციას და ასახავს ინვესტიციის პროცესის სუბიექტების შეხედულებებს, მიზნებსა და ფასეულობებს. კავშირი სისტემაწარმომქმნელი ფაქტორია, რადგან ერთ მთლიანად აერთიანებს ყველა დანარჩენ ელემენტს (ნახ. 3.1.) სისტემური მიდგომა საშუალებას გვიქმნის ამომწურავად აღვწეროთ ინვესტიციის პროცესის არსი და სრულყოფილად განვმარტოთ მისი ძირითადი ცნებები.

ინვესტიციის პროცესის ადგილი საზოგადოებრივ ურთიერთობათა სისტემაში

ინვესტიციის პროცესს განსაზღვრავს შემოსავლის მიღებისთვის ინვესტირების ობიექტსა და სუბიექტს შორის ინვესტიციების განთავსების თაობაზე წარმოქმნილი ურთიერთკავშირები, ობიექტზე სუბიექტისა და მართვის ორგანოების მხრიდან განხორციელებული საინვესტიციო ზემოქმედება, აგრეთვე, საინვესტიციო გარემოს პირობების ცვლილებები.

ინვესტიციის პროცესი არ არსებობს თავისთავად და ყოველთვის მომდევნო დონის რომელიმე სფეროშია ჩართული, ე.ი. იგი უნდა განვიხილოთ მთლიანობითი მიდგომის ფარგლებში — სისტემა განვიხილოთ სფეროში სხვა სისტემებთან ურთიერთკავშირში. ეს შესაძლებლობას გვიქმნის ამომწურავად აღვწეროთ ინვესტიციის პროცესის ადგილი და როლი როგორც საქმიანობის ცალკე აღებულ სფეროში, ისე საზოგადოებრივ ურთიერთობათა სისტემაშიც. ნებისმიერი სუბიექტი განვითარებისკენაა ორიენტირებული და ყოველთვის ითხოვს რაიმე რესურსის შევსებასა და ამა თუ იმ თვისების შეც-



ნახ. 3.1 სისტემური მიდგომა ინვესტიციის პროცესისადმი

ვლას. საკუთარი ძალებით ამ დეფიციტის შევსებაზე ორიენტაცია მკვეთრად ანელებს ეკონომიკურ ზრდას, რადგან სუბიექტისგან მოითხოვს მისთვის უჩვეულო საქმიანობის გაწევას და მისი ძირითადი რესურსების ამაზე მოცდენას. სპეციალიზაციის პირობებში საკუთარი სახსრების შეზღუდულობა იმგვარი ობიექტის ძიებას აიძულებს სუბიექტს, რომლის თვისებებიც მინიმალური დაბანდებებით აძლევს მას არსებული დეფიციტის შევსების შესაძლებლობას. ინვესტიციების საჭიროება მაშინ ჩნდება, როდესაც შერჩეული ობიექტის პოტენციალი არ აკმაყოფილებს საჭირო კრიტერიუმებს და გარკვეულ გარე მონაწილეობას საჭიროებს მისი განვითარებისთვის. ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობა მაშინ წარმოიშობა, როდესაც სუბექტის ხელთ არსებული რესურსები ან მისი თვისებები ობიექტის მოთხოვნილ თვისებებზე ობიექტის მოთხოვნილ საჭირო ზემოქმედების შესაძლებლობას იძლევა.

დაბანდების განხორციელების მომენტში ინვესტორი კავშირს ამყარებს კონკრეტულ ობიექტთან. ინვესტორის ზემოქმედების შედეგად იცვლება ინვესტიციების ობიექტის თვისებები, შემდეგ კი ეს შეცვლილი თვისებები ინვესტიციური შემოსავლის სახით ინვესტორზე ახდენს გავლენას, ცვლის მის თვისებებს, მათ შორის — აკლებს არსებულ დეფიციტს. ინვესტიციის პროცესის დასრულების შემდეგ სუბიექტი და ობიექტი განახლებულად იწყებენ არსებობას, ამგვარად, ინვესტიციის პროცესი სუბიექტისა და ობიექტის თვისებების დიფუზიას უწყობს ხელს.

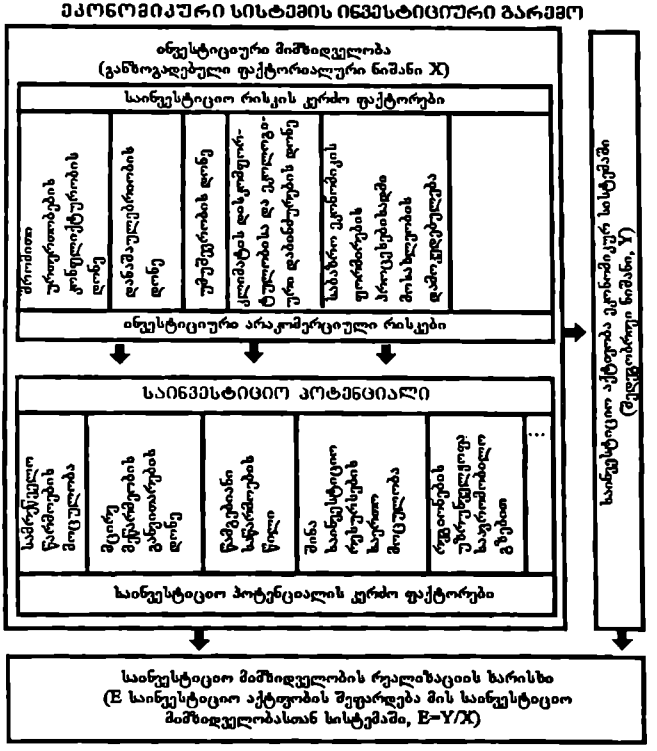
საქმიანობის ნებისმიერი სფერო არაგომოგენური წარმონაქმნია; მის სუბიექტებსა და ობიექტებს განსხვავებული თვისებები აქვთ და სხვადასხვაგვარადაც ავლენენ მათ. ამ სფეროში მიმდინარე მრავალობითი საინვესტიციო პროცესები გამუდმებით ცდილობენ მოიცვან ყველა სუბიექტი და ობიექტი და იწვევენ როგორც მათი თვისებების შემადგენლობის, ისე ამ თვისებების გამოვლენის ძალის გათანაბრებას. ამას შედეგად მოსდევს არა გასაშუალოება, არამედ მაქსიმიზება. ამგვარად, საინვესტიციო პროცესები ხელს უწყობენ საქმიანობის შესაბამისი სფეროს თვისებების გომოგენიზებას, გომოგენიზაცია კი ამ შემთხვევაში მოცემული სფეროს საერთო განვითარების იდენტურია.

საზოგადოებრივი განვითარების დინამიკას განსაზღვრავს საქმიანობის ცალკეული სფეროების განვითარება. თუკი საქმიანობის რომელიმე სფეროში მომხდარი რევოლუციური გარდატეხა მანამდე არნახულ ზრდას აძლევს ბიძგს, ეს იწვევს მასთან დაკავშირებული სფეროების განვითარების ბუნებრივ ჯაჭვურ რეაქციას. თუკი ხდება საქმიანობის სფეროების ევოლუციური განვითარება, მის დინამიკას,

როგორც წესი, მათ შორის ყველაზე ნაკლებად განვითარებულის შესაძლებლობები განსაზღვრავს. როდესაც ინცესტიციებსა და ინვესტიციურ შემოსავალს სჩვადასხვა საგნობრივი შეღგენილობა აქვთ, ე.ი. საქმიანობის სხვადასხვა სფეროებს ეკუთვნიან, მაშინ მრავლობითი საინვესტიციო პროცესები ურთიერთშეღწევად ხდიან ამ სფეროებს. ამის შედეგად ხდება მათი განვითარების დინამიკის ლოკალური მართვადი შეცვლა. ეს იწვევს ერთმანეთთან დაკავშირებული სფეროების განვითარების ბუნებრივ ჯაჭვურ რეაქციას. ამგვარად, საინვესტიციო პროცესები საშუალებას გვაძლევენ შეექმნათ და შევინარჩუნოთ საქმიანობის ურთიერთდაკავშირებული სფეროების განვითარების ბუნებრივი ჯაჭვური რეაქცია. ეს პროცესები საზოგადოებრივი განვითარების დაჩქარების ფაქტორად გვევლინება.

ინვესტიციის პროცესის ძირითად კატეგორიებს შორის კავშირის გამოყენება საშუალებას გვაძლევს დავადგინოთ დაბანდებათა A მოცულობის დამოკიდებულება საინვესტიციო სფეროს ფაქტორებსა და პირობებზე, ე.ი. რეგიონში ჩამოყალიბებულ საინვესტიციო გარემოზე.

საინვესტიციო გარემოს ძირითადი სტრუქტურული ელემენტები და მათ შორის არსებული კავშირები, რომლებიც ლიტერატურაშია მოცემული, ნახ. 3.2.-ზე მოყვანილი სახით შეგვიძლია განვაზოგადოთ.



ნახ. 3.2. ეკონომიკური სისტემის საინვესტიციო გარემოს ძირითადი სტრუქტურული ელემენტები და მათ შორის ურთიერთკავშირი

ინვესტიციის პროცესის შემადგენელი კომპონენტების ურთიერთკავშირი

ამგვარი მიდგომა ახასიათებს ინვესტიციის პროცესის ყველაზე უფრო არსებით მხარეებს, მაგრამ საშუალებას არ გვაძლევს გავითვალისწინოთ მიმდინარე პროცესების გავლენა საინვესტიციო გარემოზე და პირიქით — საინვესტიციო გარემოს ინვესტორების პროცესზე. ამიტომ საჭიროდ მიგვიჩნევია სხვაგვარად განვიხილოთ ინვესტიციის პროცესის შემადგენელი კომპონენტების ურთიერთკავშირი.

საინვესტიციო მიმზიდველობა თავისი შინაარსით პოზიტიური კატეგორიაა, ამ მიმზიდველობის ჩამოყალიბებაში მონაწილე ინვესტიციური რისკები კი — ნეგატიური. ამიტომ არაკომერციული ინვესტიციური რისკების, როგორც საინვესტიციო მიმზიდველობის კომპლექსური ფაქტორის გათვალისწინებისას მიზანშეწონილია რისკების რიცხობრივი მახასიათებლების გარდასახვა იმ ცნების რიცხობრივ მახასიათებლებად, რომელიც არსით „ინვესტიციური რისკის“ ცნების საპირისპიროა. ამგვარ ცნებას — ინვესტიციური რისკების ცნების ანტონიმს — უნდა ვუწოდოთ „სოციალურ — პოლიტიკური და ეკონომიკური უსაფრთხოება ინვესტორისთვის“ ან გამარტივებულად, საინვესტიციო უსაფრთხოება (შესაბამისად — მაკროეკონომიკური, რეგიონული, დარგობრივი და საწარმოს დონეზე). ხსენებული გარდასახვა საშუალებას გვაძლევს თავიდან ავიცილოთ ორი კომპლექსური ფაქტორის — საინვესტიციო პოტენციალისა და ინვესტიციური არაკომერციული რისკების — ურთიერთსაპირისპირო

მიმართული გავლენა საშედეგო მახასიათებელზე — საინვესტიციო მიმზიდველობაზე.

ზუსტად ასევე, ამ განმაზოგადებელი ცნებების თითოეულ კრძო ფაქტორს ერთდროულად აქვს როგორც პოზიტიური რაოდენობრივი გამოხატულება (პოზიტიური მაჩვენებლის მეშვეობით — დარგის საინვესტიციო უსაფრთხოების საბოლოო დონის განსაზღვრისთვის), ისე ნეგატიურიც (შინაარსით მისი საპირისპირო „ნეგატიური“ მაჩვენებლის მეშვეობით — დარგის არაკომერციული ინვესტიციური რისკების საბოლოო დონის განსაზღვრისათვის).

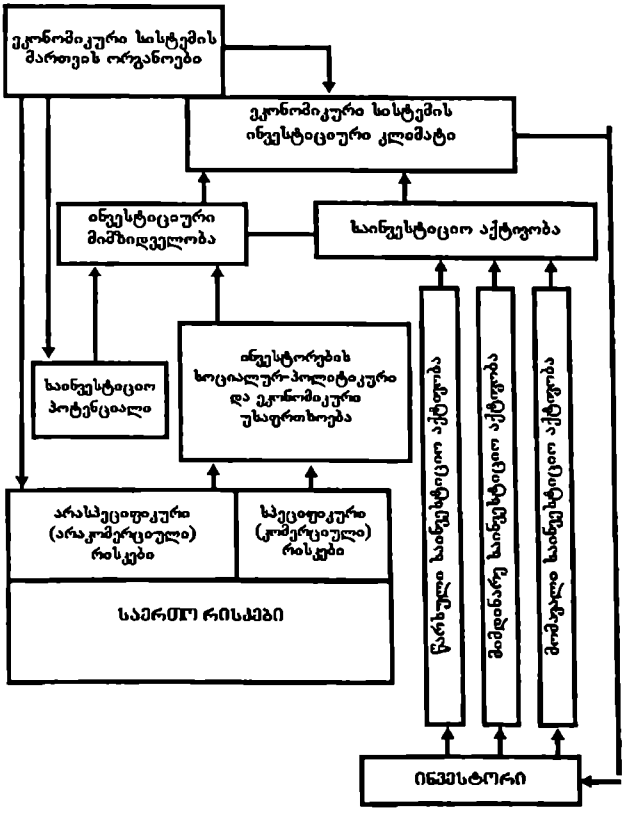
სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის (შემდგომში — სეს-ის) საინვესტიციო მიმზიდველობას განსაზღვრავს საინვესტიციო პოტენციალის მდგომარეობა და ინვესტიციური რისკის დონე. რეგიონში არსებულ საინვესტიციო აქტივობას — სეს-ში საინვესტიციო საქმიანობის რეალურად განვითარებას — ახასიათებს ინვესტიციების ინტენსიურობა. თავის მხრივ, იგი განისაზღვრება წარსული, მიმდინარე და მომავალი საინვესტიციო აქტივობით. წარსული საინვესტიციო აქტივობა ახასიათებს სისტემებში ადრე დაბანდებული ინვესტიციების ინტენსივობას და საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ მათი მომავალი შემოსავლიანობა, საკარაუდო კონკურენტების რაოდენობა და კაპიტალის დაბანდებისთვის ყველაზე უფრო მომგებიანი სფერო. მიმდინარე საინვესტიციო აქტივობა განსაზღვრავს სისტემის ეკონომიკური განვითარების დონეს და შესაძლებლობას გვაძლევს მოვახდინოთ დამატებითი დაბანდებების მოცულობების და ინვესტიციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პროგნოზირება, განვსაზღვროთ ბაზარზე ინვესტორის მიერ მომავალში დაკავებული პოზიცია. მომავალი (მოსალოდნელი) საინვესტიციო აქტივობა ორიენტირია მთელი საინვესტიციო პროცესის დაგეგმვისთვის: დაბანდებათა მომავალი მოცულობების განსაზღვრიდან სეს-ის საინვესტიციო გარემოს მართვამდე — კაპიტალის სასურველი ნაკადის შემოსავლის მიღწევის მიზნით. საინვესტიციო აქტივობის ამ სამივე შემადგენელი კომპონენტის ანალიზი ინფორმაციას აწვდის ინვესტორს სეს-ის ინვესტიციების ბაზარზე კონკურენციის დონის შესახებ, მისი განვითარების ტენდენციებისა და ბაზრის შემცირების ღონისძიებების შესახებ.

საინვესტიციო მიმზიდველობისა და საინვესტიციო აქტივობის ერთობლიობა შეადგენს ქვეყნის, რეგიონის, დარგის, კორპორაციის (საწარმოში არსებულ) საინვესტიციო გარემოს. მაგრამ საჭიროა აგსახოთ უკუკავშირიც, ე.ი. საინვესტიციო გარემოს გავლენა საინვესტიციო აქტივობაზე. მაგალითად, საინვესტიციო გარემოს მიმდინარე მდგომარეობა განსაზღვრავს ინვესტორის აზრსა და მის საქმიანობას მომავალში ინვესტიციების დაბანდებასთან დაკავშირებით. მიმდინარე პერიოდში საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესება სტიმულს აძლევს დაბანდების უფლების მოსაპოვებლად ინვესტორებს შორის გამართული კონკურენციის განვითარებას, აგრეთვე, საქონლისა და მომსახურების ბაზარზე ჩამოყალიბებულ

კონკურენციას, რაც ხელს უწყობს ფასების დაწევას და პროდუქციის ხარისხის ამაღლებას. ამის პარალელურად ხდება საინვესტიციო რესურსების ნაკადის შემოსვლა, რაც არსებული რესურსების უფრო რაციონალურად და ეფექტიანად გადანაწილების შესაძლებლობას უქმნის რეგიონული განვითარების მართვის ორგანოებს. ეს ამცირებს რეგიონულ განვითარებაში შექმნილ დისპროპორციებს, აუმჯობესებს რეგიონში ცხოვრების სოციალურ პირობებს, ხელს უწყობს ინფრასტრუქტურისა და კავშირგაბმულობის განვითარებას, ცელის საინვესტიციო გარემოს მდგომარეობას რეგიონის ეკონომიკის განვითარების მოთხოვნილებებზე დამოკიდებულებით.

ინვესტიციის პროცესში მონაწილე კატეგორიების ურთიერთკავშირი და თანადაქვემდებარება 1.5 ნახაზზე მოცემული სქემის სახითაა წარმოდგენილი.

ინვესტიციის პროცესის თავისებურებათა გათვალისწინებით, მის მართვას საფუძვლად უნდა ედებოდეს არამარტო ადმინისტრაციულ — მარეგულირებელი ზომების გამოყენება, არამედ იმ ეკონომიკური მოდელების გამოყენებაც, რომლებიც ამა თუ იმ ღონისძიებების აუცილებლობას ასაბუთებენ.



ნახ.3.3. ინვესტიციის პროცესის ძირითადი სტრუქტურული ელემენტები და მათი ურთიერთკავშირი

3.3. ინვესტიციის პროცესის შინაარსი და ძირითადი ეტაპები

ამრიგად, ინვესტიციის პროცესი საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების ეტაპების, მოქმედებების და ოპერაციების თანმიმდევრობაა. ამ პროცესის კონკრეტული განხორციელება ინვესტორების ობიექტზეა დამოკიდებული. ამის შესაბამისად, ინვესტიციის პროცესის ეტაპების გამიჯვნაც მნიშვნელოვანწილადაა განპირობებული ინვესტირების სახეებით. საუბარია უპირველეს ყოვლისა, რეალურ და ფინანსურ ინვესტიციებზე.

ინვესტიციის პროცესი ორი ძირითადი ეტაპისაგან შედგება, ეს ეტაპებია:

1. გადაწყვეტილების მიღება ინვესტირების შესახებ და 2. ინვესტიციების განხორციელება და ექსპლუატაცია. მიღებულია პირველი ეტაპის დაყოფა რამდენიმე დამოუკიდებელ ფაზად (ქვეეტაპად), რომლებიც ახასიათებს როგორც რეალურ, ისე ფინანსურ ინვესტიციებს. ამ ფაზების რაოდენობა სხვადასხვა შეიძლება იყოს, მაგრამ ყველაზე უფრო ტიპურია სამი: ა) ინვესტირების მიზნების გამოკვეთა; ბ) ინვესტირების მიმართულების განსაზღვრა და გ) ინვესტირების კონკრეტული ობიექტების შერჩევა.

ინვესტირების მიზნები და მიმართულება

ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების პროცესში სხვადასხვა მიზნებს განსაზღვრავენ და სახავენ. ამოსავალია ფორმალური მიზნები, რომლებსაც შემდეგ ინვესტიციების შერჩევის კრიტერიუმად იყენებენ. ფორმალური მიზნები ინვესტორის სტრატეგიული მიზანდასახულობიდან გამომდინარეობს.

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიმართულებების შემუშავება უკავშირდება როგორც პერსპექტიული პერიოდის კონკრეტულ ეტაპებზე ინვესტირების ამა თუ იმ ფორმის თანაფარდობის განსაზღვრას, ისე საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულების პროფილის განსზღვრასაც მისი დარგობრივი შემადგენელი ნაწილის ჩათვლით. ინვესტორის მიერ ამა თუ იმ ეტაპზე ინვესტირების ფორმების პრიორიტეტულ შერჩევას მთელი რიგი შიდა და გარე ფაქტორები განაპირობებს.

შიდა ფაქტორებიდან უმნიშვნელოვანესია ფუნქციური მიმართულება, ე.ი. ინვესტორის (საწარმოს, ორგანიზაციის) საქმიანობის ძირითადი სახეები. მაგალითად, ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებაა ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება. ეკონომიკის რეალური სექტორის საწარმოები, რომლებიც საწარმოო საქმიანობას ეწევიან, პრიორიტეტს ანიჭებენ, როგორც წესი, მატერიალური და არამატერიალური აქტივების შეძენაში დაბანდებებს.

ფინანსური ინვესტირება ხორციელდება უპირატესად ან სხვა საწარმოების (როგორც კონკურენტების, ისე პარტნიორების) მართვაში მონაწილეობისთვის წილობრივი ფასიანი ქაღალდების შეძენის ფორმით, ან სპეკულაციური მიზნებით თავისუფალი ფულადი სახსრების დროებით განთავსების ფორმით.

სხვა შიდა ფაქტორებიდან ინვესტირების მიმართულებათა შერჩევაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ საოპერაციო საქმიანობის სტრატეგიული მიმართულება, საწარმოს (ორგანიზაციის) სიღიდე, ინვესტორის სიცოცხლის ციკლის სტადია და სხვა.

ეკონომიკის რეალური სექტორის საწარმოებიდან და ორგანიზაციებიდან ფინანსური ინვესტიციების ზრდა, როგორც წესი, ახასიათებს მსხვილ საწარმოებს, რომელთაც ინვესტიციების დაფინანსების წყაროების პოვნის მეტი შესაძლებლობები გააჩნიათ, და იმ საწარმოებს, რომლებიც „სიმწიფის" სტადიაზე იმყოფებიან. აღრეულ სტადიებზე ინვესტირების უფრო გაურცელებული ფორმაა მატერიალურ და არამატერიალურ აქტივებში დაბანდებები.

იმ გარე ფაქტორებს შორის, რომლებიც ინვესტირების ფორმების შერჩევაზე ახდენენ არსებით გავლენას, ყველაზე მნიშვნელოვანია ინფლაციის ტემპები და ფინანსების ბაზარზე ჩამოყალიბებული საპროცენტო განაკვეთი.

ფორმალური მიზნები შეიძლება იყოს სწრაფვა მოგების გადიდების, წარმოების (საქმიანობის) მასშტაბების გაფართოების, ძალაუფლებისა და საზოგადოებაში პრესტიჟის მოპოვებისკენ; ასევე, სოციალურ-ეკოლოგიური ამოცანების გადაჭრა, სამუშაო ადგილების შენარჩუნება ან გადიდება და ა.შ.

ეს მიზნები ხშირად მკაფიოდ არაა განსაზღვრული, კოორდინირებული არაა პრიორიტეტულობის მიხედვით, ან შემოწმებული არაა მათი რეალიზაციის შესაძლებლობის საგანზე. ამიტომ საჭიროა ფორმალური მიზნებიდან გამოვკვეთოთ ინვესტირების რეალური მიზნები კონკრეტული მიზნობრივი მაჩვენებლების დადგენით. მაგალითად, ფორმალური მიზანი – მოგების ზრდა – უნდა დაკონკრეტდეს მთელ რიგ ისეთ მაჩვენებლებად, რომელთათვისაც შესაძლებელი იქნება მათი მიღწევის ხარისხის განსაზღვრა. კერძოდ, ეს შეიძლება იყოს მოგების საშუალო სიდიდე რამდენიმე წლისთვის, ან წმინდა მოგების მაჩვენებელი, ან ის სხვა მაჩვენებლები, რომლებიც ინვესტირებიდან მიღებულ მოგებას ახასიათებენ.

ინვესტირების ფორმალური მიზნები ამარტივებს ინვესტირების მიმართულებათა განსაზღვრის ამოცანების გადაწყვეტას. მათ შორის შეიძლება იყოს როგორც ურთიერთდაკავშირებული ინვესტიციები, ისე დამოუკიდებელი და ალტერნატიული (ურთიერთგამომრიცხავი) ინვესტიციებიც.

ინვესტიციის პროცესის ძირითადი ეტაპები

საინვესტიციო პორტფელის ჩამოყალიბებასთან მიმართებაში, ინვესტიციის პროცესი მნიშვნელოვნად მარტივდება მისი ეტაპების შემცირების ხარჯზე. ამ პრობლემისადმი მიძღვნილ საზღვარგარეთულ ლიტერატურაში მიღებულია ინვესტიციის პროცესის შემდეგი ეტაპების გამოყოფა:

1. საინვესტიციო პოლიტიკის შერჩევა;
2. ინვესტიციების ბაზრის ანალიზი;
3. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის გადასინჯვა;
4. ინვესტირების ეფექტიანობის შეფასება.

პირველ ეტაპზე განსაზღვრავენ ინვესტირების მიზნებსა და მისი რეალიზაციისთვის საჭირო სახსრების მოცულობას, აგრეთვე, რისკისა და შემოსავლიანობის ხარისხს ყოველი ფინანსური ინსტრუმენტისათვის. ეს ეტაპი სრულდება პოტენციური სახის იმ ფინანსური აქტივების შერჩევით, რომლებიც პორტფელში შეიძლება იყოს შეტანილი.

მეორე ეტაპზე აზუსტებენ ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდის საკურსო ღირებულებას მოცემული მომენტისთვის ჩამოყალიბებული საბაზრო კონიუნქტურის საფუძველზე და აგებენ კონკრეტული ფირმის აქციების კურსების დინამიკის პროგნოზს. ამ მიდგომას ტექნიკურ ანალიზს უწოდებენ. მიღებული მონაცემების საფუძველზე ატარებენ ფუნდამენტურ ანალიზს. მისი არსია ყველა იმ ნაღდი ფულადი ნაკადის დაყვანილი ღირებულების გაანალიზება, რომელთა მიღებასაც მომავალში აპირებს ფინანსური აქტივების მფლობელი.

ინვესტიციის პროცესის **მესამე** ეტაპი გულისხმობს ინვესტირებისთვის კონკრეტული აქტივების შერჩევას, აგრეთვე, აქტივებს შორის ოპტიმალური პროპორციების განსაზღვრას საინვესტიციო კაპიტალის ფარგლებში. ამის საფუძველია სელექციურობა, ოპერაციების დროის შერჩევა და რისკის დივერსიფიკაცია მთელი პორტფელის მიხედვით.

მეოთხე ეტაპი მოიცავს მიმდინარე პორტფელის პერიოდულ შეფასებას ინვესტორის მიზნების ცვლილებასთან და ოპტიმალური პორტფელიდან მის გადახრასთან მიმართებით. ამის შემდეგ შესაძლებელია ადრე შეძენილი ფასიანი ქაღალდების ნაწილის გაყიდვა და ახლის ყიდვა.

საბოლოო ეტაპზე ატარებენ ფაქტიური შემოსავლიანობის და რისკის დონის პერიოდულ შეფასებას და მათ შედარებას არსებულ სტანდარტებთან.

ინვესტიციის პროცესის ძირითადი მონაწილეები და მათი ფუნქციები

ინვესტიციის პროცესის ძირითადი მონაწილეების წრეს ეკუთვნის: სახელმწიფო, ხელისუფლების რეგიონული და ადგილობრივი ორგანოები, საწარმოები და ფიზიკური პირები: მათ შეუძლიათ ინვესტიციის პროცესში მონაწილეობა მოთხოვნისა და მიწოდების მხრივ.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციის პროცესში მონაწილეთა წრე მნიშვნელოვნადაა გაფართოებული. გაჩნდა კომერციული ბანკების, საკრედიტო-კომერციული ორგანიზაციების, საინვესტიციო ფონდებისა თუ კომპანიების და სადაზღვევო კომპანიების ქსელი, რომლებიც დამოუკიდებლად იღებენ ინვესტიციურ გადაწყვეტილებებს. და მაინც, ინვესტიციის პროცესში მათ მონაწილეობას განსაზღვრავენ სახელმწიფო და ხელისუფლების რეგიონული და ადგილობრივი ორგანოები, რაც

გამოიხატება საინვესტიციო კონკურსების ჩატარებით, საინვესტიციო პროექტების შერჩევით და დამტკიცებით, პროდუქციის გამოშვების ლიცენზირებით და კვოტირებით, საპროცენტო განაკვეთისა და დაბეგვრის სიდიდის განსაზღვრით. სახელმწიფოს, რეგიონული და ადგილობრივი ხელისუფლების ორგანოების საფინანსო საქმიანობა როგორც მოთხოვნის, ისე მიწოდების მხრივ, არსებით გავლენას ახდენს საფინანსო ინსტიტუტებისა და ფინანსური ბაზრის ქცევაზე.

ფინანსურ ბაზარზე ფულის ძირითადი მიმწოდებელი მოსახლეობაა, რადგან იგი გაცილებით მეტს აძლევს ინვესტიციის პროცესს, ვიდრე იღებს. ცხადია, ამას ვერ ვიტყვით აღმასრულებელი ხელისუფლების ორგანოებსა და საწარმოებზე.

უცხოელი მეცნიერების უ.შარპის, გ.ალექსანდერისა და გ.ბეილის გამოკვლევები გვიჩვენებს, რომ მოლიანობაში სახელმწიფო და საწარმოები ფულადი სახსრების წმინდა მომხმარებლები არიან, ე.ი. მეტ სახსრებს მოიხმარენ, ვიდრე გასცემენ. კერძოდ, მრავალ მსხვილ კომპანიას თავიანთი გრძელვადიანი მიზნების რეალიზაციისათვის უზარმაზარი თანხები სჭირდება ქარხნების ასაშენებლად, მოწყობილობების შესაძენად, ახალი პროდუქტების შესამუშავებლად და ა.შ. გარდა ამისა, ნაღდი ფულის მასის მართვის აქტიური და რთული სტრატეგიის განხორციელებით ისინი ფასიანი ქაღალდების მთავარ მყიდველებად გვევლინებიან. ამგვარი ვითარება იქმნება სახელმწიფოს, ხელისუფლების რეგიონული და ადგილობრივი ორგანოების მხარეზეც, რომელთა საქმიანობა უკავშირდება კაპიტალურ დაბანდებებსა და მიმდინარე ხარჯების უზრუნველყოფას.

აღმასრულებელი ხელისუფლების ორგანოები ფულადი სახსრების უკმარისობას ფსებენ სხვადასხვა ვალდებულებებისა და ობლიგაციების, კომპანიები კი – აქციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით.

საინვესტიციო პროექტის მონაწილეთა შემადგენლობის და შესრულებული ფუნქციების განმსაზღვრელი ფაქტორები

საინვესტიციო პროექტის მონაწილეთა შემადგენლობას და მათ მიერ შესასრულებელ ფუნქციებს შემდეგი ფაქტორები განსაზღვრავს.

- საინვესტიციო პროექტის სპეციფიკა, მისი მასშტაბები, ტექნოლოგიური სირთულე და ა.შ.;
- საინვესტიციო პროექტის მონაწილეთა მიერ ფუნქციების შეთავსება პროექტის რეალიზების დროს;
- დამკვეთის ფინანსური მდგომარეობა, რომელიც ამცირებს ან ადიდებს საფინანსო სტრუქტურების მოზიდვას საინვესტიციო პროექტის რეალიზებაში;
  დამკვეთის უზრუნველყოფა საკუთარი მატერიალური რესურსებით, სამშენებლო მასალებით, ტექნიკით, მოწყობილობათა და ა.შ.;
- საინვესტიციო პროექტის მართვის ტიპის შერჩევით (ტრადიციული თუ პროგრესული).

საინვესტიციო პროექტის ძირითადი მონაწილეები

საინვესტიციო პროექტის ტრადიციული ტიპით მართვისას გამოყოფენ მის შემდეგ ძირითად მონაწილეებს: სპონსორებს, მენარდეს, მოწყობილობის მიმწოდებელს, დაზღვევის კონსულტანტს, იურისკონსულტს, გადასახადებისა და ფინანსების დარგის კონსულტანტებს, კრედიტორებს და სხვა.

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ ისინი.

ფართო გაგებით, სპონსორი არის თავდები, გარანტი; ფიზიკური ან იურიდიული პირი, რომელიც აფინანსებს ეკონომიკურ პროექტსა თუ სოციალურ ღონისძიებათა გატარებას. აგრეთვე, დამკვეთი, მსხვილი პროექტის ორგანიზატორი ან მომწყობი სპონსორი შეიძლება იყოს როგორც კომერციული, ისე არაკომერციული სტრუქტურა.

რაც შეეხება სპონსორს, როგორც ინვესტიციის პროცესის მონაწილეს, იგი შეიძლება ეუწოდოთ დამკვეთს, ორგანიზატორს, რომელიც ერთმანეთთან აკავშირებს პროექტის ყველა მონაწილის საქმიანობას, ეწევა მოლაპარაკებებს, აანალიზებს მომწოდებლების, საფინანსო სტრუქტურების მენარდეთა კომერციულ წინადადებებს, ახორციელებს მარკეტინგულ კვლევებს და ფინანსური პარტნიორის შერჩევას. ცალკეულ შემთხვევაში იგი თავისთავზე იღებს სამშენებლო ინჟინერინგის ისეთი ფუნქციების შესრულებას, როგორიცაა: საინჟინრო-კონსალტინგური მომსახურება, საპროექტო-

საკონსტრუქტორო და ანალიტიკურ-გაანგარიშებითი სამუშაოები, პროექტების ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთების მომზადება, წარმოების ორგანიზაციისა და მართვის, პროდუქციის რეალიზაციის სფეროში რეკომენდაციების შემუშავება. ეს ამცირებს ინვესტიციის პროცესის მონაწილეთა რაოდენობას.

მენარდის, ე.ი სამუშაოთა შემსრულებლის როლს ასრულებენ საპროექტო-სამშენებლო და სამშენებლო ორგანიზაციები ან ინდივიდები. მენარდეს შეუძლია შეკვეთის შესრულებაში ჩართოს სხვა პირები, რომლებიც სუბმოიჯარეები ხდებიან, თვითონ მენარდე კი გენერალური მოიჯარე ხდება. იგი სამშენებლო იჯარის ხელშეკრულების მთავარ შემსრულებლად გვევლინება და მთლიანადაა პასუხისმგებელი დამკვეთის წინაშე სამუშაოთა იმ მთელ კომპლექსის შესრულებაზე, რომელიც ხელშეკრულებითაა დადგენილი.

მოწყობილობის მიმწოდებელი არის ფილიალები, შვილობილი კომპანიები, თუ ის სხვა ფირმები, რომლებსაც ხელი აქვთ მოწერილი მოწყობილობის მიწოდებასა და მომსახურების გაწევაზე. თუკი საწარმო ხელშეკრულებას აფორმებს დამკვეთთან მრავალი ფირმისთვის მასალების, სამშენებლო ტექნიკის და მოწყობილობის კომპლექსურად მიწოდებაზე, მაშინ იგი გენერალური მიმწოდებელი ხდება და მთელ მიწოდებაზე აგებს პასუხს.

დაზღვევის კონსულტანტს იწვევენ დასაზღვევი რისკის გამოსაელენად და სადაზღვევო დაფარვის მეშვეობით პროექტის დაცულობის ხარისხის შესაფასებლად, აგრეთვე, შესაბამისი რეკომენდაციების შესამუშავებლად. იურისკონსულტი ახორციელებს პროექტის გარშემო იურიდიული დოკუმენტაციის მომზადებას, განიხილავს მთლიანად შეთანხმებებსა და კონტრაქტებს.

საგადასახადო საკითხთა დარგის კონსულტანტი აანალიზებს პროექტის სარეალიზაციოდ ქვეყანაში არსებულ საგადასახადო სიტუაციას და ყველა მონაწილის საგადასახადო ვალდებულებებს, ადგენს რეკომენდაციებს გადასახადების მინიმიზაციისათვის.

საფინანსო კონსულტანტი ალტერნატიული ვარიანტების შეჯერების მეშვეობით უზრუნველყოფს ოპტიმალურ საფინანსო, საკრედიტო და საანგარიშსწორებო პირობების შერჩევას პროექტის რეალიზაციისთვის. პროექტში უცხოელი ინვესტორების მოწვევის შემთხვევაში მან იგი უნდა მოიყვანოს არსებულ საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობაში, რაც დიდად ამსუბუქებს პოტენციური ინვესტორებისა და კრედიტორების მდგომარეობას.

კრედიტორები, როგორც ინვესტიციის პროცესის მონაწილეები, ფულს სესხად იძლევიან გარკვეული ვადითა და გარკვეული პირობებით. ამ საფუძველზე მათ უფლება აქვთ კრედიტის დაბრუნება, ან სხვა რაიმე ვალდებულების შესრულება მოსთხოვონ დებიტორს. კრედიტორი შეიძლება იყოს სახელმწიფო, ბანკი, საწარმო, ან ფიზიკური პირი, საინვესტიციო ფონდები და სხვა.

ინვესტიციის პროექტის მართვის ტრადიციულ ფორმას, რომლის დროსაც დამკვეთი თვითონ ახორციელებს მართვის ფუნქციებს, გარკვეული ნაკლოვანებები გააჩნია. ჯერ ერთი, დამკვეთების უმრავლესობა არასაკმარისად კომპეტენტურია პროექტის რეალიზაციასთან დაკავშირებულ ყველა საკითხში. ეს აძლიერებს რისკის დონეს მმართველობითი გადაწყვეტილების მიღებისას, რაც გარდაუვალ დანაკარგებს იწვევს. მეორე, გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ წარმატებით მართვა მოითხოვს ხელმძღვანელის სისტემატურ მონაწილეობას ინვესტიციის პროცესში, ამას კი დამკვეთი ყოველთვის ვერ ახერხებს. მესამე, პროექტის მართვის ამ ფორმას ახასიათებს ფაზებისა და ეტაპების შედარებითი დაქსაქსულობა როგორც დროში, ისე ორგანიზაციულად, რაც დამატებით სიძნელეებს ქმნის მისი ყველა მონაწილის მოქმედებათა შეთანხმებულობის უზრუნველყოფაში.

აღნიშნულ ნაკლოვანებათა დაძლევა ხდება საინვესტიციო პროექტის მართვის პროგრესულ ფორმაზე გადასვლისას. მისი არსი ისაა, რომ საინვესტიციო საქმიანობის ორგანიზაციასა და მართვაში მთავარი ფიგურა ხდება პროექტის მმართველი (მენეჯერი). ეს შესაძლოა იყოს სამშენებლო ან სამშენებლო-საპროექტო ორგანიზაციის საგანგებოდ მომზადებული მაღალკვალიფიციური სპეციალისტი ან გამოცდილი ხელმძღვანელი. იგი ახორციელებს პროექტის საერთო ხელმძღვანელობას, რაშიც შედის ფინანსების მართვა, პერსონალის მართვა და სამშენებლო წარმოების მართვა.

მეოთხე თავი. საინვესტიციო საქმიანობა და ინვესტირების ბრუნვა

4.1 საინვესტიციო საქმიანობა და ინვესტიციების ბრუნვა

საინვესტიციო საქმიანობის ცნება

ტერმინ „საინვესტიციო საქმიანობას" შეგვიძლია მოვცეთ ფართო და ვიწრო განმარტება. ფართო განმარტებით, საინვესტიციო საქმიანობა არის ის საქმიანობა, რომელიც უკავშირდება ინვესტირების ობიექტებში სახსრების დაბანდებას, ინვესტირებას, შემოსავლის და სასარგებლო ეფექტის მიღების მიზნით. ამგვარი განმარტება მოცემულია კანონში კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებულ საინვესტიციო საქმიანობაზე, რომლის შესაბამისადაც საინვესტიციო საქმიანობად მიჩნეულია ინვესტიციების დაბანდება და პრაქტიკულ მოქმედებათა განხორციელება მოგების მიღებისა და (ან) სხვა სასარგებლო ეფექტის მიღწევის მიზნით. ვიწრო განმარტებით, **საინვესტიციო საქმიანობა ანუ სხვაგვარად — საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობა (ინვესტირება) წარმოადგენს საინვესტიციო რესურსების დაბანდებებად გარდასახვის პროცესს.**[1]

ინვესტიციების მოძრაობა ორ ძირითად სტადიას მოიცავს. **პირველი სტადიის — „საინვესტიციო რესურსები - სახსრების დაბანდება"** — შინაარსი საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობაა. მეორე სტადია — „სახსრების დაბანდება — ინვესტირების შედეგი" — გულისხმობს განხორციელებული ხარჯების გამოსყიდვასა და შემოსავლის მიღებას ინვესტიციების გამოყენების შედეგად. იგი ახასიათებს ნებისმიერი სახის ეკონომიკური საქმიანობის ორი აუცილებელი ელემენტის — **დანახარჯებისა და მათი უკუგების — ურთიერთკავშირსა და ურთიერთგანპირობებულობას.**

ეკონომიკური საქმიანობა, ერთი მხრივ, სახსრების დაბანდებას უკავშირდება, ხოლო, მეორეს მხრივ, ამ დაბანდებათა მიზანშე-წონილობას მათი უკუგება განსაზღვრავს. შემოსავლის (ეფექტის) მიუღებლად არ არსებობს საინვესტიციო საქმიანობის მოტივაცია. საინვესტიციო რესურსების დაბანდებას აუცილებელი ღირებულების მომატების მიზნით ახორციელებენ. ამიტომ, **საინვესტიციო საქმიანობა მთლიანობაში შეგვიძლია განვმარტოთ როგორც რესურსების დაბანდებისა და მომავალში შემოსავლების მიღების პროცესების ერთიანობა.**

ეკონომიკის რეალურ სექტორში წარმოების ორგანიზების მიზნით კაპიტალურ ღირებულებათა დაბანდების დროს ინვესტიციების მოძრაობა დანახარჯების გამოსყიდვის სტადიაზე ხორციელდება, საწარმოო ფონდების ინდივიდუალური წრებრუნვის, ღირებულების ფორმების თანამიმდევრულად ცვლის ფორმით. ამ მოძრაობის პროცესში იქმნება მზა პროდუქცია, იგი თავის თავში მოიცავს კაპიტალური ღირებულების იმ ნამატს, რომლის რეალიზაციის შედეგადაც იქმნება შემოსავალი.

საინვესტიციო საქმიანობა შეურნე სუბიექტის სახსრების ინდივიდუალური წრებრუნვის პირობაა. წარმოების სფეროში საქმიანობა, თავის მხრივ, ახალ ინვესტიციებს უქმნის წინამძღვრებს. ამ თვალსაზრისით, ნებისმიერი სახის სამეწარმეო საქმიანობა მოიცავს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესებს. ისინი მოყვანათა ზედაპირზე ისე გამოდიან, როგორც შედარებით განკერძოებული სფეროები, მაგრამ ამის მიუხედავად ერთიანი ეკონომიკური პროცესის უმნიშვნელოვანესი ურთიერთდაკავშირებული შემადგენელი ნაწილები არიან.

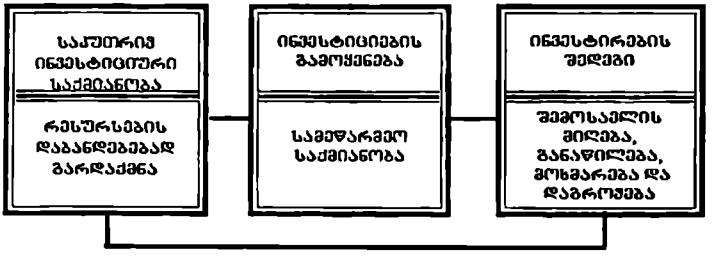
საინვესტიციო ციკლი

ინვესტიციების მოძრაობა, რომლის განმავლობაშიც ისინი თანმიმდევრობით გადიან კლასწარმოების ყველა ფაზას საინვესტიციო რესურსების მობილიზების მომენტიდან შემოსავლის (ეფექტის) მიღებამდე და დაბანდებული სახსრების ანაზღაურებამდე, გვევლინება როგორც ინვესტიციების წრებრუნვა და საინვესტიციო ციკლს შეადგენს.[2] ეს მოძრაობა მუდმივად განმეორებადი ხასიათისაა, რადგანაც სამეწარმეო საქმიანობის პროცესში საინვესტიციო რესურსების დაბანდების შედეგად მიღებული შემოსავალი ყოველთვის იყოფა მოხმარებად და დაგროვებად, რომელიც მომდევნო საინვესტიციო

[1] Игонина Л.Л. Инвестиции. М.: Экономисть. 2004. გვ.26.

[2] იქვე.

ციკლის საფუძველს შეადგენს. წრებრუნვათა ერთობლიობა ინვესტიციების ბრუნვაა. იგი ყველაზე ზოგადი სახით ნახ.5.1-ზეა წარმოდგენილი.



ნახ..4.1 ინვესტიციების ბრუნვა

ინვესტიციების ანალიზი უნდა ხორციელდებოდეს მხოლოდ კელაეწარმოებითი მიდგომის საფუძველზე, რაც გულისხმობს მათ განხილვას დინამიკაში და არა მათი მოძრაობის ცალკეული სტადიების გამოცალკევებისა და კვლევის ობიექტად ფიქსაციის საფუძველზე.

სტრუქტურული ანალიზის პოზიციებიდან, ინვესტიციები, როგორც კვლევის ობიექტი შეგვიძლია განვიხილოთ შემდეგი ძირითადი ელემენტების: **სუბიექტების, ობიექტებისა და საკუთრივ ეკონომიკური ურთიერთობების ერთიანობად.**

ინვესტიციების სუბიექტები

„ინვესტიციის“ ცნება მჭიდროდ უკავშირდება შემდეგ პრინციპულ ცნებებს:

- საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტი;
- საინვესტიციო საქმიანობა;
- ინვესტირების ობიექტი.

ეს ცნებები ნათელს ჰფენენ საბაზრო პირობებში საინვესტიციო საქმიანობის სპეციფიკისა და თავისებურებებს. **საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებად გვევლინებიან, ერთის მხრივ, თავისუფალი საინვესტიციო რესურსების მქონე მონაწილეები (ინვესტორები), ხოლო, მეორეს მხრივ, ის საწარმოები და ორგანიზაციები, რომლებსაც საინვესტიციო რესურსებზე აქვთ მოთხოვნილება.** საინვესტიციო საქმიანობის მესამე მხარეა ის შუამავლები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საინვესტიციო ინსტიტუტების ურთიერთმოქმედებას საინვესტიციო რესურსების მომხმარებლებთან.

საინვესტიციო საქმიანობაში მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავთ ინვესტორებს ესაა ის იურიდიული, თუ ფიზიკური პირები, რომლებიც იღებენ გადაწყვეტილებას და ახორციელებენ საკუთარი და სხვა მოზიდული ქონებრივი, ან ინტელექტუალური სახსრების დაბანდებას საინვესტიციო პროექტში, აგრეთვე, უზრუნველყოფენ მათ მიზნობრივად გამოყენებას.

საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სუბიექტები არიან **ინვესტორების ობიექტებით მოსარგებლეები.** ინვესტორების დამახასიათებელი თავისებურებაა არსებული სახსრების დაუყოვნებლივ მოხმარებაზე უარის თქმა მომავალში ახალ, უფრო მაღალ დონეზე საკუთარ მოთხოვნილებათა დაკმაყოფილების სასარგებლოდ.

წარმოების განვითარების ადრეული ეტაპებისთვის, როდესაც ინვესტირება ემთხვეოდა დაგროვების პროცესს, დამახასიათებელი იყო, ძირითადად, ინდივიდუალური ინვესტირება. ინდუსტრიული საზოგადოების ჩამოყალიბების კვალობაზე ინვესტირება თანდათანობით ჩამოსცილდა დაგროვებას. საბაზრო ეკონომიკაში ინვესტიციებს იყენებს და კაპიტალს მოიხმარს, როგორც წესი, საქმიანი ფირმების წრე, მაშინ, როდესაც დანაზოგისა და კაპიტალის მიწოდების ფუნქციები შინამეურნეობათა სექტორზეა მიმაგრებული; ინვესტირებას სპეციალური დაწესებულებები ეწევიან.

კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული საინვესტიციო საქმიანობის შესახებ კანონის

შესაბამისად, საინვესტიციო საქმიანობის მონაწილეები არიან ინვესტორები, შემკვეთები, მენარდეები, საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებით მოსარგებლეები და სხვა პირები. კანონმდებლობის მიხედვით, ეს შეიძლება იყვნენ მეურნე სუბიექტები, საბანკო და არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები, საშუამავლო ორგანიზაციები, საინვესტიციო კომპანიები, ბირჟები, ქვეყნის მოქალაქეები, უცხოეთის იურიდიული და ფიზიკური პირები, სახელმწიფოები და საერთაშორისო ორგანიზაციები.

ინვესტორები შეიძლება იყვნენ აგრეთვე მეანაბრეები, მყიდველები, შემკვეთები, კრედიტორები და საინვესტიციო საქმიანობის სხვა მონაწილეები.

საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებით მოსარგებლეები არიან იურიდიული და ფიზიკური პირები, სახელმწიფო და მუნიციპალური სახელისუფლებო ორგანოები, უცხოეთის სახელმწიფოები, ის საერთაშორისო გაერთიანებები და ორგანიზაციები, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებს იყენებენ.

იშვიათ შემთხვევაში საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები ერთსა და იმავე დროს შეიძლება იყვნენ ინვესტორებისა და საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტების როლში, აგრეთვე შეითავსონ ამ საქმიანობის სხვა მონაწილეების ფუნქციებიც. თუკი ინვესტორი და საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებით მოსარგებლე სხვადასხვა სუბიექტებია, მაშინ მათ შორის ურთიერთობები ფორმდება ინვესტირების შესახებ ხელშეკრულებით. სახელშეკრულებო (საკონტრაქტო) საფუძველზე ინვესტორებს შეუძლიათ მოიზიდონ ინვესტიციების განსახორციელებლად აუცილებელი იურიდიული და ფიზიკური პირები. ინვესტორები დამოუკიდებლად ირჩევენ ინვესტიციების ობიექტებს, განსაზღვრავენ ინვესტიციების მიმართულებებს, მოცულობებსა და ეფექტიანობას, აკონტროლებენ მათ მიზნობრივად გამოყენებას. ისინი საინვესტიციო რესურსების მესაკუთრეები არიან და უფლება აქვთ ფლობდნენ, განკარგავდნენ და იყენებდნენ საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებსა და შედეგებს, ახორციელებდნენ რეინვესტირებას.

ინვესტიციების ობიექტები

ობიექტის მხრიდან განხილულ ინვესტიციებს ორმაგი ხასიათი აქვთ. **ერთის მხრივ, ისინი საინვესტიციო რესურსებია და ასახავენ მოხმარებისთვის გამოუყენებელი შემოსავლის სიდიდეს; მეორეს მხრივ, ინვესტიციები სამეწარმეო ან სხვა საქმიანობის ობიექტებში გაწეული დაბანდებებია (დანახარჯებია), რომლებიც განსაზღვრავენ კაპიტალური ქონების ღირებულების მატებას.**

რესურსების, ე.ი. სამეწარმეო და სხვაგვარი საქმიანობის ობიექტებში დაბანდებული ქონებრივი და ინტელექტუალური ფასეულობების შემადგენლობაში შეგვიძლია გამოვყოთ ინვესტიციების შემდეგი ჯგუფები:

- ფულადი სახსრები და ფინანსური ინსტრუმენტები (მიზნობრივი საბანკო ანაბრები, პაიები, აქციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები);
  მატერიალური ფასეულობები (შენობები, ნაგებობები, მოწყობილობა და სხვა უძრავი და მოძრავი ქონება);
  ფულადი შეფასების მქონე ქონებრივი, ინტელექტუალური და სხვა უფლებები (არამატერიალური არქტივები).

აქედან გამომდინარეობს, რომ **რესურსების ასპექტით** განხილ;ული ინვესტიციები შეიძლება არსებობდეს ფულადი და მატერიალური ფორმით, აგრეთვე, ქონებრივი უფლებებისა და სხვა ფასეულობების ფორმით. ამავე დროს, იმ ფორმისგან დამოუკიდებლად, რომელსაც საინვესტიციო რესურსები იღებენ, ისინი ერთიანია თავიანთი ეკონომიკური არსით და წარმოადგენს დაგროვების მიზნით აკუმულირებულ შემოსავალს.

დანახარჯების თვალსაზრისით, ინვესტიციები ახასიათებენ დაბანდებათა მიმართულებებს და საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებად გვევლინებიან. ისინი მოიცავენ:

- ძირითად და საბრუნავ კაპიტალს;
- ფასიან ქაღალდებსა და მიზნობრივ ფულად ანაბრებს;
- არამატერიალურ აქტივებს.

კალკულირების პროცესში ხორციელდება ინვესტიციების ობიექტის მუდმივი ტრანსფორმაცია, რაც მის ორმაგ ბუნების ასახავს: რესურსები გარდაიქმნება დაბანდებებად, დაბანდებათა გამოყენების შედეგად ყალიბდება შემოსავალი, რომელიც მომდევნო ციკლის საინვესტიციო რესურსების წყაროა და ა.შ.

4.2 ინვესტიციების მოძრაობასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ურთიერთობები

საინვესტიციო საქმიანობის მონაწილენი

ინვესტიციების მოძრაობა გულისხმობს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების ურთიერთობას, ინვესტიციების რეალიზაციით განპირობებულ ეკონომიკურ ურთიერთობებს. ინვესტიციური პროცესის განსახორციელებლად აუცილებელია, სულ მცირე, ორი მხარის ურთიერთქმედება: **პროექტის ინიციატორისა და პროექტის დამფინანსებელი ინვესტორის.** გარდა ამ მხარეებისა, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საინვესტიციო საქმიანობაში სხვა სუბიექტებიც შეიძლება მონაწილეობდნენ.

ინვესტიციების რეალიზება, სხვა თანაბარ პირობებში, შესაძლებელი ხდება საინვესტიციო პროცესის მონაწილეთა ეკონომიკური ინტერესების დამთხვევის შემთხვევაში. ამიტომ, ხსენებული ურთიერთობები გამოდის როგორც იმ ეკონომიკური კავშირების ერთობლიობა, რომლებსაც გარკვეული თავისებურებები ახასიათებს. ისინი გამოხატავენ კალაწარმოების სუბიექტების ურთიერთობებს, რომლებსაც იურიდიული და ეკონომიკური დამოუკიდებულობა აქვთ და ურთიერთდაინტერესებას აყალენენ ინვესტიციების განხორციელებაში.

როგორც პირველ თავში აღნიშნეთ, **ეკონომიკის ყველა სტრუქტურულ დონეზე ინვესტიციების სხვადასხვა ფორმით განხორციელების დროს წარმოქმნილი კავშირებისა და ურთიერთობების მთელი ერთობლიობა აყალიბებს საინვესტიციო სფეროს ცნების ეკონომიკურ შინაარს.** საინვესტიციო სფერო ეკონომიკური სისტემის წამყვანი ელემენტია. მის მნიშვნელობას განსაზღვრავს ის, რომ სწორედ აქ ყალიბდება ეკონომიკის უმნიშვნელოვანესი პროპორციები: დაგროვებისა და მოხმარების შორის, დაგროვებასა და ინვესტირების შორის, ინვესტირებასა და კაპიტალურ ღირებულებათა მატების შორის, დაბანდებებსა და მათ უკუგებას შორის, ასევე, ამ სფეროში ფორმირდება დარგთაშორისი სტრუქტურა.

ინვესტიციების როლი ეკონომიკაში

ინვესტიციები არსებით როლს თამაშობენ ეკონომიკის ფუნქციონირებასა და განვითარებაში. ინვესტიციების რაოდენობრივ თანაფარდობებში მომხდარი ცვლილებები გავლენას ახდენს საზოგადოებრივი წარმოების მოცულობასა და დასაქმებაზე, ეკონომიკაში სტრუქტურულ ძვრებზე, მეურნეობის დარგებისა და სფეროების განვითარებაზე.

ინვესტიციები უზრუნველყოფენ საწარმოების ფონდებისა და საწარმოო პოტენციალის დაგროვებას, რითაც უშუალოდ მოქმედებენ სამეურნეო საქმიანობის მიმდინარე და პერსპექტიულ შედეგებზე. ამ დროის ინვესტირება უნდა ხორციელებდეს ეფექტიანი ფორმებით, რადგან წარმოების მორალურად მოძველებულ საშუალებებსა და ტექნოლოგიებში სახსრების დაბანდებას არ ექნება დადებითი ეკონომიური ეფექტი. ინვესტიციების არარაციონალურად გამოყენება იწვევს სახსრების გაყინვას და ამით ამცირებს წარმოებული პროდუქციის მოცულობებს. ამგვარად, ინვესტიციების ეფექტიანად გამოყენებას დიდი მნიშვნელობა აქვს ეკონომიკისთვის: **ინვესტირების მასშტაბების მატება მისი ეფექტიანობის გარკვეული დონის მიუღწეველად ვერ უზრუნველყოფს სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას.**

ინვესტიციები გარკვეულ დამოკიდებულებაშია ეკონომიკური ზრდის ფაქტორთან, რის გამოსავლენადაც წინასწარ უნდა განვსაზღვროთ მთლიანი და წმინდა ინვესტიციების ცნებები.

მთლიანი და წმინდა ინვესტიციები

მთლიანი ინვესტიციები იმ ინვესტიციების საერთო მოცულობაა, რომლებიც ხმარდება წარმოების საშუალებების შეძენას, ახალ მშენებლობას, სასაქონლო-მატერიალური მარაგების ზრდას გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. წმინდა ინვესტიციები ასახავს მთლიანი ინვესტიციების იმ მოცულობას, რომელიც საამორტიზაციო ანარიცხების სიდიდითაა შემცირებული.

წმინდა ინვესტიციების მაჩვენებლის დინამიკა ეკონომიკის მდგომარეობის ინდიკატორია: წმინდა ინვესტიციების სიდიდე (მათი გამოყენების ეფექტიანობის მოცემული დონის პირობებში) გვიჩვენებს,

თუ განვითარების რომელ ფაზაში იმყოფება ქვეყნის ეკონომიკა.

თუ მთლიანი ინვესტიციების მოცულობა აჭარბებს საამორტიზაციო ანარიცხების მოცულობას და. წმინდა ინვესტიციები დადებითი სიდიდეა, მაშინ, საწარმოო პოტენციალის მატება უზრუნველყოფს გაფართოებულ კლაეწარმოებას, ეკონომიკა იმყოფება აღმავლობის სტადიაში საქმიანი აქტიურობა მატულობს.

მთლიანი ინვესტიციებისა და საამორტიზაციო ანარიცხების ტოლობის შემთხვევაში, ე.ი. როცა წმინდა ინვესტიციები ნულის ტოლია, ეკონომიკაში ამ პერიოდში შემოდის საინვესტიციო სახსრების იმდენივე რაოდენობა, რამდენიც მოიხმარება. საზოგადოებრივი პროდუქტის კლაეწარმოება მარტივია (ღირებულების მიხედვით), რასაც ახასიათებს ეკონომიკური ზრდის უქონლობა.

თუკი მთლიანი ინვესტიციების სიდიდე ნაკლებია საამორტიზაციო ანარიცხების სიდიდეზე, მაშინ, წმინდა ინვესტიციების მაჩვენებელი უარყოფითი სიდიდეა. ინვესტიციების კლება ამცირებს საწარმოო პოტენციალს და შედეგად იწვევს ეკონომიკის დაცემას.

წმინდა ინვესტიციების მოცულობის ცვლილება განაპირობებს შემოსავლების შეცვლას, რაც იმავე მიმართულებით ხდება, ოღონდ უფრო მეტი ხარისხით, ვიდრე ინვესტიციურ ხარჯებში მომხდარი საწყისი ძერებია. ეს ეფექტი იქიდან მომდინარეობს, რომ ეკონომიკაში გასაღებისა და შემოსავლების ნაკადების განმეორებადი ხასიათის პირობებში ერთი სუბიექტის დანახარჯები მეორის შემოსავლებად გვევლინება, ხოლო, შემოსავლის ყოველი ცვლილება მოხმარებასა და დაზოგვას შორის გარკვეული თანაფარდობისას მის ფარგლებში იწვევს მოხმარებისა და დაზოგვის შესაბამის ცვლილებას. ასე, რომ ინვესტიციების სიდიდის თავდაპირველი რყევები შემოსავლის მრავალჯერად ცვლილებას იწვევს, თუმცა, ყოველ მომდევნო ციკლში ეს ცვლილება კლებულობს (მულტიპლიკატორის ეფექტი, რომელიც **ჯ.მ. კეინზს** აქვს აღწერილი).

ამგვარად, ინვესტიციების გადიდება იწვევს წარმოებისა და შემოსავლის მოცულობის დონის მატებას. გამოყენების სტადიაზე შემოსავალი იშლება მოხმარებულ და დაზოგილ ნაწილებად, ამ დროს მისი ის ნაწილი, რომელიც მოხმარებას (მაგალითად, საქონლის ყიდვას) ხმარდება, მწარმოებლების შემოსავლის წყარო ხდება. მიღებული შემოსავალი თავის მხრივ, მოხმარებად და დაზოგვად იშლება და ა.შ. საბოლოო ჯამში, ინვესტიციების თავდაპირველი ზრდა შემოსავლის მრავალჯერად გადიდებას იწვევს.

აღსანიშნავია, რომ მულტიპლიკატორის ეფექტი საპირისპირო მიმართულებითაც მოქმედებს. ინვესტიციური ხარჯების უმნიშვნელოდ შემცირების დროს შესაძლოა მოხდეს შემოსავლების არსებითად შეკვეცა. ამიტომ, ეკონომიკის სტაბილურად და დაბალანსებულად ფუნქციონირებისთვის უზრუნველყოფილი უნდა იქნას მულტიპლიკატორის კოეფიციენტის გარკვეული მნიშვნელობა, შეიქმნას საინვესტიციო პროცესის შეუფერხებლად განხორციელების პირობები.

4.3. საწარმოს ინვესტიციების კლასიფიკაცია

საწარმოები მრავალგვარ ინვესტიციას ახორციელებენ. ეკონომიკურ თეორიასა და საწარმოთა საინვესტიციო პროცესთან დაკავშირებულ სამეურნეო პრაქტიკაში ასზე მეტ ტერმინს ხმარობენ ინვესტიციების სახეების დასახასიათებლად. ამიტომ საწარმოს ინვესტიციების ეფექტიანად და მიზანმიმართულად მართვის უზრუნველსაყოფად პირველ რიგში საჭიროა მათი ტერმინოლოგიის სისტემატიზირება.

ინვესტიციების სისტემატიზაცია ძირითადი საკლასიფიკაციო ნიშნების მიხედვით.

საწარმოს ინვესტიციების სისტემატიზაციას აქ განვიხილავთ მხოლოდ იმ ძირითადი საკლასიფიკაციო ნიშნების მიხედვით, რომლებიც მთელ მათ საერთო ერთობლიობას ახასიათებს (ცალკეული სახის ინვესტიციების შიდა კლასიფიკაციისგან განსხვავებით). ეს ძირითადი ნიშნებია:

1. კაპიტალის დაბანდების ობიექტი;
2. საინვესტიციო პროცესში მონაწილეობის ხასიათი;
3. კვლაგწარმოებითი მიმართულება;
4. შემოსავალზე დამოკიდებულების დონე;
5. ინვესტორ საწარმოსთან დამოკიდებულება;
6. განხორციელების პერიოდი;
7. განხორციელების თავსებადობა;
8. შემოსავლიანობის დონე;
9. ინვესტიციური რისკის დონე;
10. ლიკვიდობის დონე;
11. ინვესტირებული კაპიტალის საკუთრების ფორმები;
12. კაპიტალის გამოყენების ხასიათი;
13. კაპიტალის მოზიდვის რეგიონალური წყაროები;
14. ინვესტირებული კაპიტალის რეგიონალური ინვესტირება;
15. საქმიანობის დარგები და სფეროები.

შემოთავაზებული საკლასიფიკაციო ნიშნების ჭრილში საწარმოს ინვესტიციების კლასიფიკაცია 4.1 ნახაზზეა მოყვანილი.

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ საწარმოს ცალკეული სახის ინვესტიციები ძირითადი ნიშნების მიხედვით მოყვანილი მათი კლასიფიკაციის შესაბამისად.

ინვესტიციები კაპიტალის დაბანდების ობიექტების მიხედვით

კაპიტალის დაბანდების ობიექტების მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ საწარმოს რეალურ, ფინანსურ და ინტელექტუალურ ფასეულობაში დაბანდებულ ინვესტიციებს.

რეალური (ანუ კაპიტალწარმომქმნელი) ინვესტიციები ახასიათებენ კაპიტალის დაბანდებას ძირითადი საშუალებების კვლაგწარმოებაში, ინოვაციურ არამატერიალურ აქტივებში (ინოვაციური ინვესტიციები), სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობების გადიდებასა და ინვესტირების იმ სხვა ობიექტებში, რომლებიც უკავშირდება საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის განხორციელებას, ან პერსონალის შრომისა და ყოფის პირობების გაუმჯობესებას.

ფინანსური ინვესტიციები ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას ინვესტირების ნაირგვარ ფინანსურ ინსტრუმენტებში, უმთავრესად ფასიან ქაღალდებში, რისი მიზანიცაა შემოსავლის მიღება.

ინვესტიციებს აღნიშნულ სამივე სფეროში ცალკე თავად განვიხილავთ.

ინვესტიციები საინვესტიციო პროცესში მონაწილეობის მიხედვით

საინვესტიციო პროცესში მონაწილეობის მიხედვით გამოყოფენ **პირდაპირ** და **არაპირდაპირ** ინვესტიციებს.

პირდაპირი ინვესტიციები გულისხმობს ინვესტორის პირდაპირ მონაწილეობას ინვესტირებისა და კაპიტალის დაბანდების ობიექტების შერჩევაში. პირდაპირ ინვესტიციებს, ჩვეულებრივ, ახორციელებენ სხვა საწარმოების საწესდებო ფონდებში კაპიტალის უშუალოდ დაბანდების გზით. ამას ძირითადად აკეთებენ ის მომზადებული ინვესტორები, რომლებსაც საკმაოდ ზუსტი ინფორმაცია აქვთ ინვესტიციების ობიექტის შესახებ და კარგად იცნობენ ინვესტირების მექანიზმებს.

არაპირდაპირი ინვესტიციები ახასიათებს ინვესტორის კაპიტალის დაბანდებას სხვა პირების (საფინანსო შუამავლების) მეშვეობით.

ინვესტიციები კვლაგწარმოებითი მიმართულების მიხედვით

კვლაგწარმოებითი მიმართულების მიხედვით გამოყოფენ **მთლიან, სარეინვესტიციო და წმინდა ინვესტიციებს.**

მთლიანი ინვესტიციები ახასიათებს გარკვეულ პერიოდში ძირითადი საშუალებებისა და არამატერიალური აქტივების კვლაგწარმოებაში ინვესტირებული კაპიტალის საერთო მოცულობას. ეკონომიკურ თეორიაში მთლიანი ინვესტიციების ცნება, როგორც წესი, უკავშირდება კაპიტალის დაბანდებას ეკონომიკის რეალურ სექტორში. საწარმოს დონეზე ამ ტერმინით ხშირად გამოხატავენ ამა

თუ იმ პერიოდში ინვესტირებული კაპიტალის მთელ მოცულობას.

სარენოვაციო ინვესტიციები ახასიათებს ძირითადი საშუალებებისა და ამორტიზირებული არამატერიალური აქტივების მარტივ კვლავწარმოებაში ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობას. რაოდენობრივი გამოხატულებით სარენოვაციო ინვესტიციებს, ჩვეულებრივ, უტოლებენ გარკვეულ პერიოდში შესრულებული საამორტიზაციო ანარიცხების თანხას.

წმინდა ინვესტიციები ახასიათებს ძირითადი საშუალებებისა და არამატერიალური აქტივების გაფართოებულ კვლავწარმოებაში ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობას. ეკონომიკურ თეორიაში ამ ტერმინით ხშირად გამოხატავენ წმინდა კაპიტალწარმოქმნას ეკონომიკის რეალურ სექტორში. რაოდენობრივი გამოხატულებით წმინდა ინვესტიციები წარმოადგენს გარკვეულ პერიოდში მთლიანი ინვესტიციებას იმ თანხას, რომელიც საამორტიზაციო ანარიცხების თანხითაა შემცირებული საწარმოს ქვეყნის სახის ამორტიზირებული კაპიტალური აქტივების მიხედვით.

ინვესტიციები შემოსავლებზე დამოკიდებულების ღონის მიხედვით

შემოსავლებზე დამოკიდებულების ღონის მიხედვით განასხვავებენ წარმოებულ და ეკონომიკურ ინვესტიციებს.

წარმოებული ინვესტიციები პირდაპირ კორელაციაშია წმინდა შემოსავლის (მოგების) მოცულობის ღინამიკასთან მოხმარებასა და დაზოგვაზე მისი განაწილების მექანიზმის მეშვეობით.

ავტონომიური ინვესტიციები ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას იმ ფაქტორების ინიცირებით, რომლებიც არ უკავშირდება წმინდა შემოსავლის (მოგების) ფორმირებასა და განაწილებას (მაგ. ტექნოლოგიური პროგრესი, ბუნებადაცვითი ღონისძიებები და სხვა).

ინვესტიციები საწარმოს მიმართ ინვესტორის დამოკიდებულების მიხედვით

საწარმოს მიმართ ინვესტორის დამოკიდებულების მიხედვით გამოყოფენ შიდა და გარე ინვესტიციებს.

შიდა ინვესტიციები ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას თვით ინვესტორი საწარმოს ოპერატიული აქტივების განვითარებაში.

გარე ინვესტიციები წარმოადგენს კაპიტალის დაბანდებას სხვა საწარმოების რეალურ აქტივებში, ან სხვა მეურნე სუბიექტების მიერ ემიტირებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებში.

ინვესტიციები განხორციელების პერიოდის მიხედვით

განხორციელების პერიოდის მიხედვით გამოყოფენ საწარმოს მოკლევადიან და გრძელვადიან ინვესტიციებს.

მოკლევადიანი ინვესტიციები ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას ერთ წლამდე პერიოდით. საწარმოს მოკლევადიანი ინვესტიციების საფუძველია მისი მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები. გრძელვადიანი ინვესტიციები ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას ერთ წელზე მეტი პერიოდით. საწარმოს გრძელვადიანი ინვესტიციების ძირითადი ფორმაა მისი კაპიტალური დაბანდებები ძირითად საშუალებების კვლავწარმოებაში.

ინვესტიციები განხორციელების თავსებადობის მიხედვით

განხორციელების თავსებადობის მიხედვით განასხვავებენ დამოუკიდებელ, ურთიერთდამოკიდებულ და ურთიერთგამომრიცხავ ინვესტიციებს.

დამოკიდებული ინვესტიციები ახასიათებენ კაპიტალის დაბანდებას ისეთ ობიექტებში (ინვესტიციური პროექტები, ფინანსური ინსტრუმენტები), რომლებიც საწარმოს მთლიან საინვესტიციო პროგრამაში (საინვესტიციო პორტფელში) შესაძლებელია რეალიზებულ იქნეს როგორც ავტონომიური (ინვესტიციების სხვა ობიექტებზე დამოკიდებული და მათი ვერგამომრიცხავი) ობიექტები.

ურთიერთდამოკიდებული ინვესტიციები ახასიათებენ კაპიტალის დაბანდებას ინვესტიციების ისეთ ობიექტებში, რომელთა რეალიზაციის რიგითობა, ან შემდგომი ექსპლუატაცია დამოკიდებულია ინვესტიციების სხვა ობიექტებზე და მხოლოდ მათთან ერთ კომპლექსში შეიძლება განხორციელდეს.

ურთიერთგამომრიცხავი ინვესტიციები, როგორც წესი, ანალოგიური ხასიათისაა მათი განხორციელების მიზნების, ტექნოლოგიის ხასიათის, პროდუქციის ნომენკლატურისა და სხვა ძირითადი პარამეტრების მიხედვით და ალტერნატიულ შეჩვევას მოითხოვს.

ინვესტიციები შემოსავლიანობის დონის მიხედვით

შემოსავლიანობის დონის მიხედვით შემდეგი სახის ინვესტიციებს გამოყოფენ:

მაღალშემოსავლიანი ინვესტიციები. ისინი ახასიათებენ კაპიტალის დაბანდებას ისეთ ინვესტიციურ პროექტებში ან ფინანსურ ინსტრუმენტებში, რომელთა წმინდა ინვესტიციური მოგების მოსალოდნელი დონე არსებითად აჭარბებს ინვესტიციების ბაზარზე არსებულ მოგების ნორმას.

საშუალოშემოსავლიანი ინვესტიციები. ამ ჯგუფის ინვესტიციური პროექტებისა და ფინანსური ინსტრუმენტების წმინდა ინვესტიციური მოგების მოსალოდნელი დონე დაახლოებით შეესაბამება ინვესტიციების ბაზარზე ჩამოყალიბებულ ინვესტიციურ მოგების საშუალო დონეს.

დაბალშემოსავლიანი ინვესტიციების ჯგუფის ობიექტების წმინდა ინვესტიციური მოგების მოსალოდნელი დონე, ჩვეულებრივ, მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ამ მოგების საშუალო ნორმას.

უშემოსავლო ინვესტიციები არის ინვესტიციების ობიექტების ის ჯგუფი, რომელთა შერჩევასა და განხორციელებას ინვესტორი არ უკავშირებს ინვესტიციური მოგების მიღებას. მათი მიზანია, როგორც წესი, სოციალური, ეკოლოგიური და სხვა სახის არაეკონომიკური ეფექტის მიღება.

ინვესტიციები რისკის დონის მიხედვით

ინვესტიციების რისკის დონის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ინვესტიციებს:

ურისკო ინვესტიციები. ეს გულისხმობს სახსრების დაბანდებას ინვესტირების ისეთ ობიექტებში, რომლებსაც არა აქვთ კაპიტალის ან მოსალოდნელი შემოსავლის დაკარგვის რეალური რისკი და მათთვის პრაქტიკულად გარანტირებულია წმინდა ინვესტიციური მოგების საანგარიშო რეალური თანხის მიღება.

დაბალრისკიანი ინვესტიციები. ისინი ახასიათებს კაპიტალის დაბანდებას ინვესტიციების იმ ობიექტებში, რომელთა რისკი მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ბაზრის საშუალო რისკს.

საშუალორისკიანი ინვესტიციები. ინვესტიციების ამ ჯგუფს ობიექტების რისკის დონე დაახლოებით შეესაბამება ბაზრის საშუალო რისკს.

მაღალრისკიანი ინვესტიციები. ინვესტიციების ამ ჯგუფის ობიექტებზე რისკის დონე, ჩვეულებრივ, არსებითად აჭარბებს ბაზარზე არსებულ საშუალო დონეს. ამ ჯგუფში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს ე.წ. სპეკულაციურ ინვესტიციებს, რომლებსაც ახასიათებს კაპიტალის დაბანდება ინვესტიციების ყველაზე უფრო სარისკო პროექტებსა და ინსტრუმენტებში და რომლებიდანაც უმაღლესი დონის ინვესტიციურ მოგებას მოელიან.

ინვესტიციები ლიკვიდობის დონის მიხედვით

ინვესტიციების ლიკვიდობის დონის მიხედვით საწარმოს ინვესტიციებს შემდეგ ძირითად სახეებად ყოფენ:

მაღალლიკვიდური ინვესტიციები. მათ ეკუთვნის საწარმოს ინვესტირების ისეთი ობიექტები (ინსტრუმენტები), რომლებიც სწრაფად შეიძლება გარდაისახოს ფულად ფორმად (როგორც წესი, ერთ თვემდე ვადაში) თავიანთ მიმდინარე საბაზრო ღირებულებების საგრძნობლად დაკარგვის გარეშე. საწარმოს მაღალლიკვიდური ინვესტიციების ძირითადი სახეა **მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები.**

საშუალოლიკვიდური ინვესტიციები. ისინი ახასიათებენ საწარმოს ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) იმ ჯგუფს, რომელთაც თავიანთი საბაზრო ღირებულების საგრძნობლად დაკარგვის გარეშე ფულად კონვერსირება ერთიდან ექვს თვემდე ვადაში შეუძლიათ.

დაბალლიკვიდირებული ინვესტიციები. მათ ეკუთვნის საწარმოს ინვესტიციების ის ობიექტები (ინსტრუმენტები), რომელთაც თავიანთი საბაზრო ღირებულების საგრძნობლად დაკარგვის გარეშე ფულად კონვერსიებით დროის მნიშვნელოვანი პერიოდის გასვლის შემდეგ შეუძლიათ (ნახევარი წელი და მეტი). დაბალლიკვიდური ინვესტიციების ძირითადი სახეა დაუსრულებელი ინვესტიციური პროექტები, მოძველებული ტექნოლოგიების მქონე რეალიზებული პროექტები, ცალკეული, ნაკლებად ცნობილი საწარმოების ის აქციები, რომელთა კოტირება საფონდო ბაზარზე არ ხდება.

არალიკვიდური აქტივები. ისინი ახასიათებს საწარმოს იმგვარ ინვესტიციებს, რომელთაც არ შეუძლიათ დამოუკიდებლად რეალიზება (ინვესტიციების ბაზარზე გაყიდვა მათ შეუძლიათ მთლიანობით ქონებრივი კომპლექსის შემადგენლობაში).

ინვესტირებული კაპიტალი საკუთრების ფორმების მიხედვით

ინვესტირებული კაპიტალის საკუთრების ფორმების მიხედვით გამოყოფენ კერძო, სახელმწიფო და შერეულ ინვესტიციებს.

კერძო ინვესტიციები ახასიათებენ ფიზიკური პირებისა და საკუთრების არასახელმწიფო ფორმების იურიდიულ პირთა კაპიტალის დაბანდებებს.

სახელმწიფო ინვესტიციები ახასიათებენ სახელმწიფო საწარმოების კაპიტალისა და აგრეთვე, სხვადასხვა ღონის სახელმწიფო ბიუჯეტისა თუ სახელმწიფო არასაბიუჯეტო ფონდების სახსრების დაბანდებებს.

შერეული ინვესტიციები გულისხმობენ როგორც კერძო, ისე სახელმწიფოს კაპიტალის დაბანდებებს საწარმოს ინვესტირების ობიექტებში.

ინვესტიციურ პროცესში კაპიტალის გამოყენების ხასიათი

ინვესტიციურ პროცესში კაპიტალის გამოყენების ხასიათის მიხედვით გამოყოფენ თავდაპირველ ინვესტიციებს, რეინვესტიციებსა და დეზინვესტიციებს.

პირველადი ინვესტიციები ახასიათებენ საინვესტიციო მიზნით ახლად ფორმირებული კაპიტალის (როგორც საკუთარი, ისე ნასესხები ფინანსური რესურსების ხარჯზე) გამოყენებას.

რეინვესტიციებია საინვესტიციო მიზნით კაპიტალის განმეორებითი გამოიყენება, როცა მას წინასწარ გამოათავისუფლებენ ადრე შერჩეული ინვესტიციური პროექტების, ინვესტიციური საქონლის ან ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების რეალიზაციის პროცესში.

დეზინვესტიციები წარმოადგენს საინვესტიციო მიმოქცეციდან ადრე უკვე ინვესტირებული კაპიტალის გამოტანის პროცესს შემდგომში საინვესტიციო მიზნით მისი გამოყენების გარეშე (მაგალითად, საწარმოს დანაკარგების დასაფარავად). ისინი შეგვიძლია საწარმოს უარყოფით ინვესტიციებად მივიჩნიოთ.

ინვესტიციები კაპიტალის მოზიდვის რეგიონული წარმოების მიხედვით

კაპიტალის მოზიდვის რეგიონული წარმოების მიხედვით გამოყოფენ ადგილობრივ და უცხოურ ინვესტიციებს.

ადგილობრივი ინვესტიციები ახასიათებენ ეროვნული კაპიტალის (შინამეურნეობათა, საწარმოების ან სახელმწიფო ორგანოების კაპიტალის) დაბანდებას მოცემული ქვეყნის რეზიდენტების მიერ ინვესტიციების მრავალფეროვან ობიექტებში.

უცხოური ინვესტიციები ახასიათებენ მოცემული ქვეყნის ინვესტირების ობიექტებში (ინვესტიციებში) კაპიტალის დაბანდებას არარეზიდენტების (იურიდიული და ფიზიკური პირების) მიერ.

ინვესტიციები დაბანდებული კაპიტალის რეგიონული მიმართულების მიხედვით

დაბანდებული კაპიტალის რეგიონული მიმართულების მიხედვით განასხვავებენ ინვესტიციებს შიდა და საერთაშორისო ბაზრებზე.

შიდა ბაზრებზე განხორციელებული ინვესტიციები ახასიათებენ მოცემული ქვეყნის ტერიტორიაზე კაპიტალის დაბანდებას როგორც რეზიდენტების, ისე არარეზიდენტების მიერ.

საერთაშორისო ბაზრებზე განხორციელებული ინვესტიციები (საერთაშორისო ინვესტიციები) ახასიათებენ კაპიტალის დაბანდებას მოცემული ქვეყნის რეზიდენტების მიერ მისი შიდა ბაზრის ფარგლებს გარეთ.

ინვესტიციის ობიექტის დარგობრივი მიმართულების მიხედვით

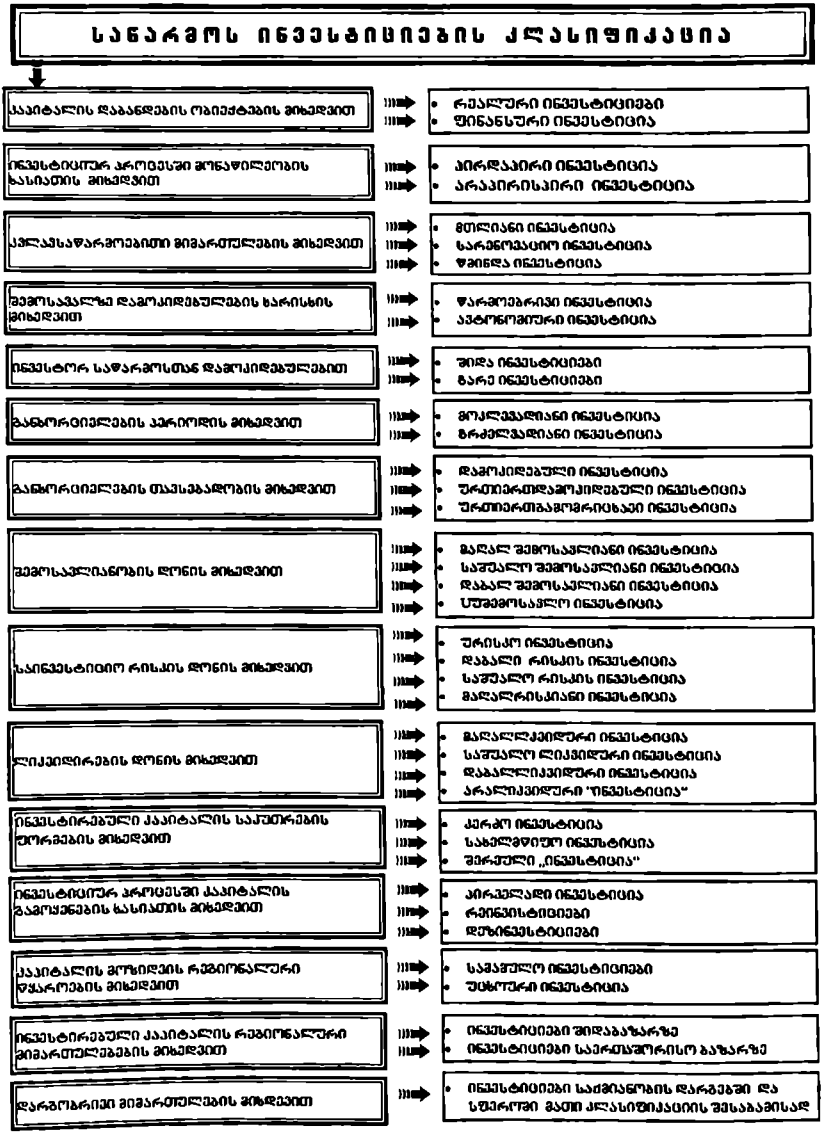
დარგობრივი მიმართულების მიხედვით ინვესტიციები იყოფა ცალკეული დარგებისა და საქმიანობის სფეროების ჭრილში მათი კლასიფიკატორის შესაბამისად. ინვესტიციების კლასიფიკაციის ამგვარი ფორმა უკავშირდება საინვესტიციო პროცესის სახელმწიფოებრივ რეგულირებას ქვეყნის მასშტაბით, აგრეთვე, ცალკეული დარგების (საქმიანობის სფეროების) საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებას საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტიციების პროცესში.

განხილული საკლასიფიკაციო ნიშნების საკმაოდ ვრცელი ნუსხის მიუხედავად იგი მაინც ვერ ამოწურავს საწარმოს ინვესტიციების მთელ იმ მრავალფეროვნებას, რომელსაც სამეცნიერო ტერმინოლოგიისა და ინვესტიციური მენეჯმენტის პრაქტიკაში იყენებენ.[1]

[1] ზოგი ტერმინი დამატებით იქნება განხილული საწარმოს ინვესტიციების მართვის კონკრეტული საკითხების გადმოცემისას ჩვენს შემდგომ მონოგრაფიაში „ინვესტიციური მენეჯმენტის საფუძვლები“.

ინვესტორების კლასიფიკაცია

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების დროს საწარმო ინვესტორის როლში გამოდის. ინვესტორს შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით აჯგუფებენ ხოლმე (ნახ.4.3.).



ნახ.4.2. საწარმოს ინვესტიციების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

ძირითადი სამეურნეო საქმიანობის მიმართულების მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინდივიდუალურ და ინსტიტუციონურ ინვესტორებს. **ინდივიდუალური ინვესტორი** კონკრეტული იურიდიული ან ფიზიკური პირია, რომელიც ინვესტიციებს ახორციელებს თავისი ძირითადი სამეურნეო (ოპერაციული) საქმიანობის განვითარებისთვის.

ინსტიტუციური ინვესტორი ფინანსური შუამავალი იურიდიული პირია, რომელიც თავს უყრის ინდივიდუალური ინვესტიციების სახსრებს და ისეთ საინვესტიციო საქმიანობას, რომელიც, როგორც წესი, ფასიანი ქაღალდების ოპერაციაზეა დასპეციალებული. ძირითადი ინსტიტუციონური ინვესტორებია საინვესტიციო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და ა.შ.

ინვესტორების მიზნები

ინვესტორების მიზნების მიხედვით გამოყოფენ სტრატეგიულ და პორტფელურ ინვესტორებს.

სტრატეგიულ ინვესტორს ახასიათებენ როგორც საინვესტიციო საქმიანობის ისეთ სუბიექტს, რომელიც მიზნად ისახავს აქციების საკონტროლო პაკეტის (საწესდებო კაპიტალის უმეტესი წილის) შეძენას საწარმოს რეალური მართვის უზრუნველსაყოფად სტარატეგიული განვითარების საკუთარი კონცეფციის შესაბამისად.

პორტფელური ინვესტორი არის საინვესტიციო საქმიანობის ის სუბიექტი, რომლის მიერ ინვესტიციების მრავალფეროვან ობიექტებში (ინვესტიციებში) საკუთარი კაპიტალის დაბანდების მიზანია მხოლოდ და მხოლოდ ინვესტიციური მოგების მიღება. ასეთი ინვესტორი მიზნად არ ისახავს ემიტენტი-საწარმოების სტარატეგიული განვითარების მართვაში რეალურად მონაწილეობას.

ინვესტორების დაყოფა ინვესტიციურ ეფექტზე ორიენტაციის მიხედვით

ინვესტიციურ ეფექტზე ორიენტაციის მიხედვით ინვესტორებს შემდეგ სახეებად ყოფენ:

მიმდინარე ინვესტიციურ შემოსავალზე ორიენტირებული ინვესტორი. ასეთი ინვესტორი თავისი პორტფელს აყალიბებს უპირატესად მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებებისა და ინვესტიციების იმ ცალკეული გრძელვადიანი ინსტრუმენტების ხარჯზე, რომლებსაც რეგულარული მიმდინარე შემოსავალი მოაქვთ (მაგალითად, კუპონური ობლიგაციები).

გრძელვადიან პერიოდში კაპიტალის მატებაზე ორიენტირებული ინვესტორი. ასეთი ინვესტორი თავის კაპიტალს აბანდებს ძირითადად საწარმოს რეალურ ოპერატიულ აქტივებში ან ინვესტირების გრძელვადიან ფინანსურ ინსტრუმენტებში (აქციები, გრძელვადიანი უკუპონო ობლიგაციები).

არაეკონომიკურ ინვესტიციურ ეფექტზე ორიენტირებული ინვესტორი ინვესტირების ობიექტებში თავისი კაპიტალის დაბანდებით სოციალურ, ეკოლოგიურ და სხვა არაეკონომიკურ მიზნებს ისახავს და არ ესწრაფვის ინვესტიციური მოგების მიღებას.

ინვესტორები ინვესტიციური რისკებისადმი დამოკიდებულების მიხედვით

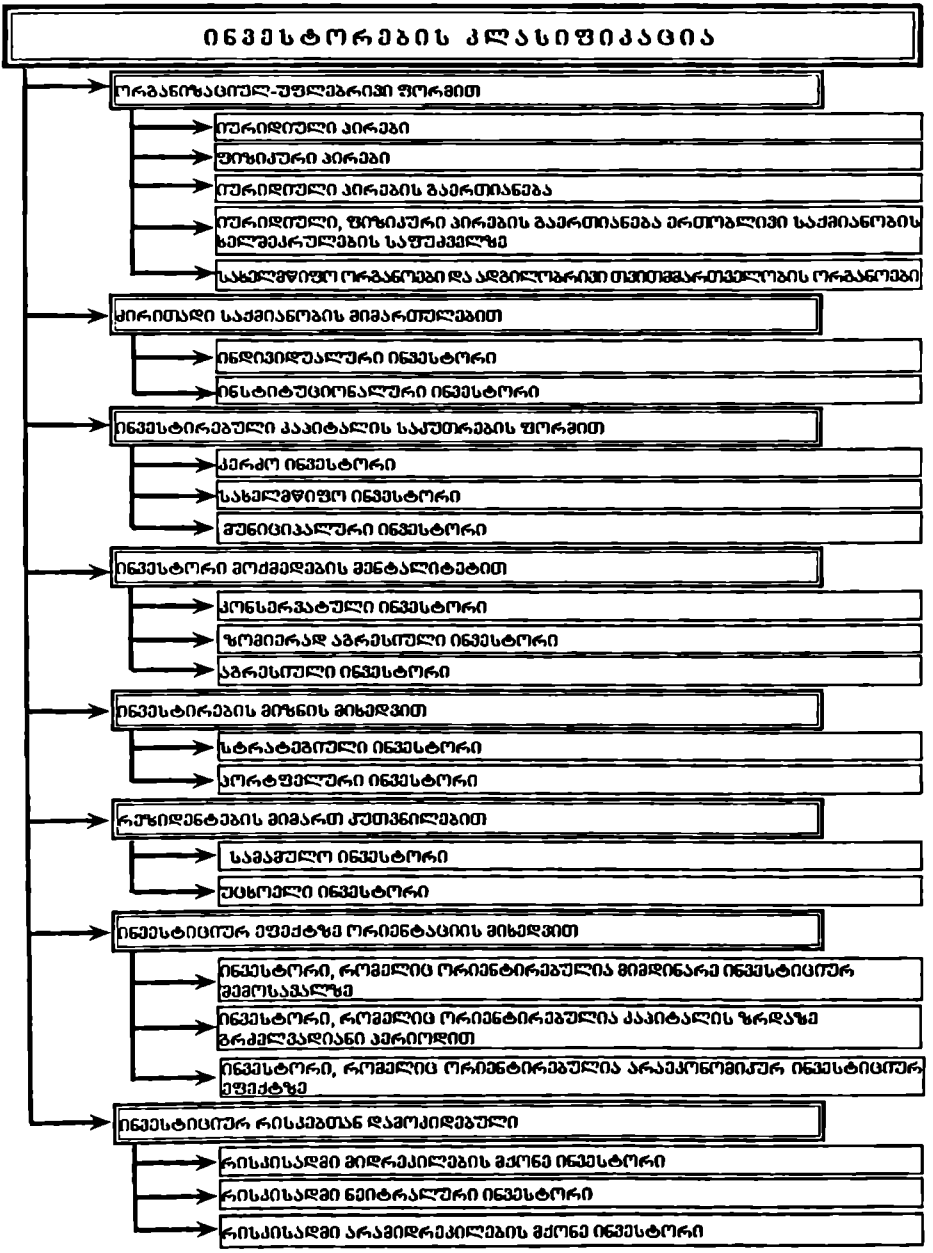
ინვესტიციური რისკებისადმი დამოკიდებულების მიხედვით ინვესტორებს შემდეგნაირად ყოფენ:

რისკისკენ მიდრეკილების უქონელი ინვესტორი. ამ ტერმინით ახასიათებენ საინვესტიციო საქმიანობის იმ სუბიექტებს, რომლებიც საშუალო და მაღალრისკიან ინვესტიციებს გაურბიან იმ შემთხვევაშიც კი, თუკი მათი რისკის დონის მატება ინვესტიციური შემოსავლის დამატებითი დონით იქნება ანაზღაურებული.

რისკის მიმართ ნეიტრალური ინვესტორი. ამ ტერმინით ახასიათებენ საინვესტიციო საქმიანობის იმ სუბიექტებს, რომლებიც მზად არიან ინვესტიციურ რისკზე წასასვლელად მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ეს რისკი ინვესტიციური შემოსავლის დამატებითი დონით იქნება კომპენსირებული.

რისკისკენ მიდრეკილების მქონე ინვესტორი. ამ ტერმინით ახასიათებენ იმ რისკიან მეურნე სუბიექტებს, რომლებიც რისკზე იმ შემთხვევაშიც მიდიან, როდესაც მისი კომპენსირება საკმარისად არ ხდება დამატებითი დონის ინვესტიციური შემოსავლით.

ინვესტიციური რისკების მიმართ ამ ინვესტორების დამოკიდებულება შეგვიძლია ნახ. 4.4.-ზე მოყვანილი გრაფიკით ვაჩვენოთ.



ნახ. 4.3. ინვესტორების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნებით

ინვესტორები მოქმედების მენტალიტეტის მიხედვით

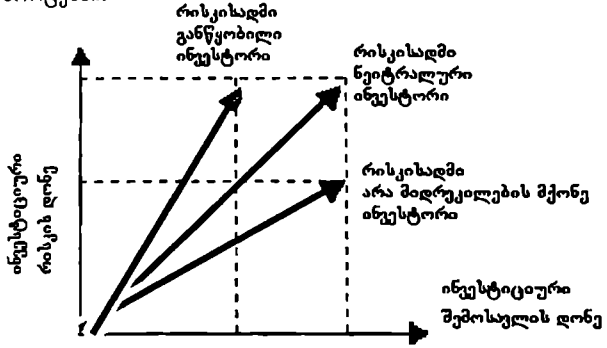
ინვესტიციური ქცევის იმ მენტალიტეტის მიხედვით, რომელსაც ინვესტიციების შერჩევა განსაზღვრავს მათი შემოსავლიანობისა და რისკის დონის სკალის შესაბამისად, გამოყოფენ ინვესტორების შემდეგ ჯგუფებს:

კონსერვატიული ინვესტორი. ამ ტერმინით ახასიათებენ იმ მეურნე სუბიექტს, რომელიც ინვესტირების ობიექტებს (ინსტრუმენტებს) ირჩევს ინვესტიციური რისკების დონის მინიმიზაციის კრიტერიუმით, მათი შემოსავლის ასევე დაბალი დონის მიუხედავად. ასეთი ინვესტორი, უპირველეს ყოვლისა, ზრუნავს ინვესტირების საიმედოობის (უსაფრთხოების) უზრუნველყოფაზე. კონსერვატორიული ინვესტორის მთავარი ამოცანაა მისი სახსრების დაცვა ინფლაციისგან.

ზომიერი ინვესტორი. ასეთი ტერმინით ახასიათებენ იმ მეურნე სუბიექტს, რომლის მიერ შერჩეული ინვესტიციების ობიექტების (ინსტრუმენტების) შემოსავლიანობისა და რისკის დონეები დაახლოებით შეესაბამებიან ბაზრის საშუალო პირობებს (ბაზრის სათანადო სეგმენტში). ზომიერად აგრესიულს ეკუთვნის ის ინვესტორები, რომელთა მიერ შერჩეული დაბანდების ობიექტები და ინსტრუმენტები მთლიანობაში უზრუნველყოფენ მისი კაპიტალის ზრდას. დიდრისკიან დაბანდებებისგან ისინი თავს იზღვევენ შემოსავლიანი და ნაკლებრისკიანი დაბანდებებით.

აგრესიული ინვესტორი. ასეთი ტერმინით ახასიათებენ იმ მეურნე სუბიექტს, რომელიც ინვესტირების ობიექტებს (ინსტრუმენტებს) ირჩევს მიმდინარე ინვესტიციური შემოსავლის მაქსიმიზაციის კრიტერიუმით, მისი თანმხლები რისკის მაღალი დონის მიუხედავად.

რეზიდენტებზე მიკუთვნების მიხედვით გამოყოფენ ადგილობრივ და უცხოელ ინვესტორებს. ინვესტორების ასეთნაირად დანაწილებას საწარმო იყენებს ერთობლივი ინვესტიციური საქმიანობის განხორციელების პროცესში.



ნახ. 4.4. ცალკეული ინვესტორების ინვესტიციური რისკისადმი დამოკიდებულების ამსახველი გრაფიკი

ინვესტიციების ფორმებისა და ინვესტორების სახეების კლასიფიკაცია საშუალებას გვაძლევს მიზანმიმართულად განვახორციელოთ საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვა.

ინვესტორი მრავალმხრივი პირია. ამიტომ ცნობილია ინვესტორთა კლასიფიკაციის განსხვავებული სქემები.

ორგანიზაციული ფორმის მიხედვით ინვესტორებს შემდეგ ჯგუფებად ყოფენ:

- იურიდიული პირები ნებისმიერი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის კომერციული და არაკომერციული ორგანიზაციის ჩათვლით, რეგისტრირებულია როგორც ქვეყნის შიგნით, ისე მის გარეთ;

  ფიზიკური პირები იმის მიუხედავად, არიან ისინი რეზიდენტები თუ არა;

  იურიდიულ პირთა გაერთიანებები სხვადასხვაგვარი ჰოლდინგების, კონცერნების, სამრეწველო-

საფინანსო ჯგუფების და ა.შ. ჩათვლით;

იურიდიული და ფიზიკური პირების გაერთიანებები ერთობლივი საქმიანობის შესახებ ხელშეკრულების საფუძველზე;

სახელმწიფო ორგანოები ცენტრალური ხელისუფლებისა და თვითმმართველობის ადგილობრივი ორგანოების ჩათვლით.

ინვესტირებული კაპიტალის საკუთრების ფორმის მიხედვით ყველა ინვესტორს ყოფენ კერძო, სახელმწიფო და მუნიციპალურ ინვესტორებად. კერძო ინვესტორები არიან საკუთრების არასახელმწიფო ფორმაზე დაფუძნებული იურიდიული პირები, აგრეთვე კერძო პირები. სახელმწიფო ინვესტორებად გვევლინებიან სახელმწიფო ხელისუფლების ორგანოები და სახელმწიფო საწარმოები. მუნიციპალური ინვესტორები წარმოდგენილი არიან მუნიციპალური ხელისუფლების ორგანოებითა და მუნიციპალური საწარმოებით.

ინვესტირების მიზნების მიხედვით არსებობენ სტრატეგიული და პორტფელური ინვესტორები. სტრატეგიული ინვესტორის მთავარი ამოცანაა იმ ობიექტის საქმიანობის სტრატეგიულ მართვაში მონაწილეობა, რომელშიც ის სახსრებს აბანდებს. პორტფელური ინვესტორი, როგორც წესი, თავის სახსრებს აბანდებს რისკისა და შემოსავლიანობის სხვადასხვა დონის მქონე მრავალფეროვან ობიექტებში (ინსტრუმენტებში) და მისი მიზანია სასურველი დონის შემოსავლების მიღება დაბანდებულ სახსრებზე.

რეზიდენტებზე მოკუთვნების მიხედვით გამოყოფენ ეროვნულ და უცხოელ ინვესტორებს. ეროვნული ინვესტორია ყველა რეზიდენტი პირი. უცხოელ ინვესტორებს ეკუთვნის სხვა სახელმწიფოები, საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციები, უცხოეთის იურიდიული და ფიზიკური პირები.

4.4. კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული ინვესტიციების კლასიფიკაცია

კაპიტალური დაბანდებების კლასიფიკაციის ძირითადი სახეები

ეკონომიკურ ლიტერატურაში არსებობს ინვესტიციების სხვა კლასიფიკაციებიც, რომლებიც, როგორც წესი, მათი ძირითადი ფორმების დეტალიზებას ასახავენ. კერძოდ, **კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებულ ინვესტიციების შემდეგ სახეებად ყოფენ:**

თავდაცვითი ინვესტიციები, რომლებსაც წარმართავენ რისკის შემცირებისკენ ნედლეულისა და მაკომპლექტებელი ნაკეთობების შეძენის დროს, ფასების დონის შენარჩუნებისკენ, კონკურენტებისგან თავის დაცვისკენ და ა.შ.

შემტევი ინვესტიციები, რომლებიც განაპირობებს ახალი ტექნოლოგიებისა და დამუშავებების ძიებას წარმოებული პროდუქციის მეცნიერებატევადობის შენარჩუნების მიზნით;

სოციალური ინვესტიციები, რომელთა მიზანიც პერსონალის შრომის პირობების გაუმჯობესებაა;

საჭიდებულო ინვესტიციები, რომელთა აუცილებლობას იწვევს სახელმწიფოს მოთხოვნების დაკმაყოფილება ეკოლოგიური სტანდარტების, პროდუქციის უსაფრთხოების, საქმიანობის იმ სხვა პირობების ნაწილში, რომელთა უზრუნველყოფა შეუძლებელია მხოლოდ მენეჯმენტის სრულყოფის ხარჯზე;

წარმომადგენლობითი ინვესტიციები, რომელთა დანიშნულებაა საწარმოს პრესტიჟის შენარჩუნება.

მოქმედებათა მიმართულებაზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ:

თავდაპირველ ინვესტიციებს (ნეტო-ინვესტიციებს), რომლებსაც ახორციელებენ შეძენის ან დაფუძნების დროს;

ექსტენსიურ ინვესტიციებს, რომლებსაც საწარმოო პოტენციალის გაფართოებას ახმარენ;

---

[1] Игонина Л.Л. Инвестиции. М.: Экономисть. 2004. გვ.35-36.

რეინვესტიციებს, რომლებიც წარმოადგენს გამოთავისუფლებული საინვესტიციო რესურსების დაბანდებას წარმოების ახალი საშუალებების შეძენაში, ან დამზადებაში;

ბრუტო ინვესტიციებს, რომლებშიც შედის ნეტო-ინვესტიციები და რეინვესტიციები.

ეკონომიკურ ანალიზში მიმართავენ კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით განხორციელებული ინვესტიციების სხვაგვარ დაჯგუფებასაც:

- ინვესტიციები, რომლებიც ხმარდება ფიზიკურად და ან მორალურად გაცვეთილი მოწყობილობის შეცვლას;

  ინვესტიციები მოწყობილობების მოდერნიზაციაზე. მათი მიზანია, უპირველეს ყოვლისა, წარმოების დანახარჯების შემცირება ან გამოშვებული პროდუქციის ხარისხის გაუმჯობესება;

  ინვესტიციები წარმოების გაფართოებაზე. ამ ინვესტიციების ამოცანაა წინათ ჩამოყალიბებული ბაზრებისთვის საქონლის გამოშვების შესაძლებლობათა გაფართოება უკვე არსებული საწარმოების ფარგლებში (პროდუქციაზე მოთხოვნების მომატების გამო), ან ახალი სახის პროდუქციის წარმოებაზე გადასვლა;

  ინვესტიციები დივერსიფიკაციაზე, რომლებიც უკავშირდება პროდუქციის ნომენკლატურის შეცვლას, ახალი სახის პროდუქციის წარმოებას, გასაღების ახალი ბაზრების ორგანიზებას;

  სტრატეგიული ინვესტიციები, რომელთა მიზანია სამეცნიერო-ტექნიკურ მიღწევათა დანერგვა, პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ხარისხის ამაღლება, სამეურნეო რისკების შემცირება. სტრატეგიული ინვესტიციების მეშვეობით ახორციელებენ სტრუქტურულ ცვლილებებს ეკონომიკაში, აყოთარებენ წამყვან იმპორტშემცვლელ წარმოებებს, ან კონკურენტუნარიან საექსპორტოდ ორიენტირებულ დარგებს.

ასეთი ინვესტიციებიდან ყველაზე უფრო ნაკლებად სარისკოდ მიიჩნევენ მოწყობილობის შეცვლასა და მოდერნიზებაში განხორციელებულ ინვესტიციებს. რისკის მომატებული დონე ახასიათებს წარმოების გაფართოებაში განხორციელებულ და სტრატეგიულ ინვესტიციებს (ნახ.4.5.).

მოწყობილობის შეცვლაში გამოყენებული ინვესტიციები	მოწყობილობის მოდერნიზაციაზე მიმართული ინვესტიციები	წარმოების გაერთიანებაზე მიმართული ინვესტიციები	წარმოების დივერსიფიკაციაზე მიმართული ინვესტიციები	სტრატეგიული ინვესტიციები

რისკის დაბალი დონე ⟷ რისკის მაღალი დონე

ნახ. 4.5. ინვესტიციების სახეებსა და რისკის დონეებს შორის დამოკიდებულება

ინვესტიციების სახეებსა და რისკის დონეს შორის დამოკიდებულებას განაპირობებს საქმიანობის შედეგებზე ბაზრის რეაქციის ცვლილების საფრთხე ამა თუ იმ სახის ინვესტიციების განხორციელების შემდეგ. აშკარაა, რომ ინვესტიციების ნეგატიური შედეგების რისკი ნაკლები იქნება ბაზრის მიერ უკვე აპრობირებული საქონლის გამოშვების გაგრძელების დროს და მეტი-ახალი წარმოების ორგანიზების დროს.

მოკლე დასკვნები

✓ ინვესტიციების სფერო სახალხო მეურნეობის დარგების გაფართოებული კვლავწარმოების უზრუნველმყოფი საინვესტიციო ეკონომიკური ურთიერთობების ერთობლიობაა. მისი მატერიალური საფუძველია სხვადასხვა სახის საინვესტიციო რესურსები (ბუნებრივი, ტექნიკური, ფინანსური, შრომითი და სხვა), რომლებსაც შეიძლება ვიყენებდეთ ეკონომიკის ამა თუ იმ დარგში ინვესტირებისთვის, საკუთარი მატერიალურ-ტექნიკური ბაზის განვითარებაზე სახსრების დაბანდების ჩათვლით.

✓ ინვესტიციების სფერო – ეკონომიკური სისტემის კვლავწარმოებისა და განვითარების საფუძველია. ინვესტიციების სფერო ეკონომიკურ ურთიერთობათა ის არეალია, სადაც როგორც წესი, მიმდინარეობს ამა თუ იმ ინოვაციის მატარებელი მეურნე სუბიექტების სტრატეგიების რეალიზება. ამ სტრატეგიების რეალიზების მთავარ ფორმად გვევლინება ინვესტიციები, რომლებიც ინვესტიციების პროცესში ტრანსფორმირდება და, მაშასადამე, იდეა (ჩანაფიქრი) რეალურად ისხამს ხორცს.

✓ ინვესტიციების სფეროს შემადგენლობაში შედიან მრავალრიცხოვანი საინვესტიციო ინსტიტუტები ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომლებიც ძირითადად ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით ეწევიან საშუამავლო და საკონსულტაციო საქმიანობას. ესენი არიან: საინვესტიციო ბროკერები, კონსულტანტები, კომპანიები, ფონდები, საინვესტიციო, ინოვაციური, იპოთეკური ბანკები.

✓ ინვესტიციების სფეროში ეკონომიკურ ურთიერთობათა არსებობისა და ფუნქციონირების მატერიალური საფუძველია მრავალფეროვანი სახეობისა და ფორმების მქონე ინვესტიციები. სუბიექტებს (ინვესტორებს) შორის ინვესტიციების ფორმირებისა და გაფართოებული კვლავწარმოების გარშემო ჩამოყალიბებულ ურთიერთობებს ინვესტიციურ ურთიერთობებს უწოდებენ. უფრო დეტალურად ისინი მოიცავს: ურთიერთობებს ინვესტიციების ფორმირების, განაწილების, განთავსების, დაბანდების, ტრანსფორმირების, გაცვლის, მოხმარებისა და ამოგების სფეროში. ეს ურთიერთობები ინვესტიციების თეორიისა და პრაქტიკის საგანია, მათი მართვა კი – ინვესტიციური მენეჯმენტის საგანი.

✓ ფართო გაგებით, ინვესტიციის პროცესი არის სხვადასხვა ობიექტში საინვესტიციო რესურსების დაბანდება და მათი თანმიმდევრულად და ეტაპობრივად ტრანსფორმირება იდეისა და ჩანაფიქრის საბოლოო რეალიზაციამდე. მთელ რიგ ნაშრომებში ინვესტიციის პროცესს განიხილავენ როგორც ქვეყანაში კაპიტალის მატების კლავწარმოებით პროცესის მონაწილეობა მრავალმხრივ საქმიანობას, რომელიც მჭიდრო კავშირშია ეკონომიკური სისტემის დინამიკასთან. ამ პოზიციიდან საინვესტიციო პროცესი საზოგადოებრივი კლავწარმოების შემადგენელ ნაწილად წარმოგვიდგება.

✓ ეკონომიკურ ლიტერატურაში საკმაოდ ფართოდ იყენებენ იმ მიდგომას, რომლის დროსაც საინვესტიციო აქტივობა გულისხმობს იდეის დამუშავებასა და საინვესტიციო პროექტის დასაბუთებას, ამ დროს შექმნილი ობიექტის საქმიანობის მართვას (მისი ლიკვიდაციის ან პროფილის შეცვლის ჩათვლით) ცვალებადი გარე პირობებისა და დასახული მიზნების მიღწევის შესაძლებლობების შესაბამისად. საინვესტიციო აქტივობა უნდა ვუწოდოთ ინვესტიციების ინტენსივობას, რომელსაც განვსაზღვრავთ ინვესტიციების მიმდინარე მოცულობის შეფარდებით აღრინდელ მოცულობასთან.

✓ საინვესტიციო მიმზიდველობის კატეგორიის არსს ყველაზე ზუსტად გამოხატავს შემდეგი განმარტება: ეკონომიკური სისტემის საინვესტიციო მიმზიდველობა არის სისტემის იმ მრავალგვარი ობიექტური ნიშან—თვისებების, სახსრებისა და შესაძლებლობების ერთობლიობა, რომლებიც განაპირობებენ პოტენციურ გადაზდისუნარიან მოთხოვნას ინვესტიციებზე.

✓ საინვესტიციო პოტენციალი მატერიალურ საფუძველს უქმნის სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების დინამიკას, რომლის რაოდენობრივი და თვისებრივი მახასიათებლები საინვესტიციო რესურსების მოწესრიგებულ ერთობლიობას ასახავენ. ეს რესურსები მოიცავს მატერიალურ- ტექნიკურ, ფინანსურ და არამატერიალურ აქტივებს (მრეწველობის ობიექტებზე საკუთრების უფლებების ფლობას, სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვებას, ინფორმაციის აკუმულირებას სოციალურ-ეკონომიკური,

საბაზრო ურთიერთობების სფეროში, დაგროვილ გამოცდილებას და ა.შ.)

✓ „საინვესტიციო გარემოს“ კატეგორიაში გულისხმობენ იმ ეკონომიკურ, ფინანსურ და სხვა პირობებს, რომლებიც ინვესტიციების ეფექტიანობაზე ახდენენ გავლენას. ამ შემთხვევაში „საინვესტიციო გარემოს“ განმარტება ასახავს ამა თუ იმ ქვეყანაში (რეგიონში, დარგში) იმ ინვესტიციებისთვის სასიკეთოდ ჩამოყალიბებულ სიტუაციას, რომლებიც ქვეყანაში (რეგიონში, დარგში) შეიძლება დააბანდონ.

საინვესტიციო გარემო არის იმ ობიექტური ეკონომიკური, სოციალური, პოლიტიკური, სამართლებრივი და სხვა პირობების ერთობლიობა, რომლებიც ინვესტირებისთვის მიმზიდველად აქცევენ (არ აქცევენ) მოცემულ ქვეყანას (რეგიონს, მეურნე სუბიექტს).

✓ სისტემური მიდგომა მეცნიერული შემეცნებისა და სოციალური პრაქტიკის მეთოდოლოგიის ის მიმართულებაა, რომელსაც საფუძვლად უდევს ობიექტების განხილვა სისტემებად; მას იმ ინსტრუმენტარიუმად იყენებენ, რომელიც კვლევას წარმართავს ობიექტის მთლიანობითობის აღმოჩენისკენ, მასში მრავალფეროვანი კავშირების გამოვლენისკენ და ერთიან კომპლექსად მათი თავმოყრისკენ.

სისტემური მიდგომა თავისი არსით დიალექტიკური მატერიალიზმის პრინციპების კონკრეტიზაციაა, რომლის ფარგლებში ინვესტიციის პროცესი შეგვიძლია განვიხილოთ იმ ოპერაციების (საქმიანობის სახეების) სერიად, რომელიც საწყის მასალაზე ხორციელდება (პროცესის შესავალი). მის ფასეულობას ადიდებს და გარკვეულ შედეგს (პროცესის გამოსავალს) განაპირობებს.

✓ ინვესტიციის პროცესი არ არსებობს თავისთავად და ყოველთვის მომდევნო დონის რომელიმე სფეროშია ჩართული, ე.ი. იგი უნდა განვიხილოთ მთლიანობითი მიდგომის ფარგლებში — სისტემა განვიხილოთ სიცრცულად სხვა სისტემებთან ურთიერთკავშირში. ეს შესაძლებლობას გვიქმნის ამომწურავად აღვწეროთ ინვესტიციის პროცესის ადგილი და როლი როგორც საქმიანობის ცალკე აღებულ სფეროში, ისე საზოგადოებრივ ურთიერთობათა სისტემაშიც.

✓ ინვესტორებს განეკუთვნებიან იურიდიული ან ფიზიკური პირები, რომლებიც საკუთარ, ნასესხებ და მოზიდულ სახსრებს აბანდებენ სამეურნეო, ინტელექტუალურს და სხვა საქმიანობაში. დასაბანდებელი საინვესტიციო კაპიტალი შეიძლება იყოს ფინანსური რესურსები, ქონება, ინტელექტუალური და საინფორმაციო პროდუქტი.

✓ ინვესტიციების დაგეგმვის პროცესს, როგორც წესი, უწოდებენ პროექტების ისეთი პორტფელის (საინვესტიციო პროგრამის) ფორმირების პროცესს, რომელიც შეიძლება განხილულ იქნეს ინვესტირების მიზნების მიღწევის ერთ-ერთ ალტერნატიულ და ყველაზე უფრო სასურველ ვარიანტად.

✓ ინვესტიციურ მოდელს უწოდებენ ისეთ მათემატიკურ მოდელს, რომლის მეშვეობითაც შესაძლებელია ინვესტიციების ეფექტიანობისა და შედეგიანობის შეფასება, როგორც დასახული მიზნის მიმართ, ისე მისი მიღწევისათვის საჭირო სახსრების მიმართ.

✓ ინვესტირება პირველხარისხოვანი ფუნდამენტური ხასიათის ეკონომიკური და ფილოსოფიური კატეგორიაა. ინვესტირების ხასიათსა და მასშტაბურობაზეა დამოკიდებული ყველა სისტემის სიცოცხლისუნარიანობის შენარჩუნება დროის დიდ მონაკვეთზე.

ქვეყნის ეკონომიკისათვის ინვესტიციების ადგილსა და როლს განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს. ამიტომ, თუკი ინვესტიციების მასშტაბები და ინტენსიურობა ჩამორჩება ძირითადი კაპიტალის ფიზიკურ ცვეთას, სახალხო მეურნეობა აუცილებლად ჩაიხრდება სრულ ეკონომიკურ კრიზისში.

✓ ფინანსები ფულადი ურთიერთობებია, რომლებიც წარმოიქმნება მთლიანი საზოგადოებრივი პროდუქტისა და ეროვნული სიმდიდრის ნაწილის ღირებულების განაწილებისა და გადანაწილების პროცესში და დაკავშირებულია მეურნეობრიობის სუბიექტებსა და სახელმწიფოში ფულადი შემოსავლებისა და დანაზოგის ფორმირებასა და მათ გამოყენებასთან გაფართოებულ კვლავწარმოებაში, მომუშავეთა მატერიალურ სტიმულირებაში, საზოგადოების სოციალური და სხვა მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად.

✓ კრედიტი არის ფულადი ან სასაქონლო ფორმის სესხი დაბრუნებითობის პირობებით

ჩვეულებრივ, პროცენტის გადახდით კრედიტი წარმოადგენს სასესხო კაპიტალის მოძრაობის ფორმას და გამოხატავს ეკონომიკურ ურთიერთობებს კრედიტორსა და მსესხებელს შორის.

✓ გენეტიკურ-ისტორიული კუთხით ფინანსებსა და კრედიტს შორის არსებითი განსხვავების მიუხედავად, კრედიტი — ფინანსების წარმონაქმნი, მისი მოდიფიკაციაა.

✓ „ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში (ჰუმან ცაპიტალ ინვესტმენტ) — მუშათა შრომის ნაყოფიერების ასამაღლებლად გაწეული ნებისმიერი ღონისძიება (მათი კვალიფიკაციის ამაღლების და უნარ-ჩვევების განვითარების გზით); მუშათა განათლების, ჯანმრთელობის გაუმჯობესების ან მუშა ძალის მობილურობის ამაღლების ხარჯები“. აღნიშნული ტერმინის გამოყენება ძალზე სასარგებლოა, მხოლოდ ერთი შესწორებით: ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში მოიცავენ არა მხოლოდ მუშებს, არამედ მოსამსახურეებს, შრომის ყველა სახეობის მუშაკებს.

✓ რეალური ინვესტიციები არის დაბანდებანი ეკონომიკის დარგებში და ეკონომიკური საქმიანობის სახეები, რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური კაპიტალის ნამატის შემოტანას, ანუ წარმოების საშუალებების მატერიალურ-ნივთიერ ღირებულებათა გადიდებას.

✓ ფინანსური ინვესტიციები წარმოადგენენ დაბანდებებს აქციებში, ობლიგაციებში, თამასუქებში, სხვა ფასიან ქაღალდებსა და ინსტრუმენტებში. ასეთი დაბანდებები თავისთავად არ იძლევიან რეალური ნივთიერი კაპიტალის ნამატს, მაგრამ ხელს უწყობენ მოგების მიღებას, მ.შ. სპეკულაციურის-დროში ფასიანი ქაღალდების კურსის შეცვლის, ან ყიდვა—გაყიდვის სხვადასხვა ადგილებში კურსის განსხვავების ხარჯზე.

✓ ინვესტიციები – ეს არის რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური რესურსების დაბანდებანი პროექტებში, რომელთა განხორციელებას მივყავართ მატერიალურ-ნივთიერი და ინფორმაციული ფორმით რეალური სიმდიდრის ნამატის მიღებამდე, რასაც თან ახლავს ფულადი (ფინანსური) სიმდიდრის ან მხოლოდ ამ უკანას-კნელის ნამატი (საზოგადოებაში ფულადი საშუალებების გადანაწილების ხარჯზე). როგორც ეკონომიკური კატეგორია, ინვესტიციები გამოხატავს ეკონომკურ ურთიერთობებს, რომლებიც წარმოიშობა ინვესტიციური პროცესის მონაწი-ლეთა შორის ინვესტიციური რესურსების გამოყენებისა და ფორმირების მიზნით, წარმოების სრულყოფისა და გაფართოების მიზნით.

✓ ამგვარად, ინვესტიციაში დასაღლეთის ქვეყნების ეკონომიკურ ლიტერატურაში განიხილავენ ორი ასპექტის ერთობანობას: რესურსები (კაპიტალურ ფასეულობები) და დაბანდება (დანახარჯები). ყველაზე უფრო ცხადად ასეთი მიდგომა წარმოდგენილია ჯ.მ.კეინსის შრომებში, რომლის აზრითაც, ინვესტიცია – ეს შემოსავლის ის ნაწილია მიმდინარე პერიოდში, რომელიც არ იქნა გამოყენებული მოხმარებისათვის, კაპიტალური ქონების ფასეულობის მიმდინარე ნაზარდი მოცემული პერიოდის საწარმოო საქმიანობის შედეგად. ეს განმარტება, რომელიც არ წარმოადგენს ამომწურავს, მკვეთრად გამოყოფს ინვესტიციის ორ მხარეს: საკმარისად მკვეთრი გამოყოფა; რესურსები (აკუმულირებული შემოსავლის დაგროვების მიზნით) და დაბანდებები (გამოყენებული რესურსები), რომელიც უზრუნველყოფს კაპიტალური ქონების ნაზარდს.

ა) ინვესტიციების დისპოზიციური გაგების საფუძველია ის დებულება, რომლის შესაბამისადაც ინვესტირების პროცესი გულისხმობს ფინანსური სასხრების შებოჭვას და ამით — საწარმოს მიერ მათი განკარგვის თავისუფლების შეზღუდვას. ეს პროცესი, ერთის მხრივ, დამოკიდებულია გარე ფაქტორებზე, მეორეს მხრივ კი — გაელენას ახდენს მათზე. ასეთ დაბანდებებს შეგვიძლია ვუწოდეთ ღია სისტემები, რომლებშიც ინვესტიციების რეალიზაცია სისტემის სხვა ელემენტების ფუნქციონირებაზე ახდენს გაელენას, ინვესტიციების შედეგებზე კი ის გადაწყვეტილებები მოქმედებს, რომლებიც სისტემის სხვა ელემენტებს ეხება.

ბ) ინვესტიციის ცნების განმარტებისადმი ზემომოყვანილი მიდგომების განზოგადებით შეგვიძლია გამოვყოთ ინვესტიციების შემდეგი ყველაზე უფრო არსებითი ნიშან-თვისებები:

- შემოსავლის მიღების პოტენციური უნარი;

ინვესტირების პროცესი, როგორც წესი, უკავშირდება დაგროვილი კაპიტალის ერთი ნაწილის გარდასახვას ეკონომიკური სუბიექტის (საწარმოს) ალტერნატიული სახის აქტივებად;
ინვესტიციების განხორციელების პროცესში გამოყენებულია მრავალფეროვანი ინვესტიციური რესურსები, რომლებსაც ახასიათებთ მოთხოვნა, მიწოდება და ფასი;
რომელიმე მატერიალურ, ან არამატერიალურ ობიექტში (ინსტრუმენტში) კაპიტალის დაბანდების მიზანმიმართული ხასიათი;
დაბანდების ვადის არსებობა (ეს ვადა ყოველთვის ინდივიდუალურია და მისი წინასწარ განსაზღვრა მართებული არაა);
დაბანდებებს ახორციელებენ ინვესტორებად წოდებული პირები, რომელთა ინდივიდუალური მიზნები ყოველთვის არ უკავშირდება უშუალო ეკონომიკური სარგებლის მიღებას;
კაპიტალის დაბანდების რისკის არსებობა, რაც იმას ნიშნავს, რომ ინვესტირების მიზნების მიღწევას ალბათური ხასიათი აქვს.

✓ საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებად გვევლინებიან, ერთის მხრივ, თავისუფალი საინვესტიციო რესურსების მქონე მონაწილეები (ინვესტორები), ხოლო, მეორეს მხრივ, ის საწარმოები და ორგანიზაციები, რომლებსაც საინვესტიციო რესურსებზე აქვთ მოთხოვნილება. საინვესტიციო საქმიანობის მესამე მხარეა ის შუამავლები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საინვესტიციო ინსტიტუტების ურთიერთმოქმედებას საინვესტიციო რესურსების მომხმარებლებთან.

✓ საინვესტიციო საქმიანობაში მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავთ ინვესტორებს. ესაა ის იურიდიული, თუ ფიზიკური პირები, რომლებიც იღებენ გადაწყვეტილებას და ახორციელებენ საკუთარი და სხვა მოზიდული ქონებრივი, ან ინტელექტუალური სახსრების დაბანდებას საინვესტიციო პროექტში, აგრეთვე, უზრუნველყოფენ მათ მიზნობრივად გამოყენებას.

✓ საინვესტიციო საქმიანობა არის ინვესტიციების დაბანდება, ანუ ინვესტირება და ინვესტიციების სარეალიზაციო პრაქტიკულ მოქმედებათა ერთობლიობა.

ამგვარად, საინვესტიციო საქმიანობა შეგვიძლია ვუწოდოთ ინვესტორის მოქმედებათა თანმიმდევრობას, რონლებშიც შედის საინვესტიციო ობიექტის შერჩევა და/ან შექმნა, მისი ექსპლუატაცია და ლიკვიდაცია, საჭირო დამატებით დაბანდებათა განხორციელება და გარედან დაფინანსების მოზიდვა.

✓ კანონი ადგენს საინვესტიციო სფეროში სამეურნეო საქმიანობის ძირითად პრინციპებს, კერძოდ, ინვესტორთან დაკავშირებით ესაა:

- ინვესტორებისა და შესაბამისად, დაბანდებული კაპიტალი, სრული თანასწორუფლებიანობა მათი წარმოშობის მიუხედავად;
  ინვესტორი ყოველგვარი პირობის გარეშე დამოუკიდებლად განსაზღვრავს, რისთვის და რა ოდენობით გამოიყენოს დაბანდებული სახსრები;
  საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მონაწილის ურთიერთობათა საფუძველი უნდა იყოს მათ შორის დადებული ხელშეკრულება, ან კონტრაქტი;
  სახელმწიფო მართვის ორგანოები ყველასთან ერთად თანაბრად აგებენ პასუხს მათ მიერ აღებულ ვალდებულებებზე.

✓ საინვესტიციო საქმიანობის პირველი ეტაპი, როგორც წესი, არის ინვესტორების ობიექტის შერჩევა. ინვესტირების ობიექტს უწოდებენ ხოლმე სამეწარმეო საქმიანობის იმ ნებისმიერ ობიექტს, რომლისკენაც ინვესტიციებია მიმართული. საინვესტიციო საქმიანობის კანონის შესაბამისად, ინვესტირების ობიექტებს ეკუთვნის:

- ფულადი სახსრები, მიზნობრივი საბანკო ანაბრები. პაიები, აქციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები;
- მოძრავი და უძრავი ქონება (შენობები, ნაგებობები და სხვა მატერიალური ფასეულობები);
- საავტორო უფლებიდან მომდინარე ქონებრივი უფლებები (ნოუ-ჰაუ და სხვა ინტელექტუალური ფასეულობები);

მიწით და სხვა რესურსებით სარგებლობის უფლებები, აგრეთვე, სხვა ქონებრივი უფლებები და ფასეულობები.

✓ ინვესტიციების არსის განმსაზღვრელი ძირითადი მახასიათებლებია:

- ინვესტიციები როგორც ეკონომიკური მართვის ობიექტი.
- ინვესტიციები, როგორც დაგროვილი კაპიტალის ეკონომიკურ პროცესში ჩართვის აქტიური ფორმა.

ინვესტიციები, როგორც ყველა ალტერნეტიული ფორმით დაგროვილი კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობა.

ინვესტიციები, როგორც სამეურნეო საქმიანობის ნებისმიერ ობიექტში კაპიტალის დაბანდების ალტერნატიული შესაძლებლობა.

- ინვესტიციები როგორც სამეწარმეო საქმიანობის ეფექტის გენერირების წყარო.
- ინვესტიციები, როგორც საბაზრო ურთიერთობათა ობიექტი.
- ინვესტიციები როგორც საკუთრებისა და განკარგვის ობიექტი.
- ინვესტიციები როგორც დროითი მჯობინების ობიექტი.
- ინვესტიციები, როგორც რისკის ფაქტორი.
- კაპიტალი, როგორც ლიკვიდობის ფაქტორის მატარებელი

✓ საწარმოს ინვესტიციები არის ყველა ფორმის კაპიტალის დაბანდება მისი სამეურნეო საქმიანობის განსხვაებულ ობიექტებში (ინსტრუმენტებში), რომლის მიზანია მოგების მიღება, აგრეთვე, სხვა ეკონომიკური და არაეკონომიკური ეფექტის მიღწევა და რომლის განხორციელება ეყრდნობა საბაზრო პრინციპებს, უკავშირდება დროის, რისკისა და ლიკვიდობის ფაქტორებს.

✓ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას შემდეგი ძირითადი თავისებურებები ახასიათებს:

- იგი საწარმოს საოპერაციო საქმიანობას ზრდის, უზრუნველყოფის მთავარი ფორმაა და მისი მიზნებისა და ამოცანების მიმართ დაქვემდებარებულ ხასიათს ატარებს.

საინვესტიციო საქმიანობის ფორმები და მეთოდები გაცილებით უფრო მეტადაა დამოკიდებული საწარმოს დარგობრივ თავისებურებებზე, ვიდრე მისი საოპერაციო საქმიანობა.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობებს ახასიათებს არსებითი უთანაბრობა ცალკეულ პერიოდებში.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში მისი ინვესტიციური მოგება (აგრეთვე, სხვა ფორმის ეფექტები), ჩვეულებრივ, მნიშვნელოვანი „ჩამორჩენის ლაგით“ ყალიბდება.

საინვესტიციო საქმიანობა ავალებებს საწარმოს განსაკუთრებული, დამოუკიდებული სახის ფულად ნაკადებს, რომლებიც ცალკეულ პერიოდებში არსებითად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან თავიანთი მიმართულებით.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას ახასიათებს სპეციფიკური სახის რისკები, რომლებსაც „საინვესტიციო რისკის“ ცნებით აერთიანებენ

საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობის იმ უმნიშვნელოვანეს საზომად, რომელიც საწარმოს ეკონომიკური განვითარების ტემპებს ახასიათებს, გვევლინება მისი წმინდა ინვესტიციების მაჩვენებელი.

✓ ამგვარად, დანაზოგები მოხმარებაზე შემოსავლის გადამეტებაა. საზოგადოების დანაზოგებს ავალებებს მოსახლეობის პირადი შემოსავლების დანაზოგები, საწარმოების გაუნაწილებელი მოგება და სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების გარკვეული ნაწილი.

✓ ყოველივე ზემოთქმულიდან შეგვიძლია გამოვიტანოთ დასკვნა, რომ დანაზოგები და ინვესტიციები ურთიერთდაკავშირებული კატეგორიებია. დანაზოგები პოტენციური ინვესტიციებია, ინვესტიციები კი – რეალიზებული დანაზოგები, რომლებიც ეკონომიკური, ან სოციალური ეფექტის მიღებისკენაა მიმართული. რაც უფრო სასიკეთოა ეკონომიკური და სოციალური პირობები,

მით უფრო მაღალია დაბანდებათა უსაფრთხოების ხარისხი და მეტი დანაზოგები გარდაიქმნება ინვესტიციებად. განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც საკმაოდ საიმედო პირობებია შექმნილი დანაზოგების უსაფრთხოებისთვის, პრაქტიკულად მთელი დანაზოგები ინვესტიციებად იქცევა ხოლმე. ნაღდი ფულადი ბრუნვის ელექტრონული ბარათებით შეცვლის პირობებში მიმდინარე მოხმარებისთვის განკუთვნილი ფულიც კი საფინანსო სისტემის მეშვეობით საინვესტიციო პროცესშია ჩართული.

✓ გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკურ ზრდას განსაზღვრავს, პირველ რიგში, იმ ინვესტიციების დონე, რომლებსაც წარმართავენ საწარმოო აპარატის გადიდებაზე, მის მოდერნიზაციასა და რეკონსტრუქციაზე, სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე. მაგრამ არანაკლებ როლს თამაშობს ის დაბანდებებიც, რომლებიც განათლებისა და კულტურის დონის ამაღლებას, მოსახლეობის ჯანმრთელობისა და საყოფაცხოვრებო პირობების გაუმჯობესებას უკავშირდება.

✓ წარმოების გადიდება ზრდის დანაზოგების შესაძლებლობას, რომლებიც პოტენციურ ინვესტიციებად გვევლინება, ინვესტიციებად ქცეული დანაზოგები წარმოების გაფართოებას იწვევენ და ა.შ. საინვესტიციო პროცესი როგორც ეკონომიკური კატეგორია გამოხატავს იმ ურთიერთობებს, რომლებიც მის მონაწილეებს შორის ჩნდება წარმოების გაფართოებისა და სრულყოფის მიზნით საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებით.

✓ დღეისათვის ჩამოყალიბდა ინვესტიციების დონის განმსაზღვრელი შემდეგი ეკონომიკური ფაქტორები: საზოგადოების მასშტაბით ინვესტიციების დონის უმნიშვნელოვანესი განმსაზღვრელი ფაქტორია მოხმარებასა და დაზოგვას შორის თანაფარდობა. საზოგადოებაში ინვესტიციების დონის განმსაზღვრელი სხვა მნიშვნელოვანი ფაქტორია დაბანდებათა უსაფრთხოება. ინვესტიციებზე მოგების დონე. ეს ფაქტორი ყოველთვის მოქმედებს უსაფრთხოების ფაქტორთან ერთად. რაც უფრო მაღალია დაბანდებებიდან მოსალოდნელი მოგება, მით უფრო მაღალია ამ ინვესტიციების რისკი. ინვესტიციების დონესა და ინტენსიურობაზე მოქმედი კიდევ ერთი ფაქტორია ფინანსების ბაზრის ორგანიზებულობის ხარისხი.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- განმარტეთ ეკონომიკაში „ინვესტიციური სფეროს“ ცნება და დაახასიათეთ მისი თავისებურებები.
- რა ადგილი უჭირავს ინვესტიციების სფეროს ეკონომიკურ სისტემაში?
- დაასახელეთ ინვესტიციების სფეროს ძირითადი შემადგენელი ნაწილები.
- რას უწოდებენ ინვესტიციების სასიცოცხლო ციკლს?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციების სფეროს ძირითადი სუბიექტები და დაახასიათეთ ისინი.
- რა არის ინვესტიციების ეკონომიკური არსი?
- რა როლს ასრულებენ ინვესტიციები ინვესტიციების სფეროსა და მთელი ეკონომიკის განვითარებაში?
- განმარტეთ „საინვესტიციო აქტივობის“ ცნება.
- რა აქვთ საერთო რეალურ და ფინანსურ ინვესტიციებს და რა განსხვავებაა მათ შორის?
- რატომაა ინვესტიციების სფერო ეკონომიკური სისტემის კულტურმრომეობისა და განვითარების საფუძველი?
- რა მიზნებს ისახავს ინვესტორება საზოგადოებრივი კულტურმრომეობის პოზიციებიდან?
- რომელი მაჩვენებლებით მსჯელობენ ქვეყანაში ინვესტირების მდგომარეობაზე?
- რა ფუნქციებს ასრულებს ინვესტიციის ბაზარი საინვესტიციო სფეროს ფუნქციონირებაში?
- დაასახელეთ საინვესტიციო სფეროს მართვის ძირითადი ინსტრუმენტები.
- განმარტეთ „ინვესტიციის პროცესის“ ცნების შინაარსი.
- დაახასიათეთ ინვესტიციის პროცესის ძირითადი ეტაპები.
- დაასახელეთ ინვესტიციის პროცესის ძირითადი მონაწილეები და ჩამოთვალეთ მათ მიერ შესრულებული ფუნქციები.
- რა ფაქტორები მოქმედებენ საინვესტიციო პროექტის მონაწილეთა შემადგენლობაზე და მათ მიერ შესრულებულ ფუნქციებზე?
- რა კრიტერიუმებით ახდენენ ინვესტორების კლასიფიკაციას?
- დაასახელეთ ეკონომიკის როგორც კვლევის ობიექტის შემადგენელი ფუნქციონალური სისტემები.
- რატომ, არის ინვესტირება ფუნდამენტური ხასიათის ეკონომიკური და ფილოსოფიური კატეგორია?
- განმარტეთ საფინანსო—საინვესტიციო პროცესების სისტემური გამზოგადებისათვის აუცილებელი ცნებები; „სფერო“, „სისტემა“, „კომპლექსი“.
- მოიტანეთ ფინანსების განმარტების თქვენთვის მისაღები რამოდენიმე ვერსია.
- როგორ განმარტავენ ფინანსებს ზ. ბოდი და რ. მერტონი?
- დაასაბუთეთ მოკლედ—კრედიტი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია.
- გვესაუბრეთ ფინანსების და კრედიტის ინტეგრირების შესახებ.
- რას ნიშნავს ფულადი საშუალებების ფონდირება?
- შეადარეთ ტერმინები „ინვესტიცია“ და „კაპიტალდაბანდება“, რა განსხვავება და მსგავსებაა მათ შორის?
- განმარტეთ ინვესტიცია საინვესტიციო საქონლის სახეებიდან გამომდინარე.
- ახსენით ინვესტიციის კატეგორია ინვესტიციური რესურსების კუთხით.
- დაასახელეთ საფინანსო—საინვესტიციო სფეროს ცნების საფუძველი.
- ჩამოთვალეთ საფინანსო—საინვესტიციო სფეროს ძირითადი ფორმები.
- რა წინააღმდეგობრივი პროცესებია სსს ძირითად ფორმებს შორის?
- გააკეთეთ სსს-ს მოკლე ანალიზი მაკროეკონომიკის დონეზე.
- რაში მდგომარეობს სსს ძირითადი ნიშნები?
- რას ნიშნავს საინვესტიციო-სანარმოო პროცესი? განმარტეთ.
- რაში მდგომარეობს ფინანსური რესურსების სტრუქტურირების ორი მიმართულება?
- რამდენ ნაწილად იყოფა ინვესტირების პროცესის ფუნდამენტური ბლოკის დროითი პერიოდი?
- რაში მდგომარეობს კაპიტალის წრებრუნვის და კაპიტალის მიმოქცევის თავისებურებები საინვესტიციო პროცესში?

- მოკლედ ჩამოაყალიბეთ კაპიტალის მიმოქცევა ინვესტიციის სფეროს რეალურ სექტორში.
- რაში მდგომარეობს კაპიტალის წრებრუნვის ძირითადი აქტები?
- ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციების მოცულობაზე მოქმედი ფაქტორები.
- რას ეწოდება საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტი?
- განმარტეთ ინვესტორის ცნება.
- გადმოეცით ინვესტიციების კლასიფიკაციის ძირითადი სახეები.
- ჩამოაყალიბეთ საინვესტიციო საქმიანობის განმარტება.
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო სფეროში სამეურნეო საქმიანობის ძირითადი პრინციპები.
- რას ეწოდება ინვესტირების ობიექტები, დაასახელეთ.
- მოკლედ ახსენით, როგორ გესმით ინვესტიციების კატეგორიების არსობრივი მახასიათებლები ცალკე.
- ჩამოთვალეთ სასწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი თავისებურებები.
- როგორ განმარტავთ დანაზოგს და რა სახის დანაზოგები იცით?
- ჩამოთვალეთ დანაზოგების სიდიდეზე მოქმედი ფაქტორები.
- ჩამოაყალიბეთ დანაზოგები და ინვესტიციები როგორც ურთიერთდაკავშირებული კატეგორიები.
- დაასახელეთ ინვესტიციების დონის განმსაზღვრელი ფაქტორები.
- რას უწოდებენ საინვესტიციო საქმიანობას?
- რა სტადიებს გაივლის ინვესტიციები მისი მოძრაობის პროცესში? რა არის ინვესტიციების წრებრუნვა?
- დაასახელეთ საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სუბიექტები. ვინ შეიძლება იყოს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტი არსებული კანონმდებლობის მიხედვით?
- რას უწოდებენ ინვესტიციების ობიექტს?
- რაში მდგომარეობს ობიექტის მხრიდან განხილული ინვესტიციების ორმაგი ხასიათი?
- დაასახელეთ ინვესტიციათა ძირითადი ფორმები.
- რომელი კრიტერიუმი უდევს საფუძვლად ინვესტიციების დაყოფას პორტფელურ ინვესტიციებად? როგორ ეთანადება ინვესტიციების ეს ფორმები რეალურ ფინანსურ ინვესტიციებს?
- ახსენით რატომ თამაშობენ ინვესტიციები უმნიშვნელოვანეს როლს ეკონომიკის ფუნქციონირებისა და განვითარებაში?
- რას ეწოდება ინვესტიციების ბრუნვა?
- რას ეწოდება ინვესტიციების წრებრუნვა?
- დაასახელეთ ინვესტიციების ბრუნვის ელემენტები.
- ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციების როლი ეკონომიკაში.
- რას ეწოდება მთლიანი ინვესტიციები?
- რას ეწოდება წმინდა ინვესტიციები?
- რა ძირითადი ნიშნების მიხედვით ხდება ინვესტიციების კლასიფიკაცია? ჩამოთვალეთ ყველა მათგანი.
- რა სახის ინვესტიციები იცით კაპიტალის დაბანდების ობიექტების მიხედვით?
- რა სახის ინვესტიციებს დაასახელებთ ინვესტიციების ინვესტიციურ პროცესში მონაწილეობის მიხედვით?
- რა სახის ინვესტიციები იცით კვლავწარმოებითი მიმართულების მიხედვით?
- რა არის ინვესტორი? განმარტეთ.
- ჩამოთვალეთ რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს ინვესტორების კლასიფიკაცია.
- რა სახის ინვესტორი იცით ორგანიზაციულ — უფლებრივი ფორმის მიხედვით?
- რა სახის ინვესტორს დაასახელებთ ძირითადი ინვესტიციური საქმიანობის მიმართულებით?
- ჩამოთვალეთ კაპიტალური დაბანდების კლასიფიკაციის ძირითადი სახეები.
- დაასახელეთ და მოკლედ აღწერეთ ინვესტიციური ციკლის ფაზები.

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ. ინვესტირების საფუძვლები. გადმოქართულებული და შეცვლილი ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., ფინანსები. 2001. გვ. 13-40.
2. გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ე., ჩიქავა ლ., კოშკელაშვილი ა. ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ., საგამომცემლო ფირმა „სიახლე". 2001.
3. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სიახლე". 2002. გვ. 20-71.
4. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
5. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
6. ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბ.: თსუ, 2005.
7. ქოქიაური ლ. შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
8. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
9. ჩიქავა ლ. ინოვაციური ეკონომიკა. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე", 2006. გვ. 7-112; 135-223.
10. **Бланк И. А.** Основы инвестиционного менеджмента. М.1. К.: Эльга.Н, Ника-Центр. 2001. გვ.13-43.
11. **Вульфел Чарлз дж.**Энциклопедия банковского дела и финансов. М.:Корпорация Федоров. 2001.
12. **Деева А.И.** Инвестиции. М.: Экзамен. 2004. გვ.37-50.
13. **Иванов Г.И.** Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования. Ростов н/д.: Феникс. 2002. გვ. 3-80.
14. **Макконелл К. Р., Брю С. Л.** Экономика: Принципы, проблемы и политика. Пер. с англ. В 2-х м-а.х. М.: Республика. 1992. გვ. 11-70.
15. **Норткомм Д.** Принятие инвестиционных решсний: Пер с англ. Под.ред. А.Н. Шохина. - М.: Биржи и банки, ЮНИТИ. 1997.
16. **Фабоцци Ф.** Управление инвестициями. Пер с англ. М.: ИНФРА-М. 2000. გვ.10-25.
17. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Под ред.А.Г.Грязновой. М.:Финансы и статистика. 2004.
18. **Behrens W., Hawranek Peter M.** Manual for the preparation of industrial feasibilitj studies. Newlj revised and expanded edition. UNIDO. - Vien1.
19. **Brennan, Michael J.** "Carnorate Finance Over the Past 25 years", Financial Management, Summer. 1995. გვ.9-22.
20. **Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron`s Edicational Series, inc. New York. 1995.
21. **Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc. 1991.
22. **Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall. 1997. გვ. 15-37.
23. **Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec. გვ.749-756.
24. **Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F.** Corporate Finance, Irwin. 1993. გვ.158-205.
25. **Rosenberg Jerry M.** Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.
26. **Sharpe W.F.** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk//Finance. 1964. Sept. gv.425-442.
27. **Sharpe, William E.** Investments Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall. gv.30-87.
28. **Qoqiauri L.,** Teoretical Genesis of Investments. New Yourk. 2009.
29. The New Carporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D.H.Chew** Jr. Mc Crow-Hill. Inc. 1993.
30. **Williams J.B.** The Theory of Investment value. Cambridge, mass.: Harvard Univ. Press. 1938.
31. **Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.
32. The new Corporate Finance. Where Theory Meets Practice /Ed by **D.H. Chew Jr.** McCrow-Hill, inc. 1993.

II განყოფილება

რეალური ინვესტიციები. ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების ალტერნატიული მეთოდები

განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ შეგექმნებათ წარმოდგენა:

- რეალური ინვესტიციების ძირითადი ფორმებისა და მათი ფინანსური მართვის განსხორციელების ძირითადი ეტაპების შესახებ;
- საწარმოს ინვესტიციური პროექტების მრავალასპექტიანი შინაარსის, მათი კლასიფიკაციისა და ძირითადი მახასიათებლების შესახებ;
- ინვესტიციური პროექტის ღირებულების მაჩვენებლების განსაზღვრისა და საპროექტო დაფინანსების სისტემის თავისებურებების შესახებ;
- რეალური ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის გამოთვლის მეთოდიკისა და გამოყენების პირობების შეესახებ;
- რეალური ინვესტიციური პროგრამების ფორმირების ძირითადი ეტაპების შესახებ;
- ინვესტიციური დანახარჯების ნაკადისა და წმინდა ფულადი ნაკადების საშუალოწლიური სიდიდეების ღირებულების გათვლის შესახებ;
- ინვესტიციური პროექტების კალენდარული გეგმების, კაპიტალური ბიუჯეტების ამოცანებისა და შესრულების შესახებ.
- ინვესტიციური პროექტების შეფასების ყველა ცნობილი მეთოდის შესახებ;
- ინვესტიციური პროექტების ვარიანტების შემუშავებასა და სხვადასხვა კრიტერიუმების შედარებაზე;
- ინვესტიციური პროექტების მართვაზე;
- ინვესტიციური რისკების არსის, კლასიფიკაციის, რეგულირებისა და მათი ანალიზის შესახებ;
- ინვესტიციური რისკების შემცირების ღონისძიებებისა და მეთოდების შესახებ.

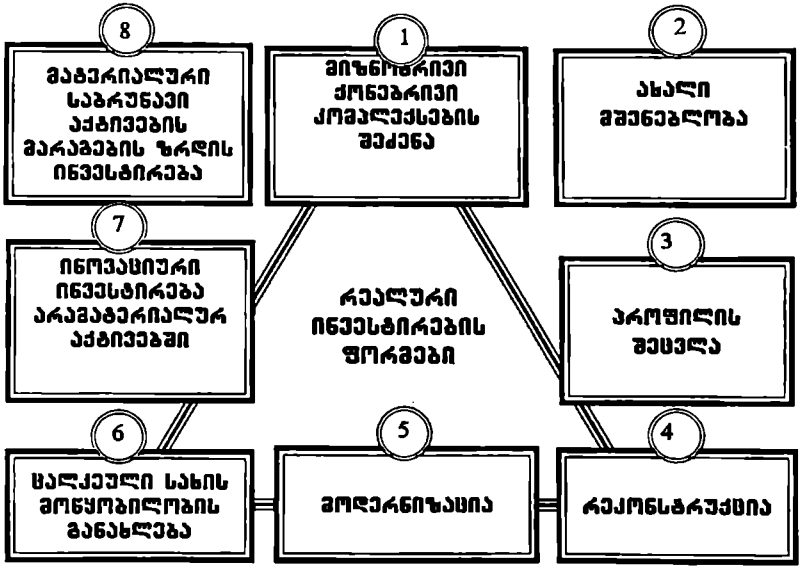
მეხუთე თავი. რეალური ინვესტიციების მართვა

5.1. რეალური ინვესტიციების ფორმები და მათი ფინანსური მართვის თავისებურებები

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საფუძველი რეალური ინვესტიციებია. თანამედროვე პირობებში საწარმოთა უმრავლესობისათვის ინვესტირების რეალური ფორმა საინვესტიციო საქმიანობის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მიმართულებაა. ეს განაპირობებს რეალური ინვესტიციების მართვის უდიდეს როლს საწარმოს ინვესტიციურ საქმიანობაში.

რეალური ინვესტირების ფორმები

საწარმოები რეალურ ინვესტიციებს ახორციელდებენ სხვადასხვა ფორმით, რომელთა შორის ძირითადია (ნახ. 5.1):



ნახ. 5.1 რეალური ინვესტირების ფორმები

1. მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსების შეძენა. ეს არის მსხვილი საწარმოების საინვესტიციო ოპერაცია, რომელიც უზრუნველყოფს მათი საქმიანობის დარგობრივ, სასაქონლო ან რეგიონალურ დივერსიფიკაციას. რეალური ინვესტიციების ეს ფორმა ჩვეულებრივ უზრუნველყოფს ე.წ. „სინერგიზმის ეფექტს“, რომელიც გულისხმობს ორივე საწარმოს აქტივების მთლიანი ღირებულების ზრდას (მათ საბალანსო ღირებულებასთან შედარებით), მათი საერთო ფინანსური პოტენციალის უფრო ეფექტიანად გამოყენების შესაძლებლობების ხარჯზე, გამოშვებული პროდუქციის ტექნოლოგიისა და ნომენკლატურის ურთიერთშევსების, საოპერაციო ხარჯების დონის შემცირების შესაძლებლობები, სხვადასხვა რეგიონალურ ბაზრებზე გასაღების ქსელის ერთობლივი გამოყენების და სხვა ანალოგიური ფაქტორების ხარჯზე.

2. ახალი მშენებლობა წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რაც დაკავშირებულია ახალი

ობიექტის მშენებლობასთან. დასრულებული ტექნოლოგიური ციკლით ინდივიდუალურად შემუშავებული, ან ტიპიური პროექტის მიხედვით სპეციალურად გამოყოფილ ტერიტორიაზე აშენებენ. ახალ მშენებლობას საწარმოები ახორციელებენ თავიანთი სამეურნეო საქმიანობის კარდინალური გადიდების შემთხვევაში მომავალი პერიოდისათვის, მისი დარგობრივი, სასაქონლო ან რეგიონალური დივერსიფიკაციისას (ფილიალების, ქალიშვილი საწარმოების შექმნა).

3. პროფილის შეცვლა წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რომელიც უზრუნველყოფს ტექნოლოგიის სრულ შეცვლას საწარმოო პროცესში, ახალი პროდუქციის გამოშვებისათვის.

4. რეკონსტრუქცია წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რაც დაკავშირებულია მთელი საწარმოო პროცესის არსებით გარდაქმნასთან თანამედროვე სამეცნიერო ტექნიკური მიღწევის საფუძველზე. მას ახორციელებენ საწარმოს რეკონსტრუქციის კომპლექსური გეგმის საფუძველზე მისი საწარმოო პოტენციალის რადიკალურად გადიდების, გამოშვებული პროდუქციის ხარისხის არსებითად ამაღლების, რესურსდამზოგი ტექნოლოგიების დანერგვისა და ა.შ. მიზნით. რეკონსტრუქციის პროცესში შეიძლება განხორციელდეს ცალკეული საწარმოო შენობებისა და ნაგებობების გაფართოება (თუკი ახალი ტექნოლოგიური მოწყობილობის განთავსება არ ხერხდება მოქმედ შენობებში). იგივე დანიშნულების ახალი შენობებისა და ნაგებობების მშენებლობა ლიკვიდირებულების ადგილზე მოქმედი საწარმოს ტერიტორიაზე, რომლის შემდგომი ექსპლუატაცია ტექნოლოგიური ან ეკონომიკური მიზეზების გამო, მიზანშეწონილი არ არის.

5. მოდერნიზაცია არის საინვესტიციო ოპერაცია, რაც დაკავშირებულია ძირითადი საწარმოო საშუალებების აქტიური ნაწილის სრულყოფას და ისეთ მდგომარეობაში მოყვანასთან, რაც შეესაბამება ტექნოლოგიური პროცესების განხორციელების თანამედროვე დონეს იმ მანქანების, მექანიზმებისა და მოწყობილობების ძირითადი პარკის კონსტრუქციული ცვლილებების გზით, რომელსაც საწარმო იყენებს ოპერაციული საქმიანობის პროცესში.

6. ცალკეული სახის მოწყობილობის განახლება წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რაც დაკავშირებულია მოწყობილობის არსებული პარკის შეცვლასთან (ფიზიკურ ცვეთასთან დაკავშირებით) ან შევსებასთან (საწარმოო საქმიანობის მოცულობის ზრდასთან ან შრომის მწარმოებლურობის ამაღლების აუცილებლობასთან) ახალი სახეობის მოწყობილობებით, რომელიც არ ფლობს ტექნოლოგიური პროცესის განხორციელების საერთო სქემას. ცალკეული სახის მოწყობილობის განახლება უმეტესად ახასიათებს ძირითადი საწარმოო საშუალებების აქტიური ნაწილის მარტივი კვლავწარმოების პროცესს.

7. ინოვაციური ინვესტირება არამატერიალურ აქტივებში. იგი წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რომელიც მიმართულია საწარმოს საოპერაციო და სხვა სახის საქმიანობაში ახალი მეცნიერული და ტექნოლოგიური ცოდნის გამოყენებაზე კომერციული წარმატებების მიღწევის მიზნით. ინოვაციური ინვესტიციები არამატერიალურ აქტივებში ხორციელდება ორი ძირითადი ფორმით: ა) მზა სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქტისა და სხვა უფლებების (პატენტების, საავტორო უფლებების, სამეცნიერო აღმოჩენების, გამოგონებების,სარეწეელო ნიმუშებისა და სასაქონლო ნიშნების, ნოუ ჰაუს, ლიცენზიებისა და ფრანჩაიზინგის შეძენა); და 2) ახალი სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქციის შემუშავება (როგორც საწარმოს ფარგლებში, ისე მისი შეკვეთის გზით შესაბამის ინჟინირინგულ ფირმებთან) ინოვაციური ინვესტირების განხორციელება არამატერიალურ აქტივებში შესაძლებელს ხდის არსებითად ამაღლდეს საწარმოს ტექნოლოგიური პოტენციალი მისი სამეურნეო საქმიანობის ყველა სფეროში*

8. მატერიალური საბრუნავი აქტივების მარაგების ზრდის ინვესტირება წარმოადგენს საინვესტიციო ოპერაციას, რომელიც მიმართულია საწარმოს საოპერაციო საბრუნავი აქტივების გამოყენებული მოცულობის გაფართოებაზე, რომელიც იმავდროულად უზრუნველყოფს საუცილებელ პროპორციულობას

* ინოვაციური ინვესტირების არამატერიალურ აქტივებში ჩვენ კიდევ დაუბრუნდებით XX განყოფილებაში, სადაც რეალური ინვესტიციების აღნიშნული ფორმის სხვა სახეცვლილებით.

(ბალანსირებას) არასაბრუნავი და საბრუნავი საოპერაციო აქტივების განაწილებაში საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შედეგად. ინვესტირების ამ ფორმის აუცილებლობა დაკავშირებულია იმასთან, რომ საწარმოო პოტენციალის ნებისმიერი გაფართოება, რომელიც უზრუნველყოფს რეალურ ინვესტირებას ადრე განხილული ფორმებით, განსაზღვრავს პროდუქციის დამატებითი მოცულობის გამოშვების შესაძლებლობას. ცხადია, ეს შესაძლებლობა შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ ცალკეული სახის მატერიალური საბრუნავი აქტივების გამოყენების მოცულობის გაფართოებისას. (ნედლეულის, მასალების, ნახევარფაბრიკატების მცირეფასიანი და სწრაფცვეთადი საგნების და ა.შ.). რეალური ინვესტირების ყველა ზემოთ ჩამოთვლილი ფორმა შეიძლება განხორციელდეს სამი ძირითადი მიმართულებით: **კაპიტალური ინვესტირებით** ან კაპიტალური დაბანდებებით (პირველი ექსი ფორმა); **ინოვაციური** ინვესტირება (მეშვიდე ფორმა) და **საბრუნავი აქტივების ზრდის ინვესტირება** (მერვე ფორმა).

საწარმოს რეალური ინვესტირების კონკრეტული ფორმის შერჩევა განისაზღვრება მისი საქმიანობის დარგობრივი, სასაქონლო და რეგიონალური ამოცანების დივერსიფიკაციით (რომელიც მიმართულია საოპერაციო შემოსავლების გაზრდისაკენ). ახალი რესურსები და შრომადაზოგი ტექნოლოგიების დანერგვის შესაძლებლობებით (რომლებიც მიმართულია საოპერაციო დანახარჯების დონის შემცირებისაკენ), ასევე საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოტენციალით (კაპიტალი ფულად ან სხვა ფორმით, რაც მოზიდულია დაბანდებების განსახორციელებლად რეალური ინვესტირების ობიექტებზე).

საწარმოში რეალური ინვესტირების სპეციფიკური ხასიათი და ფორმები განსაზღვრავს მათი მართვის გარკვეულ თავისებურებებს.

საწარმოში რეალური ინვეტიციების მართვა წარმოადგენს შედარებით ეფექტიანი რეალური ინვესტიციური პროექტების მომზადებას შეფასების და რეალიზაციის პრინციპების და მეთოდების სისტემას, რომელიც მისი ინვესტიციური მიზნების მიღწევის უზრუნველყოფს.

საწარმოს რეალური ინვესტიციების მართვა თანამედროვე პირობებში მოიცავს სისტემის: „პროექტებით მართვის“ [Project Manage ment] მეთოდოლოგიას. ეს არის ახალ მეცნიერულ მიმართულებას, რომელმაც ფართო გავრცელება პპოვა განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე დასავლეთის ქვეყნებში.

რა არის PROJECT MANAGEMENT?

პროექტების მართვა – ეს არის ნებისმიერი სახის ინვესტიციური პროექტის შემუშავებისა და რეალიზაციის ყველა პროცესის განხორციელების მეთოდოლოგიის თანამედროვე სისტემა, რომელიც პროექტის მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში უზრუნველყოფს მისი მიზნის მიღწევის ეფექტიანობას.

თანამედროვე პირობებში პროექტების მართვა განიხილება არა როგორც ეფექტიანი შედეგების უზრუნველყოფის მეთოდოლოგია რეალური ინვესტირების სფეროში, არამედ როგორც საწარმოს კორპორატიული სტრატეგიის შედარებით მნიშვნელოვანი მიმართულებების რეალიზაციის სისტემა (მისი სტრატეგიული ცვლილებების მართვა). პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის გამოყენება არის საწარმოს კორპორატიული და ფინანსური კულტურის მნიშვნელოვანი ნაწილი. პროექტების მართვის სისტემის გამოყენების პერსპექტიულობას და ფართო არეალი არა მარტო პროგრესული მეთოდოლოგიური პრინციპების გამოყენება, არამედ თანამედროვე კომპიუტერული ტექნიკა, ინფორმაციული ტექნოლოგია და სპეციალური პროგრამული პროდუქტები განაპირობებს.

პროექტების ფინანსური მართვა

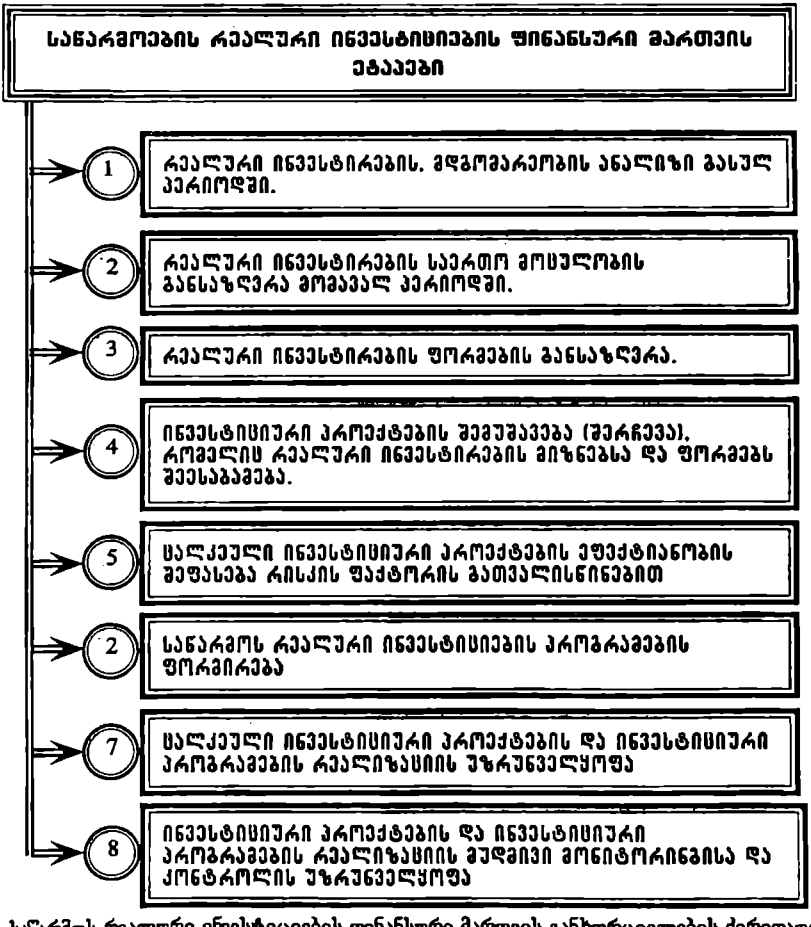
პროექტების მართვის საერთო სისტემაში გამოიყოფა მისი სპეციალური ბლოკი — **პროექტების ფინანსური მართვა.** ფინანსური მართვის ძირითადი ფუნქციებია: პროექტის ძირითადი ფინანსური

მარჩენებლების დაგეგმვა და შესაბამისი ფინანსური გეგმების შემუშავება, ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობის შეფასება მისი ცალკეული რისკების დონის გათვალისწინებით; პროექტის დაფინანსების სქემის დასაბუთება და საჭირო ინვესტიციური რესურსების ფორმირების უზრუნველყოფა; ცალკეული სახის სამუშაოთა შესრულების შემუშავება და ბიუჯეტების შემსრულებლებამდე დაყვანა; ფინანსური რესურსების გამოყენების ეფექტიანობაზე კონტროლი და ა.შ.

საწარმოს რეალური ინვესტიციების მართვის განხორციელების ძირითადი ეტაპები

პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის გათვალისწინებით აიგება საწარმოს რეალური ინვესტიციების მართვის საერთო პროცესი. ეს პროცესი ხორციელდება შემდეგი ძირითადი ეტაპების ჭრილში (ნახ. 5.2.):

1. **გასული პერიოდის რეალური ინვესტირების მდგომარეობის ანალიზი.** ამ ანალიზის პროცესში ფასდება საწარმოს გასული პერიოდის ინვესტიციური აქტიურობის დონე და ადრე დაწყებული რეალური ინვესტიციური პროექტებისა და პროგრამების დასრულების ხარისხი.



ნახ. 5.2. საწარმოს რეალური ინვესტიციების ფინანსური მართვის განხორციელების ძირითადი ეტაპები

ანალიზის პირველ სტადიაზე შეისწავლება კაპიტალის ინვესტირების საერთო მოცულობის დინამიკა რეალური აქტივების ზრდაში, რეალური ინვესტირების ხვედრითი წილი ინვესტიციების საერთო მოცულობაში წინასაგეგმო პერიოდში.

ანალიზის მეორე სტადიაზე განიხილება ცალკეული ინვესტიციური პროექტების და პროგრამების რეალიზაციის ხარისხი, ინვესტიციური, ამ მიზნისათვის განკუთვნილი რესურსების ათვისების დონე რეალური ინვესტირების ობიექტების ჭრილში.

ანალიზის მესამე სტადიაზე განისაზღვრება ადრე დაწყებული რეალური ინვესტიციური პროექტებისა და პროგრამების დასრულების დონე, ზუსტდება მათი დასრულებისათვის საჭირო ინვესტიციური რესურსების მოცულობა.

ანალიზის მეოთხე სტადიაზე იკვლევენ დასრულებული რეალური ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის დონეს საექსპლუატაციო ეტაპზე, მის შესაბამისობას საპროექტო მაჩვენებლებთან;

2. რეალური ინვესტირების საერთო მოცულობის განსაზღვრა მომავალ პერიოდში. ამ მაჩვენებლისა განსაზღვრის საფუძველია საწარმოს ძირითადი საშუალებების ზრდის საგეგმო მოცულობა მისი ცალკეული სახეობის ჭრილში, აგრეთვე, არამატერიალური და საბრუნაო აქტივების სიდიდე, რომელიც უზრუნველყოფს მისი საწარმოო-კომერციული საქმიანობის მოცულობის ზრდას. ამ ზრდის სიდიდე ზუსტდება ადრე დაუმთავრებელი კაპიტალური მშენებლობის სიდიდის, დინამიკის გათვალისწინებით. (დაუმთავრებელი კაპიტალური დაბანდებები);

3. რეალური ინვესტირების ფორმების განსაზღვრა. ეს ფორმები განისაზღვრება საწარმოს იმ **სახვესტიციო საქმიანობის კონკრეტული მიმართულებებიდან გამომდინარე, რომელიც უზრუნელყოფს მისი ძირითადი სახსრებისა და არამატერიალური აქტივების კელავწარმოებას, ასევე საკუთარი აქტივების სიდიდის გაფართოებას;**

4. ინვესტიციური პროექტების შემუშავება (შერჩევა), რომელიც შეესაბამება რეალური ინვესტირების მიზნებსა და ფორმებს. მსხვილმასშტაბიანი რეალური ინვესტიციების ყველა ფორმა (გარდა შეძენისშემთხვევისა და მოწყობილობის ცალკეული სახეების განახლებისა, მათ ცვეთასთან დაკავშირებით) განიხილება, როგორც რეალური საინვესტიციო პროექტები. ასეთი ინვესტიციური პროექტების მოშზადება მოითხოვს მათი ბიზნეს-გეგმების დამუშავებას თვით საწარმოს ჩარჩოებში. მცირე რეალური ინვესტიციური პროექტებისათვის დასაშვებია ბიზნეს-გეგმის მოკლე ვარიანტის შემუშავება (რომელშიც გადმოცემულია მხოლოდ ის განყოფილებები, რომლებიც პირდაპირ განსაზღვრავს მისი განხორციელების მიზანშეწონილებას). ამის გარდა, მართვის ამ ეტაპის პროცესში შეისწავლება ინვესტიციურ ბაზარზე მიმდინარე მიწოდება. შესწავლისათვის შეირჩევა ცალკეული რეალური ინვესტიციური ობიექტები, რომლებიც შედარებით შეესაბამებიან საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებებს, (მისი დარგობრივი და რეგიონალური დივერსიფიკაცია); გასათვალისწინებელია ცალკეული აქტივების შეძენის შესაძლებლობები და პირობები (ტექნიკა, ტექნოლოგია და ა.შ.) მათი მოქმედი სახეების შემადგენლობის განახლებისათვის; ტარდება ინვესტირების შერჩეული ობიექტების სიღრმისეული ექსპერტიზა;

5. ცალკეული ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასება რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით. მოსამზადებელ ეტაპზე შემუშავებული ან შერჩეული საინვესტიციო პროექტები ექვემდებარება სიღრმისეულ ანალიზს და შეფასებას მათი ეფექტიანობის პოზიციებიდან საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის კრიტერიუმით. პარალელურად იდენტიფიცირდება და ფას-დება რისკები, რომელიც დამახასიათებელია ყოველი კონკრეტული ინვესტიციური პროექტისთვის. მოწმდება მისი საერთო დონის შესაბამისობა პროექტების შემოსავლიანობის მოსალოდნელ დონესთან.

მართვის ამ ეტაპის პროცესში ცალკეული საინვესტიციო პროცესების რისკებთან ერთად ფასდება მთლიანად საწარმოს რეალურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული რისკები. საინვესტიციო საქმიანობის ეს მიმართულება დაკავშირებულია დიდი ოდენობით საკუთარი კაპიტალის გამოყოფასთან და, როგორც

წესი, საგრძლიეი პერიოდით. რამაც შეიძლება გამოიწვიოს მიმდინარე ვალდებულებების მიხედვით საწარმოს გადახდისუნარიანობის დონის შემცირება. ამის გარდა, ხშირად ცალკეული ინვესტიციური პროექტების დაფინანსება ხორციელდება ნასესხები კაპიტალის მნიშვნელოვანი მოცულობის მოზიდვის ხარჯზე, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს საწარმოს ფინანსური მდგრადობის შემცირება გრძელვადიან პერიოდში. მართვის პროცესში საჭიროა წინასწარი პროგნოზირება იმისა, თუ როგორ გაელენას მოახდენს ინვესტიციური რისკები საწარმოს შემოსავლიანობაზე, გადახდისუნარიანობასა და ფინანსურ მდგრადობაზე.

6. საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირება — ცალკეული ინვესტიციური პროექტების შეფასების საფუძველზე, მართვის ამ ეტაპის პროცესში ხდება მათი **რანჟირება** შემოსავლიანობის დონის, რისკისა და ლიკვიდობის, საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის საერთო მიზნებთან შესაბამისობის დონის კრიტერიუმების მიხედვით. ობიექტური შეზღუდვებიდან გამომდინარე, დაგეგმილი რეალური ინვესტირების და ინვესტიციური რესურსების ფორმირების საერთო მოცულობა, საწარმოს ინვესტიციურ პროგრამაში ერთვება საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ სტრატეგიულ პერიოდში მისი განვითარების მაღალ ტემპს და საბაზრო ღირებულების ზრდას.

ეს პროგრამა ყალიბდება განმსაზღვრელი პრიორიტეტული მიზნით (შემოსავლიანობის მაქსიმიზაცია ინვესტიციური რისკის მინიმიზაცია), რეალური ინვესტიციების პროგრამის შემდგომი ოპტიმიზაციის აუცილებლობა კი არ არის. თუკი გათვალისწინებულია ცალკეული მიზნების ბალანსირება, მაშინ საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის ოპტიმიზაცია ხდება რეალური მიზნობრივი კრიტერიუმების მიხედვით, მათი ბალანსირებულობის მიღწევისათვის, რის შედეგადაც მიიღება უშუალო რეალიზაციისათვის.

7. ცალკეული ინვესტიციური პროექტების და საინვესტიციო პროგრამების რეალიზაციის უზრუნველყოფა — ძირითადი ინსტრუმენტები, რომლებიც უზრუნველყოფს ყოველი კონკრეტული რეალური ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციას, არის მისი დაფინანსების რეალური სქემა, ასევე წინასწარ შემუშავებული კაპიტალური ბიუჯეტი და ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გრაფიკი.

პროექტის დაფინანების სქემა განსაზღვრავს მისი განხორციელების ფინანსურ ბაზას და აუცილებელია ფინანსური რესურსების ფორმირების და ცალკეული სამუშაოების შესრულების ბიუჯეტების შემუშავებისთვის.

კაპიტალური ბიუჯეტი მუშავდება, როგორც წესი, ერთ წლამდე ვადით და ასახავს რეალური პროექტის განხორციელებასთან დაკავშირებულ ყველა ხარჯს და სახსრების შემოსელას.

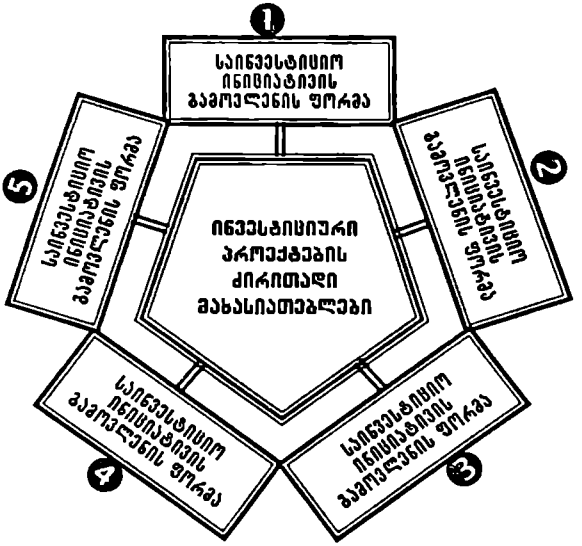
ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გრაფიკი (პროგრამები) განსაზღვრავს შესრულების დროის საბაზო პერიოდებს ცალკეული სახის სამუშაოებისათვის და შესრულების პასუხისმგებლობის დაკისრებას (და შესაბამისად სამუშაოს ცალკეული ეტაპების შეუსრულებლობის რისკებს) და დამკვეთის კონკრეტული წარმომადგენლების (საწარმოს) ან მოიჯარადისათვის მათი ფუნქციონალური ვალდებულებების შესაბამისად, რაც გადმოცემულია სამუშაოთა შესრულების კონტრაქტში.

8. ინვესტიციური პროექტების და საინვესტიციო პროგრამების რეალიზაციის მუდმივი მონიტორინგისა და კონტროლის უზრუნველყოფა — რეალური ინვესტიციების მართვის ეს ეტაპი რეალიზდება საწარმოში ორგანიზებული საინვესტიციო კონტროლინგის ჩარჩოებში ცალკეული ინვესტიციური პროექტის ძირითადი საშედეგო მაჩვენებლების მიხედვით (მისი სასიცოცხლო ციკლის დასრულებამდე) და მთლიანად ინვესტიციური პროგრამის მიხედვით.

5.2. ინვესტიციური პროექტების სახეები და მოთხოვნები მათი დამუშავებისადმი

საწარმოს ინვესტიციური პროექტის ძირითადი მახასიათებლები

საწარმოს რეალური ინვესტიციები ფინანსური მართვის ძირითადი ობიექტია ინვესტიციური პროექტი. ცნებას „ინვესტიციურ პროექტს" მრავალასპექტიანი შინაარსი აქვს. რომელიც განისაზღვრება შემდეგი არსებითი მახასიათებლებით (ნახ. 5.3):



ნახ. 5.3. საწარმოს ინვესტიციური პროექტების ძირითადი მახასიათებლები

1. ინვესტიციური ინიციატივის გამოვლენის ფორმა — ნებისმიერი ინვესტიციური პროექტი ხასიათდება, პირველ რიგში, როგორც დოკუმენტალურად გაფორმებული საინვესტიციო ინიციატივა, რომელიც დაკავშირებულია საწარმოს ფუნქციონირებასა და მის საინვესტიციო საქმიანობასთან. საინვესტიციო ინიციატივის გაფორმება ხორციელდება საერთოდ აღიარებული განყოფილებებისა და ძირითადი მაჩვენებლების ფორმით. ინვესტიციური პროექტის მომზადების ინიციატორი, როგორც წესი, თვით საწარმოა, თუმცა მისი შემუშავება შეიძლება გარეშე სპეციალისტებსაც დაევალოს.

2. კაპიტალის დაბანდების ობიექტი — ნებისმიერი ინვესტიციური პროექტი შეიძლება რეალიზებული იყოს მხოლოდ მისი განხორციელებისათვის საჭირო კაპიტალის დაბანდების პირობებში. ეს კაპიტალი შეიძლება მოიზიდოს ნებისმიერი ფორმით. მატერიალურ, არამატერიალური, ფინანსური და ა.შ. სავალდებულო არაა დაბანდებული კაპიტალი კორესპონდირებული იყოს სრული მოცულობით, (ცალკეულ შემთხვევაში – ნაწილობრივაც კი) ინვესტიციური პროექტის ინიციატორის საკუთრებაზე უფლებით.

3. წინასწარ დასახული საინვესტიციო მიზნების განხორციელება — საწარმოო ინიცირებას უკეთებს მხოლოდ ისეთი ინვესტიციური პროექტების შემუშავებას, რომელიც მას დაეხმარება მისი საინვესტიციო პოლიტიკით განსაზღვრული მიზნების განხორციელებაში. ნებისმიერი ინვესტიციური პროექტის ასეთი მიზანმიმართულება არის მისი ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მახასიათებელი, რომელიც

მის დამუშავებასა და განხორციელებას გარკვეულ აზრს ანიჭებს.

4. გეგმით განსაზღვრული კონკრეტული შედეგების მიღწევაზე ორიენტაცია — ინვესტიციური პროექტის მიზნები აისახება კონკრეტულ მაჩვენებლებში, რომელიც ხასიათდება როგორც მისი მნიშვნელოვანი შედეგების სისტემა. ეს შედეგები აისახება სხვადასხვა სახის გეგმებში, რომლებიც შემუშავებულია ინვესტიციური პროექტის მოშზადების პროცესში. შემსრულებელთა მთელი ძალისხმევა მიღებული ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის პროცესში გეგმით განსაზღვრული კონკრეტული შედეგების მიღწევაზე.

5. რეალიზაციის დეტერმინირება დროში. ნებისმიერი ინვესტიციური პროექტის მნიშვნელოვანი მახასიათებელია მისი სასიცოცხლო ციკლის საერთო პერიოდი (საპროექტო ციკლი). ყველა სახის რესურსის გამოყენება, კონკრეტული დაგეგმილი შედეგებისა და ინვესტიციური პროექტის საერთო მიზნების მიღწევა. დაკავშირებულია განსაზღვრულ ვადებთან და დროის ინტერვალებთან.

ინვესტიციური პროექტის განხილული მნიშვნელოვანი მახასიათებლების გათვალისწინებით, იგი შეიძლება შემდეგნაირად განიმარტოს: **ინვესტიციური პროექტი წარმოადგენს სამეურნეო სუბიექტის დოკუმენტურად გაფორმებულ საინვესტიციო ინიციატივის გამოელენას, რომელიც ითვალისწინებს კაპიტალის დაბანდებას რეალური ინვესტირების განსაზღვრულ ობიექტში და დროში დეტერმინირებული განსაზღერული საინვესტიციო მიზნების შესრულებასა და დაგეგმილი კონკრეტული შედეგების მიღებაზეა ორიენტირებული.**

რეალური ინვესტირების ისეთი ფორმებისათვის, როგორიცაა **ცალკეული სახის მოწყობილობის განახლება,სხვადასხვა არამატერიალური აქტივების შეძენა, მატერიალური საბრუნავი აქტი-ვების მარაგების გადიდება, რომლებიც, როგორც წესი, არ მოითხოვს დიდ საინვესტიციო ხარჯებს, ინვესტიციური პროექტების დასაბუთება საწარმოს შიდა სამსახურებრივი დოკუმენტის ფორმას ღებულობს (მოხსენებითი ბარათი, განაცხადი და ა.შ.), რომელშიც გადმოცემულია მოტივაცია, ობიექ-ტური მიმართულება, ინვესტირების საჭირო მოცულობა და ახვევ მისი მოსალოდნელი ეფექტიანობა.**

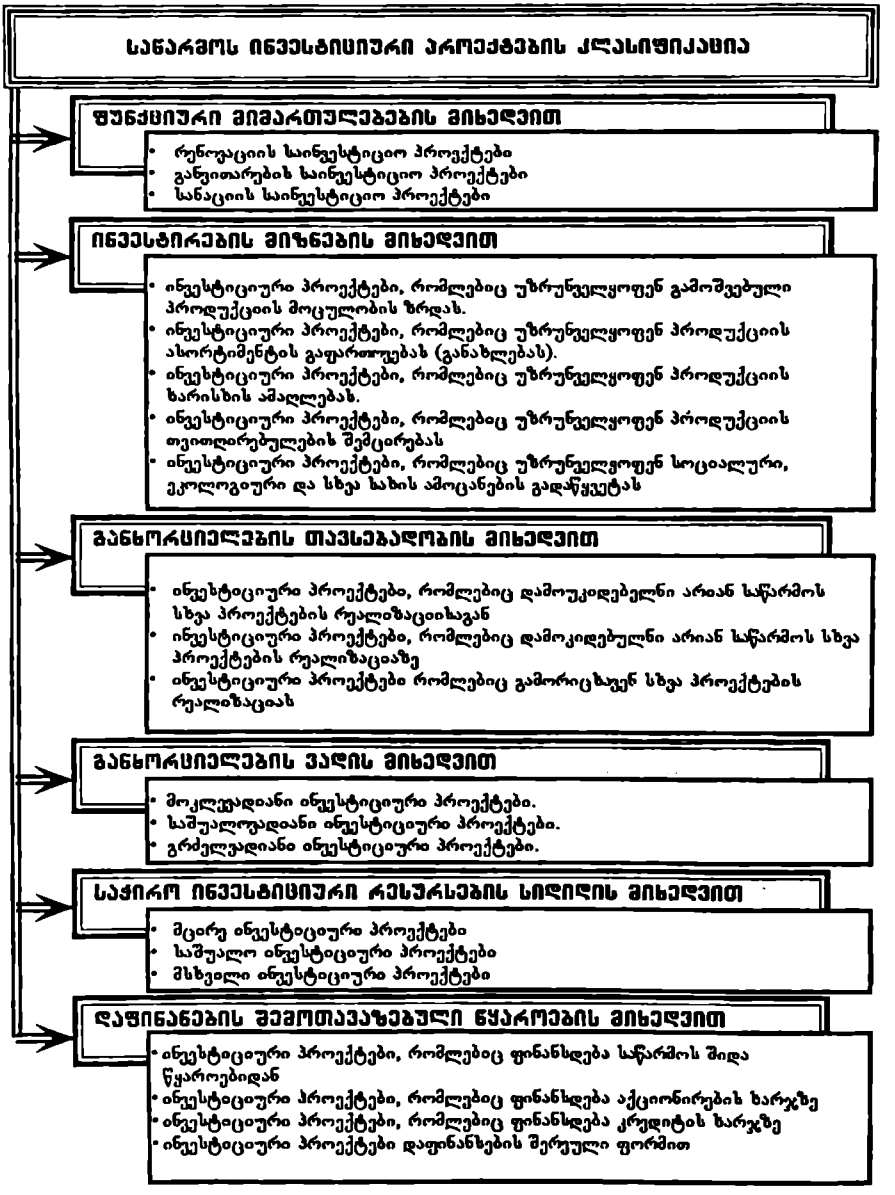
ისეთი რეალური ინვესტირების ფორმების განხორციელებისას, როგორიცაა მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსების შეძენა, ახალი მშენებლობა პროფილის შეცვლა, საწარმოს რეკონსტრუქცია და ფართომასშტაბიანი მოდერნიზაცია, ინვესტიციური პროექტის მოშზადებისადმი მოთხოვნები მნიშვნელოვნად იზრდება. თანამედროვე ეკონომიკურ პირობებში საწარმოებს არ შეუძლიათ უზრუნველყონ თავიანთი სტრატეგიული განვითარება მხოლოდ შიდა ფინანსური რესურსების ხარჯზე და საინვესტიციო მიზნებისათვის მნიშვნელოვანი მოცულობის სახსრების დაფინანსების გარე წყაროების მიმართავენ. ამავე დროს ნებისმიერ მსხვილ გარეშე ინვესტორს ან კრედიტორს ზუსტი და ნათელი წარმოდგენა უნდა ჰქონდეს პროექტის სტრატეგიული კონცეფციასა, მის მასშტაბებზე, მისი შედეგიანობის მარკეტინგულ, ეკონომიკურ და ფინანსურ მაჩვენებლებზე; აუცილებელი ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდესა და მათი დაბრუნების ვადებზე, სხვა მახასიათებლებზე. დამუშავებული რეალური ინვესტიციური პროექტი შესაძლებელს ხდის ჯერ საწარმოს მეპატრონეებმა და მენეჯერებმა, ხოლო შემდეგ კი გარეშე ინვესტორებმა ყოველმხრივ შეაფასოს მისი რეალიზაციის მიზანშეწონილობა და ეფექტიანობა.

საწარმოს ინვესტიციური პროექტების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

საწარმოს რეალური ინვესტირების ცალკეული ფორმების ჭრილში დამუშავებული ინვესტიციური პროექტები კლასიფიცირდება სხვადასხვა ნიშნების მიხედვით (ნახ. 5.4.).

1. ფუნქციური მიმართულებების მიხედვით გამოყოფენ საწარმოს ინვესტიციური პროექტების შემდეგ სახეებს:

— რენოვაციის საინვესტიციო პროექტები. ასეთი სახის პროექტები მიმართულია მწყობრიდან გამოსული ძირითადი საშუალებებისა და არამატერიალურ აქტივების შეცვლაზე და როგორც წესი, ხორციელდება საწარმოს საამორტიზაციო ფონდის ხარჯზე.



ნახ. 5.4. საწარმოს ინვესტიციური პროექტების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

— განვითარების ინვესტიციური პროექტები. ასეთი პროექტები ახასიათებს საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის გაფართოებული კვლავწარმოებას, რომელიც უზრუნველყოფს მის ზრდას სამეურნეო განვითარების ყოველ ახალ ციკლში. ასევე, მნიშვნელოვნად აუმჯობესებს საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდას.

— სანაცვლო ინვესტიციური პროექტები. ასეთი სახის პროექტები მუშავდება საწარმოს ანტიკრიზისული განვითარების პირობებში და მიმართულია, როგორც წესი, მისი ქონების რეკონსტრუქციაზე ან ცალკეული სახეობის საქმიანობაზე.

2. ინვესტირების მიზნების მიხედვით თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში განასხვავებენ:

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფს გამოშვებული პროდუქციის მოცულობის ზრდას. ასეთი სახის პროექტები დაკავშირებულია რეალური ინვესტორების ისეთი ფორმების რეალიზაციასთან, როგორიცაა ახალი მშენებლობა, რეკონსტრუქცია, მოწყობილობის პარკის გაფართოება, მატერიალური საბრუნავი აქტივების მარაგების ზრდის უზრუნველყოფა.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ პროდუქციის ასორტიმენტის გაფართოებას (განახლებას). ისინი დაკავშირებულია რეალური ინვესტირების ისეთი ფორმების განხორციელებასთან, როგორიცაა მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსების შეძენა, (სხვა დარგობრივი პროფილის საწარმოები, რომლებიც უზრუნველყოფენ სინერგიზმის ეფექტის მიღებას), ახალი მშენებლობა, პროფილის შეცვლა.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ პროდუქციის ხარისხის ამაღლებას. ასეთი პროექტები დაკავშირებულია წარმოების მოდერნიზაციისა და რეკონსტრუქციის განხორციელებასთან, რომელთა პროცესში ინერგება ახალი ტექნოლოგიები და თანამედროვე ტექნიკა.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფს პროდუქციის თვითღირებულების შემცირებას. როგორც წესი, ამ პროექტებით ასევე დაკავშირებულია წარმოების რეკონსტრუქციისა და გადაიარაღებასთან, მაგრამ განსხვავებით წინა შემთხვევისგან, სხვა მიზნობრივი ეფექტით.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფს სოციალური, ეკოლოგიური და სხვა სახის ამოცანების გადაწყვეტას. ამ პროექტებით საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის არაეკონომიკური მიზნების რეალიზაციასაც ახორციელებენ.

3. განხორციელების თავსებადობის მიხედვით გამოყოფენ:

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც დამოუკიდებელნი არიან საწარმოს სხვა პროექტების რეალიზაციასთან. ასეთი პროექტები ხასიათდება ინვესტიციური მიზნების მიღწევის დიდი ალტერნატიულობით საწარმოს რეალური ინვესტირების ცალკეული ფორმის მიხედვით.

მათ ასევე აქვთ დიდი ალტერნატიულობა განხორციელების დროის მიხედვით.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც დამოკიდებულია საწარმოს სხვა პროექტების რეალიზაციაზე. პრინციპში, ასეთი პროექტების კომპლექტი შეიძლება განიხილოს როგორც საწარმოს ერთიანი ინტეგრალური ინვესტიციური პროექტი, რომლის ცალკეული შემდგენელი სტრუქტურის ელემენტები შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ განსაზღვრული ტექნოლოგიური ან დროითი თანმიმდევრობით.

— ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც გამორიცხავს სხვა პროექტების რეალიზაციას. ასეთი პროექტები მიმართულია კონკრეტული ინვესტიციური მიზნის რეალიზაციაზე და გამორიცხავს მისი ალტერნატიული სახეების გამოყენების შესაძლებლობას.

4. განხორციელების ვადის მიხედვით საინვესტიციო პროექტები ჯგუფდება შემდეგნაირად:

— მოკლევადიანი ინვესტიციური პროექტები. ასეთი პროექტები ხორციელდება ერთ წლამდე დროის პერიოდში. ისინი დაკავშირებულია რეალური ინვესტირების ისეთ ფორმებთან, როგორიცაა ცალკეული სახის მოწყობილობის განახლება, ინოვაციური ინვესტირება, მატერიალური საბრუნავი აქტივების გარიგების ზრდის ინვეტირება.

— საშუალოვადიანი ინვესტიციური პროექტები. ასეთი პროექტების რეალიზაციის პერიოდი

შეადგენს ერთიდან ათი წლამდე. განხორციელების ასეთ დროს, როგორც წესი, მოიცავენ ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საწარმოს ტექნიკური საშუალებების მოდერნიზაციას, მის რეკონსტრუქციას, მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსების შეძენას.

— **გრძელვადიანი საინვესტიციო პროექტები.** ასეთი ინვესტიციური პროექტების რეალიზაცია მოითხოვს სამ წელზე მეტს. რეალიზაციის ასეთი პერიოდი დამახასიათებელია ახალი მსხვილ-მაშსტაბიანი მშენებლობის ან საწარმოს პროფილის შეცვლის პროექტებთან, რომლებიც საწარმოს სრული რეკონსტრუქციის ფონზე ხორციელდება.

5. საჭირო ინვესტიციური რესურსების სიდიდის მიხედვით საწარმოს დონეზე ინვესტიციური პროექტები იყოფა შემდეგნაირად:

— **მცირე ინვესტიციური პროექტები.** ასეთი მონეტების რეალიზაციისათვის ინვესტიციების მოცულობა შეადგენს არა უმეტეს 100 ათასი $-სა.

— **საშუალო ინვესტიციური პროექტები.** საინვესტიციო რესურსების აუცილებელი სიდიდე ასეთი პროექტების რეალიზაციის უზრუნველყოფისათვის მერყეობს 100-დან 1000 ათას $-მდე.

— **მსხვილი ინვესტიციური პროექტები.** ასეთი პროექტების რეალიზაციისათვის საჭირო ინვესტიციური რესურსების სიდიდე, როგორც წესი, აჭარბებს ერთ მილიონ $-ს. ინვესტიციური პროექტების ამ ნიშნის მიხედვით განხილვისას უნდა აღინიშნოს, რომ მათი დაყოფის კრიტერიუმები, მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული საწარმოს დარგობრივ კუთვნილებაზე. ამიტომ პროექტების დიფერენციაცია მოცემული ნიშნის მიხედვით უნდა დაკონკრეტდეს ცალკეული დარგების ჩარჩოებში.

6. დაფინანსების შემოთავაზებული წყაროების მიხედვით გამოყოფენ:

— **ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც ფინანსდებიან საწარმოს შიდა წყაროებიდან.** დაფინანსების ასეთი ფორმა დამახასიათებელია საწარმოს მხოლოდ მცირე ინვესტიციური პროექტებისათვის, რომლის დროს მიიღწევა მისი რეალური ინვესტირების ისეთი ფორმების რეალიზაცია, როგორიცაა მისი მატერიალური საბრუნავი, აქტივების მარაგების ზრდის უზრუნველყოფა, ცალკეული სახის მოწყობილობის განახლება, არამატერიალური აქტივების, შედარებით იაფი სახეობის შეძენის უზრუნველყოფა.

— **ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც ფინანსირდებიან აქციონირების ხარჯზე.** აქციების ემისია შეიძლება გამოიყენონ როგორც საშუალო, ასევე მსხვილ ინვესტიციურ პროექტებში, რომელთაც სტრატეგიული მნიშვნელობა აქვს.

— **ინვესტიციური პროექტები, რომლებიც ფინანსდებიან კრედიტის ხარჯზე.** ასეთი ინვესტიციური პროექტები დაკავშირებულია ჩვეულებრივ, მოწყობილობის ფინანსურ ლიზინგთან. გრძელვადიანი საბანკო კრედიტის მაღალი ღირებულება თანამედროვე პირობებში აფერხებს ასეთი სახის ინვესტიციური პროექტების გამოყენებას.

— **ინვესტიციური პროექტები დაფინანსების შერეული ფორმით.** ასეთი პროექტები თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში ყველაზე გავრცელებულ ფორმას წარმოადგენს.

შემდგომში საწარმოებს ზემოთ განხილული კლასიფიკაციის მიხედვით დაჯგუფებული ყველა სახის ინვესტიციური პროექტის დამუშავებისადმი მოთხოვნების დიფერენციაცია.

საწარმოს შიდა წყაროების ხარჯზე დაფინანსებული მცირე ინვესტიციური პროექტების დასაბუთება ქვედანაყოფებისა და მაჩვენებლების შემჭიდროვებული წრით ხდება. ასეთი დასაბუთება შეიძლება მოიცავდეს მხოლოდ ინვესტიციური პროექტის განხორციელების მიზანს, მის ძირითად პარამეტრებს, აუცილებელი ფინანსური სახსრების მოცულობას, ინვესტიციების განხორციელების ეფექტიანობის მაჩვენებლებს, ასევე საინვესტიციო და პროექტის განხორციელების სქემას (კალენდარულ გეგმას).

საშუალო და მსხვილი ინვესტიციური პროექტებისათვის, რომელთა რეალიზაციის დაფინანსება ორიენტირებულია გარე წყაროებზე, საჭიროა სრულმასშტაბიანი დასაბუთება შესაბამისი ნაციონალური და საერთაშორისო სტანდარტების მიხედვით. ინვესტიციური პროექტების ასეთი დასაბუთება ექვემდებარება განსაზღვრულ ლოგიკურ სტრუქტურას, რომელიც ატარებს

უნიფიცირებულ ხასიათს განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების უმრავლესობაში (ამ აღიარებული სტრუქტურიდან გადახრა გამოწვეულია მხოლოდ დარგობრივი თავისებურებებით და რეალური ინვესტიციების განხორციელების ფორმებით).

საწარმოს დასამუშავებელი ინვესტიციური პროექტის სტრუქტურა ძირითადი ქვედანაყოფების მიხედვით

ინვესტიციური პროექტების დასაბუთება ითვალისწინებს მათ განსაზღვრულ სტრუქტურირებას, ინვესტიციური პროექტების ფინანსური მართვის პოზიციებიდან. შედარებით აქტუალურია მათი სტრუქტურება სასიცოცხლო (საპროექტო) ციკლის ცალკეული სტადიების (ფაზების) მიხედვით, ასევე მისი დანაყოფების ფუნქციური მიმართულებების მიხედვით.

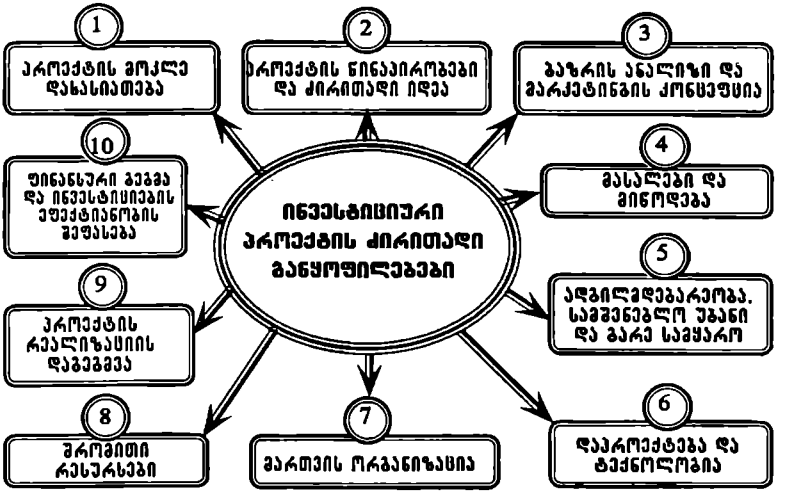
სასიცოცხლო ციკლის (საპროექტო ციკლის) მიხედვით გამოიყოფა:

- წინასაინვესტიციო სტადია, რომლის პროცესში მუშავდება ალტერნატიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ვარიანტები, ხდება მათი შეფასება და ხდება მათი კონკრეტული ვარიანტების რეალიზაცია;

  საინვესტიციო სტადია, რომლის პროცესში ხორციელდება მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების უშუალო რეალიზაცია;

  პოსტინვესტიციური სტადია, რომლის პროცესში ხორციელდება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გათვალისწინებულ პარამეტრების განხორციელებაზე კონტროლი ინვესტირების ობიექტის ექსპლუატაციის პროცესში.

ქვედანაყოფების ფუნქციონალური მიმართულებების მიხედვით ინვესტიციური პროექტი აიგება ცალკეული საერთაშორისო ორგანიზაციის რეკომენდაციების შესაბამისად. ასე მაგალითად, **იუნიდოს** რეკომენდაციების შესაბამისად (გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის სამრეწველო განვითარების სახით), ინვესტიციური პროექტი უნდა შეიცავდეს შემდეგ ძირითად განყოფილებებს (ნახ. 5.5).



ნახ.5.5. საწარმოს დასამუშავებელი ინვესტიციური პროექტის სტრუქტურა ძირითადი ქვედანაყოფების მიხედვით

1. პროექტის მოკლე დახასიათება (ან მისი რეზიუმე). ამ განყოფილებაში მოცემულია დასკვნები დამუშავებული პროექტის ცალკეული ძირითადი ასპექტების მიხედვით ყველა ალტერნატიული ვარიანტის განხილვის შემდეგ, როცა პროექტის კონცეფცია, მისი დასაბუთება და რეალიზაციის

ფორმები უკვე განსაზღვრულია. ამის მიხედვით, ინვესტორმა უნდა გააკეთოს დასკვნა პასუხობს თუ არა პროექტი მისი საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებას და საინვესტიციო სტრატეგიას; შეესაბამება თუ არა იგი მისი საინვესტიციო რესურსების პოტენციალს, ითვალისწინებს თუ არა მისი პროექტი რეალიზაციის პერიოდს და დაბანდებული კაპიტალის ვალის დაბრუნებას და ა.შ.

2. პროექტის წინაპირობები და ძირითადი იდეა. ამ განყოფილებაში ჩამოთვლილია პროექტის შედარებით მნიშვნელოვანი პარამეტრები, რომლებიც მისი რეალიზაციის დროს გამოდიან განსაზღვრული მაჩვენებლების როლში. განიხილება პროექტის განთავსების რეგიონი საბაზრო და რესურსულ გარემოსთან კავშირში, დგება პროექტის რეალიზაციის გრაფიკი და განისაზღვრება მისი ინიციატორი.

3. ბაზრის ანალიზი და მარკეტინგის კონცეფცია. მასში გადმოცემულია მარკეტინგული კვლევის შედეგები, ხდება მარკეტინგული კონცეფციის დასაბუთება და მუშავდება მისი ბიუჯეტის პროექტი.

4. მასალები და მიწოდება. ეს განყოფილება მოიცავს გამოყენებული ნედლეულისა და მასალების კლასიფიკაციას, მათზე მოთხოვნის სიდიდეს, ძირითადი ნედლეულის არსებობას რეგიონში და მის უზრუნველყოფას. ნედლეულისა და მასალების მოწოდების პროგრამა და მათთან დაკავშირებული დანახარჯები.

5. ადგილმდებარეობა, სამშენებლო უბანი და გარე სამყარო. ამ განყოფილებაში თანმიმდევრულადაა დახასიათებული პროექტის ადგილმდებარეობა, ბუნებრივი გარემომცველი გარემოს ხასიათი, მასზე ზემოქმედების ხარისხი პროექტის რეალიზაციას, სოციალურ-ეკონომიკური პირობები რეგიონში და ინოვაციური კლიმატი, საწარმოო და კომერციული ინფრასტრუქტურის მდგომარეობა, სამშენებლო უბნის შერჩევა განხილული ალტერნატივების გათვალისწინებით სამშენებლო უბნის ათვისებასთან დაკავშირებული ხარჯების შეფასება.

6. დაპროექტება და ტექნოლოგია. ამ განყოფილებაში უნდა წარმოდგენილი იყოს საწარმოო პროგრამა და საწარმოს საწარმოო სიმძლავრეების დახასიათება. ტექნოლოგიების შერჩევა და წინადადებები მათი შეძენისა და გადაცემის შესახებ, საწარმოს თანმიმდევრული დაგეგმვა და ძირითადი საპროექტო-საკონსტრუქტორო სამუშაოები, ძირითადი მანქანებისა და მოწყობილობების ჩამოთვლა და მოთხოვნები მათი ტექნიკური მომსახურებისათვის ყოველივე ამასთან დაკავშირებული ინვესტიციური დანახარჯების შეფასება.

7. მართვის ორგანიზაცია. ამ განყოფილებაში მოტანილია საწარმოს ორგანიზაციული სქემა და მართვის სისტემა. საბუთდება მართვის კონკრეტული ორგანიზაციული სტრუქტურა საქმიანობის სფეროების პასუხისმგებლობის ცენტრების მიხედვით. განიხილება ზედნადები ხარჯების თანმიმდევრული სქემა, რაც დაკავშირებულია მართვის ორგანიზაციასთან.

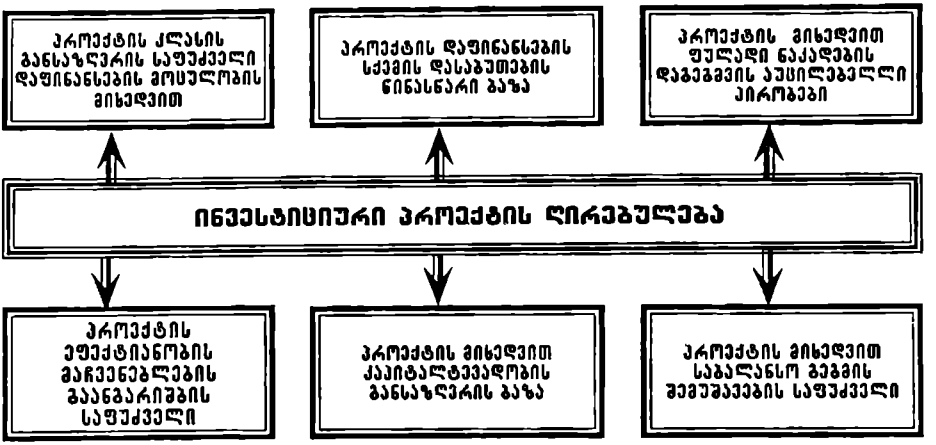
8. შრომითი რესურსები. ეს განყოფილება მოიცავს მოთხოვნებს პერსონალის კატეგორიებისა და ფუნქციებისადმი, მისი ფორმირების შესაძლებლობების შეფასებას რეგიონში, შრომითი რესურსების მოზიდვის, მუშაკთა სწავლების გეგმისა და ამასთან დაკავშირებული ხარჯების შეფასების ორგანიზაციას.

9. პროექტის რეალიზაციის დაგეგმვა. ამ განყოფილებაში საბუთდება პროექტის განხორციელების ცალკეული სტადიები, მუშავდება მისი რეალიზაციის გრაფიკი და პროექტის რეალიზაციის ბიუჯეტი.

10. ფინანსური გეგმა და ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება. ეს განყოფილება მოიცავს ფინანსურ პროგნოზს და ფინანსური გეგმების ძირითად სახეებს. ინვესტიციური დანახარჯების მთლიან მოცულობას, ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების მეთოდებსა და შედეგებს, საინვესტიციო რისკების შეფასებას. საწარმოს ინვესტიციური პროექტების დამუშავება შეიძლება განხორციელდეს სპეციალური კომპიუტერული პროგრამების მეშვეობით. ესენია: COMFAR; PROJECT; EXPERT და სხვა.

5.3. ინვესტიციური პროექტის ღირებულების განსაზღვრა და მისი დაფინანსების სქემის დასაბუთება

ინვესტიციური პროექტების ფინანსური მართვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ამოცანა მოშზადების სტადიაზე არის მისი ღირებულების ანუ, **„პროექტის ინვესტიციური დანახარჯების მთლიანი თანხის"** განსაზღვრა. პროექტების მართვის სისტემაში ეს მაჩვენებელი მრავალასპექტიან როლს ასრულებს. ამის შესახებ მსჯელობა შეიძლება 5.6. სქემის მონაცემების მიხედვით.



ნახ. 5.6. ინვესტიციური პროექტის ღირებულების მაჩვენებლების როლი ფინანსურ მართვაში

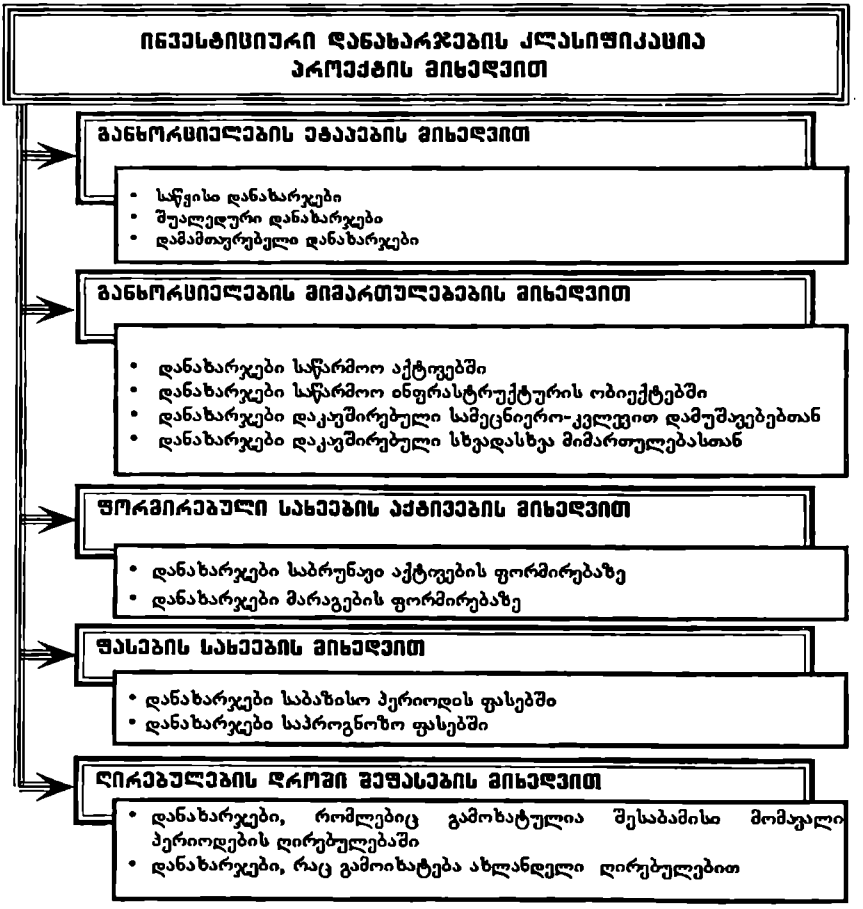
ინვესტიციური პროექტის ღირებულება განისაზღვრება მისი ფინანსური გეგმის შემადგენლობაში, რომელიც მისი მოშზადების ბოლო ეტაპია. ეს შესაძლებლობას იძლევა მისი გათვლის პროცესში მოხდეს ინვესტიციური დანახარჯების საპროგნოზო მაჩვენებლების გათვლა ინვესტიციური პროექტის სხვა ყველა განყოფილებების მიხედვით – მიწის ნაკვეთის ათვისება, საწარმოო მასალების საქმიანობის უზრუნველყოფა, აუცილებელი სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოები და სხვ.

ინვესტიციური დანახარჯების ცალკეული ელემენტები სრული ღირებულების გათვლის ინტეგრაციული ხასიათი, შესაძლებელს ხდის ამ მაჩვენებლის სტრუქტურირებას სხვადასხვა ნიშნის მიხედვით. თანამედროვე პრაქტიკაში ინვესტიციური დანახარჯები რეალური პროექტების მიხედვით კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით. (ნახ. 5.7.) უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ ინვესტიციური დანახარჯების ცალკეული სახეები, რომლებიც აყალიბებს ინვესტიციური პროექტის საერთო ღირებულებას.

1. განხორციელების ეტაპების მიხედვით ინვესტიციური დანახარჯები იყოფა საწყის, შუალედურ და დამამთავრებელ ხარჯებად.

საწყისი ინვესტიციური დანახარჯები შეადგენს ინვესტიციური პროექტის ღირებულების ფორმირების საფუძველს. ესენია ინვესტიციების მოცულობა ყველა სახის აქტივის და სამუშაოს განხორციელება საწყისი ფორმირების მიხედვით, რაც დაკავშირებულია პროექტის ექსპლუატაციისათვის მომზადებასთან.

შუალედური ინვესტიციური დანახარჯები დაკავშირებულია პროექტის ექსპლუატაციის პროცესში საქმიანობის მოცულობის გაფართოებასთან, მის დაყვანასთან სრულ საპროექტო სიმძლავრემდე. ამ დანახარჯებში ჭარბობს საბრუნავ აქტივებში დამატებითი ინვესტიციები.



ნახ. 5.7. პროექტზე ინვესტიციური დანახარჯების კლასიფიკაცია სხვადასხვა ნიშნების მიხედვით

დამამთავრებელი ინვესტიციური დანახარჯები საპროექტო ციკლის დასრულების სტადიაზე ხორციელდება და ობიექტს სალიკვიდაციოდ ამზადებს.

2. განხორციელების მიმართულებების მიხედვით ინვესტიციური დანახარჯები იყოფა კაპიტალის დაბანდებად საწარმოო აქტივებში, ინფრასტრუქტურის ობიექტებში სამეცნიერო-კვლევით დამუშავებებში და სხვა მიმართულებით.

საინვესტიციო დანახარჯები საწარმოო აქტივებში შეადგენს უპირატეს წილს ინვესტიციური პროექტის ღირებულების საერთო მოცულობაში. სწორედ ეს აქტივები უზრუნველყოფენ პროექტის ძირითადი იდეის განხორციელებას.

ინვესტიციური დანახარჯები საწარმოო ინფრასტრუქტურის ობიექტებში დაკავშირებულია ტერიტორიის ათვისებასა და მოწესრიგებასთან, ობიექტთან მისასვლელი გზების მშენებლობასთან ელექტროგადამცემი ხაზების გაყვანასთან ეკოლოგიური უსაფრთხოების უზრუნველყოფასთან,

სოციალური და საყოფაცხოვრებო დანიშნულების ობიექტების მშენებლობასთან.

ინვესტიციური დანახარჯები სამეცნიერო-კვლევით დამუშავებებთანაა დაკავშირებული, როგორც წესი, საპროექტო ციკლის წინასაინვესტიციო სტადიასთან და ხელს უწყობს ახალი ტექნიკური საშუალებების, პროგრესულ ტექნოლოგიებს, ახალი სახის მასალების შემუშავებას.

3. ფორმირებული სახეების აქტივების მიხედვით ინვესტიციური დანახარჯები იყოფა კაპიტალის დაბანდებად საბრუნავ და არასაბრუნავ აქტივებში.

არასაბრუნავი აქტივების ფორმირებაზე გაწეული საინვესტიციო დანახარჯები მოიცავს, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტიციების ძირითად კაპიტალს და ინვესტიციებს არამატერიალურ აქტივებს.

ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘ ᲫᲘᲠᲘᲗᲐᲓ ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲨᲘ

ძირითადი კაპიტალის საინვესტიციო ღირებულება ყალიბდება მათი შემდეგი სახეების მიხედვით: მიწის ნაკვეთები; კაპიტალური დანახარჯები მიწების გაუმჯობესებაზე; შენობები, ნაგებობები, გადამცემი მოწყობილობები; მანქანები, მოწყობილობები; სატრანსპორტო საშუალებები; ინსტრუმენტები, ხელსაწყოები და ინვენტარი; სხვა ძირითადი კაპიტალი.

საინვესტიციო ღირებულების მოცულობა, რომელიც გამიზნულია ძირითადი კაპიტალის შეძენისთვის (შექმნისთვის), ყალიბდება ინვესტიციური დანახარჯების ისეთი ელემენტების გათვალისწინებით, როგორიცაა: აქციების შეძენისთავის გამიზნული თანხა და სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების შესრულების ღირებულება; რეგისტრირებული მოსაკრებლების, სახელმწიფო ბაჟის და სხვა ანალოგიური გადახდებით, რომლებიც ხორციელდება შესაბამის ობიექტებზე საკუთრების უფლების შეძენასთან ძირითადი საშუალებების შესაბამის ობიექტებზე, საბაჟო გადასახდის თანხა, არაპირდაპირი გადასახადების თანხა, რაც დაკავშირებულია ძირითადი სახსრების შეძენასთან (შექმნასთან), (თუკი ისინი არ ანაზღაურდება საწარმოს მიერ). ხარჯები ძირითადი სახსრების მოწოდების რისკების დაზღვევაზე; სახსრების გათვალისწინება მოცემული აქტივების დადგომაზე, მონტაჟზე და აწყობაზე, სხვა ხარჯები, რომლებიც უშუალოდაა დაკავშირებული ძირითადი საშუალებების დაყვანასთან იმ მდგომარეობამდე, როცა ისინი ვარგისიანი არიან საპროექტო ციკლის საექსპლუატაციო სტადიაზე გამოყენებისათვის.

არამატერიალური აქტივების საინვესტიციო ღირებულება ყალიბდება შემდეგი სახეობების ჭრილში: ბუნებრივი რესურსების გამოყენების უფლება (წიაღი, ბუნებრივი გარემოს სხვა რესურსები, ბუნებრივ გარემოზე გეოლოგიური და სხვა სახის ინფორმაცია); ქონების გამოყენების უფლება (მიწის ნაკვეთები, შენობები, ნაგებობები არენდის უფლებით); უფლებები სასაქონლო ნიშნებზე, სავაჭრო მარკები, საფირმო დასახელებები და ა.შ., სამრეწველო ობიექტებზე საკუთრების უფლება (გამოგონებებზე, სასარგებლო მოდელებზე, სამრეწველო ნიმუშებზე „ნოუ-ჰაუზე" და ა.შ.); საავტორო და მასთან გათანაბრებული უფლებები (პროგრამები ელექტრონულგამომთვლელი მანქანებისათვის, მონაცემთა ბაზა და ა.შ.). გუდვილი სხვა არამატერიალური აქტივები (უფლებები საქმიანობის განხორციელებაზე, ეკონომიკური და სხვა პრივილეგიების გამოყენება და ა.შ.).

ინვესტიციური დანახარჯები საბრუნავი აქტივების ფორმირებაზე შედგება ინვესტიციებისაგან, რომლებიც მიმართულია ყველა სახის გარიგების ფორმირების უზრუნველყოფისაკენ, ასევე მიმდინარე დებიტორულ დავალიანებებზე (თუ პროექტით გათვალისწინებულია პროდუქციის რეალიზაცია კრედიტით).

ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲓᲐᲜᲐᲮᲐᲠᲯᲔᲑᲘ ᲛᲐᲠᲐᲒᲔᲑᲘᲡ ᲤᲝᲠᲛᲘᲠᲔᲑᲐᲖᲔ

ინვესტიციური დანახარჯები მარაგების ფორმირებაზე განისაზღვრება მისი შემდეგი სახეების ჭრილში: ნედლეული, ძირითადი და დამხმარე მასალები, მაკომპლექტებელი ნაკეთობები და სხვა მატერიალური ფასეულობები, რაც გამიზნულია პროდუქციის წარმოებისათვის, სამუშაოების შესრულებისათვის, მომსახურების გაწევისათვის; საწარმოო და ადმინისტრაციული საჭიროებების მიხედვით მომსახურება; დაუმთავრებელი წარმოება დაუმთავრებელი დამუშავებებისა და დეტალების კვანძების ნაკეთობების და დაუმთავრებელი ტექნოლოგიური პროცესების სახით; მზა პროდუქცია, რომელიც გამიზნულია და დამზადებულია გაყიდვისათვის; საქონელი მატერიალური ფასეულობების

სახით, რაც შეძენილია შემდგომი გაყიდვისათვის, მცირეფასიანი და სწრაფცვეთადი საგნები, რომელიც გამოიყენება არა უმეტეს ერთი წლის განმავლობაში, ან ნორმალური საოპერაციო ციკლით (თუკი პროექტის მიხედვით იგი განისაზღვრება ერთ წელზე მეტი ვადით). **ინვესტიციური დანახარჯების გათვლა მარაგების ფორმირების მიხედვით ხდება თვითღირებულებიდან, რომელიც განისაზღვრება შემდეგი ელემენტების მიხედვით: ამოღებული საბაჟო გადასახადის თანხა; არაპირდაპირი გადასახადების თანხა, რომელიც არ ნაზღაურდება საწარმოს მიერ, სატრანსპორტო-დამამზადებელი ხარჯები, სხვა ხარჯები, რომლებიც უშუალოდაა დაკავშირებული მარაგების შეძენასა და მის იმ კონდიციამდე დაყვანასთან როცა იგი ვარგისია საპროექტო ციკლის საექსპლუატაციო სტადიაზე.**

ინვესტიციური დანახარჯები მიმდინარე დებიტორული დავალიანების ფორმირების უზრუნველყოფისათვის

ინვესტიციური დანახარჯები მიმდინარე დებიტორული დავალიანების ფორმირების უზრუნველყოფისათვის განისაზღვრება პროდუქციის კრედიტით გაყიდვის საპროექტო მოცულობისა (ხელფრი წილის) და საკრედიტო პერიოდის ხანგრძლივობის გათვალისწინებით. საექვო ვალების რეზერვის ფორმირება ინვესტიციური პროექტით, როგორც წესი, არ გაითვალისწინება.

ინვესტიციური დანახარჯები გამოყენებული ფასების მიხედვით

4. გამოყენებული ფასების სახეების მიხედვით ინვესტიციური დანახარჯები შეიძლება გამოისახოს საბაზისო პერიოდის ფასებში ან საპროგნოზო ფასებით.

ინვესტიციური დანახარჯები საბაზისო პერიოდის ფასებში ასახავს მის დონეს, რომელიც ჩამოყალიბდა პროექტის ცალკეული განყოფილების შემუშავების მომენტში. უცვლელი საბაზისო ფასების გამოყენება საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში შესაძლებელია შემდეგ ძირითად პირობებში:

- **სასაქონლო ბაზის სეგმენტების კონიუქტურა,** რომელთანაც დაკავშირებულია პროექტის რეალიზაცია, საპროექტო ციკლის განმავლობაში პროგნოზირდება როგორც შედარებით სტაბილური მაჩვენებელი.
- **ინფლაციის საპროგნოზო დონე** უმნიშვნელოა და იგი არსებით გავლენას ვერ მოახდენს ფასების ცვლილებაზე ფორმირებული აქტივების მიხედვით.
- **ინფლაციური ნაციონალური ეკონომიკის პირობებში ფორმირებული აქტივების ღირებულება** და სხვა საინვესტიციო მოთხოვნილება, რომელიც ყალიბდება საპროექტო ციკლის პროცესში, გამოხატულია ერთ-ერთ ყველაზე მყარ უცხოურ ვალუტაში (იმ ვალუტაში, რომლის ქვეყანაში მცირეა ინფლაციის ტემპები).

ინვესტიციური დანახარჯები საპროგნოზო ფასებში განისაზღვრება იმ ელემენტებში, რომლებიც ფორმირდება საპროექტო ციკლის შუალედურ და დამამთავრებელ სტადიაზე. ასეთი გათვლის პროცესში უნდა განვასხვავოთ ფასების ინფლაციური და კონიუქტურული ფორმირებული აქტივების ცალკეული ელემენტების მიხედვით.

ფასების კონიუქტურული ცვლილება გაითვალისწინება სასაქონლო ბაზრის ცალკეული სეგმენტების კონიუქტურის პროგნოზირების საფუძველზე, რომელთანაც დაკავშირებულია საინვესტიციო პროექტის რეალიზაცია. ასეთი პროგნოზირება, პროექტის მიხედვით მარკეტინგული კვლევის ნაწილს შეადგენს.

ფასების ინფლაციური ცვლილებები პროგნოზირდება ინვესტიციური პროექტის ფინანსური მართვის პროცესში და აისახება მისი ფინანსური გეგმის შემადგენლობაში, (როგორც პროექტის ინფლაციური რისკი, რომელიც გამოიყოფა მისი რისკების საერთო სისტემაში).

საინვესტიციო დანახარჯები საპროგნოზო ფასებში ხორციელდება ცალკე არასაბრუნავი და საბრუნავი აქტივების ფონზე დაუმუშავებული ინვესტიციური პროექტის მიხედვით.

დანახარჯების ღირებულების შეფასება დროის მიხედვით

5. დანახარჯების ღირებულების შეფასება დროის მიხედვით იყოფა:

ინვესტიციური დანახარჯები, რომლებიც გამოხატულია შესაბამისი მომავალი პერიოდების ღირებულებაში. ისინი ახასიათებენ ინვესტიციების ღირებულებას (ცალკეული აქტივების ან სამუშაოების საპროგნოზო ფასებში). რომელიც ხორციელდება საპროექტო ციკლის ყოველ

გათვალისწინებულ სამომავლო პერიოდში.

ინვესტიციური დანახარჯები, რაც გამოიხატება ახლანდელი ღირებულებით. ინვესტიციური დანახარჯების დაყვანა მიმდინარე ღირებულებამდე ხორციელდება დისკონტირების მეთოდიკის შესაბამისად (ღირებულების დისკონტირების განაკვეთების დასაბუთების შესაბამისი) ინვესტიციური დანახარჯების განსაზღვრის პროცესში. თუ ისინი დაკავშირებულია მწყობრიდან გამოსული აქტივების აღდგენასთან, მაშინ ახლად შეძენილი (შექმნილი) მათი სახეობებიდან უნდა გამოირიცხოს შეცვლილი აქტივების სალიკვიდაციო ღირებულება.

პროექტების მართვის მეთოდოლოგია ითვალისწინებს, რომ ინვესტიციური პროექტის საერთო ღირებულების განსაზღვრის პროცესში გათვალისწინებული უნდა იყოს არა მარტო რეალური ინვესტიციური დანახარჯები, რომელიც უნდა განხორციელდეს ფულადი ფორმით ასევე ე.წ. ალტერნატიული ხარჯები აქტივების მიხედვით. რომელიც პროექტში ერთვებიან უსასყიდლოდ (მიწის ნაკვეთები, შენობები და ნაგებობები, ცალკეული არამატერიალური აქტივები და ა.შ.). ინვესტიციური დანახარჯების ასეთი შეფასება ხორციელდება ანალოგიური საბაზრო ფასებით შესაბამისი გადასახადების გამოკლებით.

ინვესტიციური პროექტის სრული ღირებულების განსაზღვრა ინვესტიციური დანახარჯების (სრული თანხა პროექტის მიხედვით) ხორციელდება ამ დანახარჯების ყველა ელემენტის დაჯამების საფუძველზე საპროექტო ციკლის ყოველი კონკრეტული პერიოდის ჭრილში, ინვესტიციური პროექტის სრული ღირებულების გათვლის შედეგები (ინვესტიციური დანახარჯების სრული ღირებულება პროექტის მიხედვით) აისახება შემდეგი ფორმით (ცხრილი 5.1).

ინვესტიციური პროექტის ღირებულების განსაზღვრა (აუცილებელი ინვესტიციური დანახარჯების სრული თანხა) შესაძლებელს ხდის გადაიდეს მისი ფინანსური გეგმის მომდევნო განყოფილებების დამუშავებაზე.

ინვესტიციური პროექტის დაფინანსება

ინვესტიციური პროექტის ღირებულება, რომელიც გამოიხატება აუცილებელი ინვესტიციური დანახარჯების მოცულობით, უზრუნველყოფილი უნდა იყოს მისი დაფინანსების შესაბამისი წყაროებით. დაფინანსების ასეთი წყაროების სისტემის ფორმირება არის პროექტის ფინანსური მართვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქცია მისი მომზადების სტადიაზე.

ინვესტიციური პროექტის დაფინანსებაში იგულისხმება მისი განხორციელებისათვის აუცილებელი ინვესტიციური რესურსების შერჩევისა და აგრეთვე მისი მოზიდვის საუკეთესო პირობების შექმნა.

ინვესტიციური პროექტის სქემის და დაფინანსების წყაროების დასაბუთების პროცესში გადაწყდება შემდეგი საკითხები:

1. პროექტის რეალიზაციის უზრუნველყოფა აუცილებელი საინვესტიციო რესურსებით მასზე გათვალისწინებული ინვესტიციური დანახარჯების ოდენობასთან სრული შესაბამისობით.

2. პროექტის ინიციატორის აუცილებელი **„მონაწილეობის წილის"** განსაზღვრა მისი დაფინანსების საერთო მოცულობაში.

3. საინვესტიციო რესურსების საშუალო შეწონილი ღირებულების მინიმიზაცია, რომელიც მოიზიდება პროექტის რეალიზაციისათვის.

4. საინვესტიციო რისკის დონის მინიმიზაცია, რაც დაკავშირებულია პროექტის დაფინანსების წყაროებით შერჩევით.

საბაზრო რეფორმის პირობებში ინვესტიციური პროექტების შეფასების ძირითადი მეთოდების სისტემა

ინვესტიციური პროექტის სქემის და დაფინანსების წყაროების დასაბუთება, რომლებიც უზრუნველყოფს მის რეალიზაციას, აიგება შემდეგი ძირითადი ეტაპების მიხედვით: (ნახ. 5.8.).

1. **ინვესტიციური პროექტის იდენტიფიკაცია ძირითადი მახასიათებლების მიხედვით, რომლებიც განსაზღვრავენ მისი დაფინანების პირობებს, ასეთი იდენტიფიკაცია ხორციელდება ინვესტიციური პროექტების კლასიფიკაციური ნიშნების საფუძველზე.**

ასეთი ძირითადი ნიშნების რიცხვს, რაც გავლენას ახდენს სქემისა და პროექტის დაფინანსების

ინვესტიციური პროექტის ღირებულება
(ინვესტიციური დანახარჯების თანხა პროექტის მიხედვით)

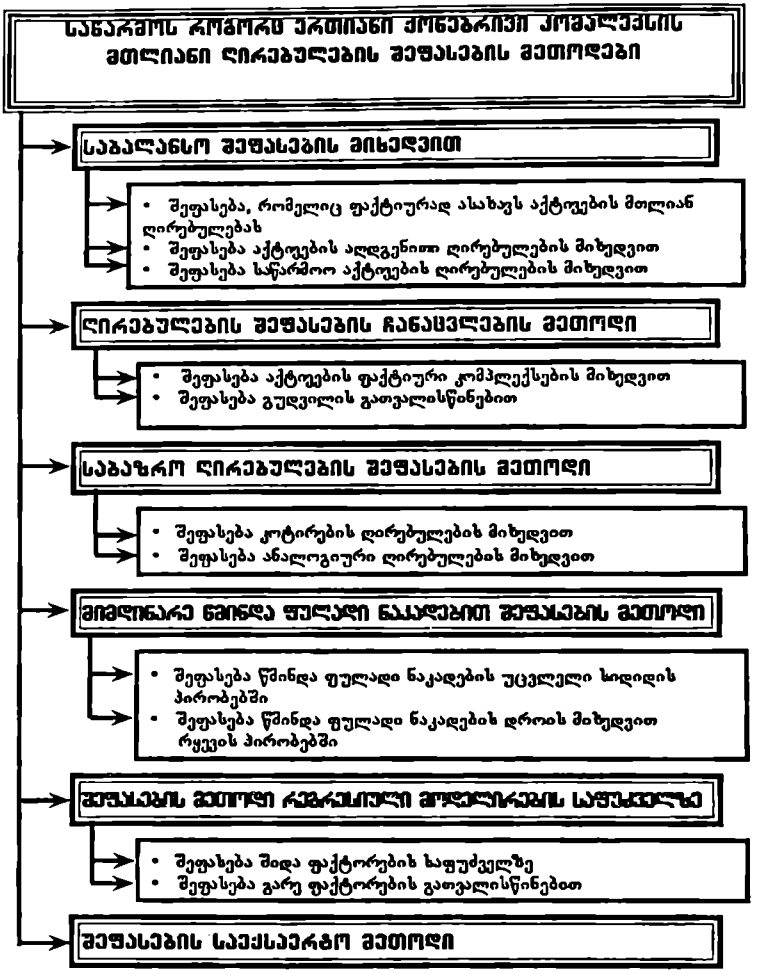
ცხრილი 5.1

ინვესტიციური დანახარჯების სახეები	დანახარჯები საპროექტო ცილის ცალკეული პერიოდების ჭრილში				ინვესტიციური დანახარჯების თანხა შესაბამისი პერიოდების მიხედვით	ინვესტიციური დანახარჯების საერთო თანხა მიმდინარე ღირებულებით
	1	2	3	და ა.შ.		
1. საინვესტიციო დანახარჯები არასაბრუნავი აქტივების ფორმირებაზე — სულ მათ შორის						
— სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოები						
— მოწყობილეობისა და მექანიზმების შეძენა						
— არამატერიალური აქტივების შეძენა						
— სხვა დანახარჯები არასაბრუნავი აქტივების ფორმირების მიხედვით						
2. ინვესტიციური დანახარჯები საბრუნავი აქტივების მიხედვით სულ მათ შორის						
— მარაგების ფორმირება						
— მიმდინარე დებიტორული დავალიანების ფორმირება						
— საბრუნავი აქტივების ფორმირების სხვა ხარჯები						
3. ინვესტიციური დანახარჯების სხვა სახეები პროექტის მიხედვით						
4. გაუთვალისწინებელი საინვესტიციო ხარჯების რეზერვი						
ინვესტიციური დანახარჯების საერთო მოცულობა პროექტის მიხედვით						

წყაროების შერჩევაზე, მიეკუთვნება შემდეგი:

• **პროექტის ფუნქციური მიმართულება,** ასე მაგალითად, **რენოვაციის ინვესტიციური პროექტები** ფინანსირდება, როგორც წესი, საკუთარი საინვესტიციო რესურსების საფუძველზე, **სანაციის ინვესტიციური პროექტები** მოითხოვენ მნიშვნელოვანი ოდენობის საკრედიტო სახსრების მოზიდვას; განვითარების ინვესტიციური პროექტების მხარაჭერა შეიძლება მოხდეს ინვესტიციური რესურსების ფართო სპექტრით, რომელთა ფორმირება გარე წყაროებიდან ხდება.

• **პროექტის მიზნობრიფი მიმართულება.** ეს ნიშანი განსაზღვრაუს ცალკეული გარე ინვესტორის დაინტერესების ხარისხს საინვესტიციო პროექტში მონაწილეობის თვალსაზრისით, ინიცირებულ საწარმოს. გარე ინვესტორების მხრიდან ასეთი დაინტერესების დაბალ დონეს განაპირობებს ისევე საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც განაპირობებს საწარმოში სოციალურ, ეკოლოგიურ და სხვა ეკონომიკურ მიზნებს. შესაბამისად, ასეთი დაინტერესების მაღალ დონეს გარე ინვესტორებში იწვევენ ისეთი პროექტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ ახალი, მეცნიერებატევადი პროდუქციის გამოშვებას, პრინციპულად ახალი ტექნოლოგიებისა და თანამედროვე ტექნიკური საშუალებების გამოყენებით; პროექტები, რომლებიც მიმართულია საბაზრო ნიშის შევსებაზე მოთხოვნის მაღალი პოტენციური მოცულობით და სხვა.



ნახ. 5.8. საწარმოს, როგორც ერთიანი ქონებრივი კომპლექსის, შეფასების ძირითადი მეთოდების სისტემა

• **ცალკეული პროექტების რეალიზაციის შეთავსებლობა.** საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც საწარმოს სხვა პროექტების რეალიზაციაზე არაა დამოკიდებული, შეიძლება გამოიყოს დამოუკიდებელი სამეურნეო ერთეულების სახით გარე ინვესტორების კაპიტალში შესაბამისი წილით, რაც ზრდის მათ ინტერესს დაფინანსებისა და რეალიზაციის მიმართ და პირიქით, საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც დამოკიდებულია სხვა პროექტების რეალიზაციაზე, ზრდის რისკის დონეს გარე ინვესტორებისა და კრედიტორებისათვის, რაც განაპირობებს მათი დაინტერესების შემცირებას აღნიშნული პროექტებისადმი და მოზიდული საინვესტიციო რესურსების ღირებულების გაძვირებას.

• **პროექტის რეალიზაციის პერიოდი,** რაც უფრო დაბალია საპროექტო ციკლი, მით უფრო

დაბალი დონის საინვესტიციო რისკი გენერირებს პროექტს და მით უფრო სწრაფად ხდება პროექტში დაბანდებული კაპიტალის უკუგება, რაც შესაძლებელს ხდის მოიზიდოს საინვესტიციო რესურსები მათი ღირებულების უფრო დაბალი დონით. და პირიქით, საპროექტო ციკლის მაღალი ხანგრძლივობა განაზღვრავს ერთის მხრივ, საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის მაღალ ღირებულებას და ზღუდავს ინვესტორებისა და კრედიტორების შესაძლო წრეს, რომელთაც შეუძლიათ დიდი პერიოდით გაარიდოს კაპიტალი ბრუნვას.

- **პროექტის ღირებულება** (აუცილებელი საინვესტიციო რესურსების ოდენობა მის მიხედვით). მცირე საინვესტიციო პროექტები საწარმოში შეიძლება დაფინანსდეს საინვესტიციო რესურსების ფორმირებაში მისი მონაწილეობის არსებითი წილით. ამაჟე დროს მსხვილი საინვესტიციო პროექტები მოითხოვენ გარე ინვესტორების და კრედიტორების კაპიტალის ფართო მოზიდვას.

ინვესტიციური პროექტის იდენტიფიკაცია მისი განხილული მაჩვენებლების მიხედვით, შესაძლებელს ხდის დაკონკრეტდეს ოპტიმალური სქემების ძიების მიმართულებები და მათი დაფინანსების წყაროები.

პროექტის დაფინანსების სისტემების შერჩევის სახეები

2. **პროექტის დაფინანსების სისტემის შერჩევა.** პროექტების მართვის თანამედროვე პრაქტიკაში გამოიყენება მათი დაფინანსების ორი პრინციპული სისტემა – პროექტების დაფინანსების ტრადიციული სისტემა და საპროექტო დაფინანსების სისტემა.

ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ტრადიციული სისტემა შედარებით გაერცელებულია გარდამავალი პერიოდის ეკონომიკის პირობებში, რაც განპირობებულია ფინანსური ბაზრის განვითარების დაბალი დონით, თავისუფალი კაპიტალის არასაკმარისი ოდენობით სამეურნეო სუბიექტებისათვის, ფინანსური ინსტიტუტებისათვის და უცხოელი ინვესტორების დაცულობის დაბალი სამართლებრივი დაცულობით. ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ამ სისტემისათვის დამახასიათებელია შემდეგი ძირითადი თავისებურებები:

- ინვესტიციური პროექტის დაფინანსების ძირითადი ორგანიზატორია მისი ინიციატორი. იგი დამოუკიდებლად ირჩევს პროექტის დაფინანსების სქემას, განსაზღვრავს აუცილებელი საინვესტიციო რესურსების ფორმირების წყაროების შესაძლო შემადგენლობას და ახდენს აუცილებელი და საჭირო მოლაპარაკებებს პოტენციურ ინვესტორებთან და კრედიტორებთან;
- ინვესტიციური პროექტის დაფინანსების ერთ-ერთი საყალდებულო წყაროა სამეურნეო სუბიექტის – პროექტის ინიციატორი საკუთარი შიდა წყაროები საინვესტიციო რესურსების ფორმირე-ბისათვის (წმინდა მოგების კაპიტალიზირებული ნაწილი, საამორტიზაციო ანარიცხები და ა.შ.).
- შემოსავლების პროექტის რეალიზაციიდან უპირატესად ღებულობს მისი ინიციატორი. შემოსავლების ნაწილი, რომელიც მიიღება პროექტის რეალიზაციის პროცესში. მის ინი-ციატორს შეუძლია წარმართოს თავისი სამეურნეო საქმიანობის სხვა სახეების განვითარების უზრუნველყოფაზე. (სხვა ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციაზე).
- ფინანსურ პასუხისმგებლობას კრედიტორების წინაშე ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის წარუმატებლობის შემთხვევაში (შესაბამისი მოსალოდნელი საინვესტიციო შემოსავლის მიუღებლობა კრედიტის თავისდროული მომსახურებისა და დაბრუნების მიზნით) კისრულობს მისი ინიციატორი, პასუხობს რა, მთელი ქონების სიდიდით (და არა მხოლოდ პროექტის ქონება). თავისი ვალდებულებების დაფარვისათვის კრედიტორების წინაშე მისმა ინიციატორმა შეიძლება გამოიყენოს შემოსავლები, რომლებიც მიღებულია თავის სამეურნეო საქმიანობის სხვა სახეებიდან. ინვესტიციური პროექტების ტრადიციული დაფინანების სისტემა შეიძლება გამოყენებული იყოს საწარმოს მიერ ნებისმიერი ფორმით მისი რეალური ინვესტირებისათვის და სხვა ნებისმიერი სახის პროექტისათვის.

საპროექტო დაფინანსების სისტემამ ფართო გავრცელება ჰპოვა მაღალგანვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, როგორც შედარებით პროგრესული ფორმა, ამ სისტემის ძირითადი ელე-

შესტები შეიძლება წარმატებით გამოიყენონ თანამედროვე სამამულო პრაქტიკაში (ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების შედეგად მისი ფინანსური ბაზრისა და მეურნეობრიობის სამართლებრივი საფუძვლების განვითარების შედეგად საფინანსო დაპროექტება შეიძლება გამოყენებული იყოს სრული ფორმით).

საპროექტო დაფინანსება გულისხმობს ინვესტიციურ პროექტში ჩართული (მოწვეული) ინვესტორებისა და კრედიტორების წინაშე არსებული ფინანსური მომსახურეობის ორგანიზაციის სისტემის განხორციელებას მხოლოდ და მხოლოდ მისი ამ პროცესში მიღებული შემოსავლების ხარჯზე.

ᲡᲐᲞᲠᲝᲔᲥᲢᲝ ᲓᲐᲤᲘᲜᲐᲜᲡᲔᲑᲘᲡ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲘᲡ ᲗᲐᲕᲘᲡᲔᲑᲣᲠᲔᲑᲔᲑᲘ

საპროექტო დაფინანსების სისტემისათვის დამახასიათებელია შემდეგი ძირითადი თავისებურებები:

- ინვესტიციური პროექტი ორგანიზდება დამოუკიდებელი სამეურნეო სუბიექტის ფორმით —„საპროექტო კომპანია“, ასეთი ორგანიზაციული განკერძოების პირობაა ინვესტიციური პროექტის დამოუკიდებლობა მისი ინიციატორის სხვა პროექტებისაგან.
- ინვესტიციური პროექტის დაფინანსების ორგანიზატორია არა მარტო მისი ინიციატორი, არამედ მისი სხვა მონაწილეები – საპროექტო კომპანიის დამფუძნებლები, რომლებიც გამოდიან ინვესტორების ან კრედიტორების როლში. ეს შესაძლებელს ხდის ჩამოყალიბდეს პროექტის დაფინანსების მონაწილეთა წრე შედარებით ფართო დიაპაზონით.
- პროექტის დაფინანსება ატარებს მკაცრად მიზნობრივ ხასიათს. ფორმირებული საინვესტიციო რესურსების ნებისმიერი არამიზნობრივი გამოყენება პროექტის დამაარსებლების და მონაწილეების მხრიდან განიხილება როგორც მათი მხრიდან კონკრეტული ვალდებულებების დარღვევა და იწვევს შესაბამისი სანქციების გამოყენებას.
- შემოსავალს პროექტიდან ღებულობს მისი ყველა მონაწილე (და არა მარტო მისი ინიციატორი). ამ შემოსავლის ფორმირების წყარო და დაბანდებული კაპიტალის დაბრუნების უზრუნველყოფის გარანტიაა წმინდა ფულადი ნაკადი, რომელიც იქმნება ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის პროცესში. ფინანსური ვალდებულებების უზრუნველყოფა ვრცელდება საპროექტო კომპანიის მხოლოდ ქონებაზე (ე.ი. მხოლოდ საინვესტიციო პროექტზე).
- საინვესტიციო რისკები ნაწილდება პროექტის ყველა მონაწილეს შორის (risk sharing) ამ რისკების სხვადასხვა სახეობები ნაწილდება ინვესტიციური პროექტის იმ მონაწილეებზე, რომელთა საქმიანობასთან დაკავშირებულია მათი გენერირება და რომელთაც აქვთ საუკეთესო შესაძლებლობები მათი დივერსიფიკაციისა და დაზღვევისათვის;
- **„პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის“** შეფასებისათვის, რომელიც გულისხმობს დაბანდებული კაპიტალის დაბრუნების რეალურობის ხარისხს და საინვესტიციო შემოსავლების საჭირო ოდენობის მიღებას საინვესტიციო რისკების დონის გათვალისწინებით, საპროექტო დასაბუთება, რომელიც მის პოტენციურ დამაარსებლებს და მონაწილეებს წარმოადგენენ, რომელიც უნდა დაეფუძნოს მაქსიმალურად ფართო ინფორმაციულ ბაზას ალტერნატიული ვარიანტების გარჩევით საგარეო გარემოს ფაქტორების შესაძლო განვითარების ვარიანტებს; პროექტის რეალიზაციის კონტროლის უფლება და ფორმირებული რესურსების გამოყენება ხორციელდება პროექტის ყველა მონაწილის მიერ.
- საპროექტო დაფინანსების ორგანიზაციის პროცესში აუცილებელია წინასწარ განსაზღვროს ინვესტიციური პროექტიდან მონაწილეთა გამოსვლის ფორმები, რამდენადაც საპროექტო ციკლის ამოწურვასთან ერთად საპროექტო კომპანია ამთავრებს თავის საქმიანობას. ინვესტიციური პროექტების ტრადიციული დაფინანსების სისტემასთან შედარებით, საპროექტო დაფინანსების სისტემას აქვს უპირატესობები. ერთ-ერთი ასეთი უპირატესობაა კრედიტის სხვადასხვა ფორმის გამოყენება, რაც შესაძლებელს ხდის შეიქმნას სასესხო საინვესტიციო რესურსები უფრო მომგებიან საფუძველზე.

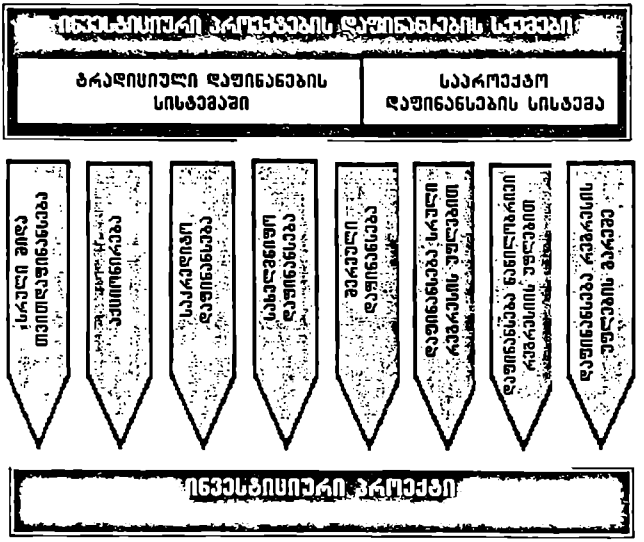
საპროექტო დაფინანსების სისტემის მნიშვნელოვანი უპირატესობაა ინვესტიციური პროექტების დიდი მოცულობის მაღალი პოტენციალის ფორმირება, რაც განსაკუთრებით აქტუალურია მსხვილი ინვესტიციური რესურსების ფორმირებისათვის. საპროექტო დაფინანსების სისტემის უპირატესობაა ასევე ისიც, რომ ფორმირებული საინვესტიციო რესურსების სტრუქტურაში დიდი ხვედრითი წილითაა

წარმოდგენილი ნასესხები სახსრები, რაც განპირობებულია კრედიტორების ფართო მონაწილეობით პროექტის მონაწილეთა შემადგენლობაში და ბოლოს საპროექტო დაფინანსების სისტემის შეშუპებული ან უპირატესობაა ის, რომ ინვესტორებისათვის, — რომელთაც დააფუძნებს პროექტი — საკრედიტო რესურსების მიღება, პროექტის რეალიზაციისათვის არ აისახება მისი ბალანსის შემადგენლობაში, რამდენადაც იგი მიეკუთვნება საპროექტო კომპანიის ბალანსს, კრედიტის ასეთი დაბალანსებული ასახვა, რაც დაკავშირებულია საინვესტიციო საქმიანობასთან, ფორმალურად არ ადაბლებს მათ ფინანსურ მდგრადობას სხვა კრედიტორების შეფასებისას. შესაბამისად, არ იწვევს კრედიტის გაძვირებას, რაც მიზანშეწონილია სხვა სახის სამეურნეო საქმიანობის განხორციელებისათვის.

ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების შესაძლო სქემები მათი სხვადასხვა სისტემის ჩარჩოებში

3. **პროექტის დაფინანსების სქემის შერჩევა.** ასეთი შერჩევა განისაზღვრება დაფინანსების სისტემით, რომელიც ემყარება საინვესტიციო მახასიათებლებს. ინვესტიციური პროექტის დაფინანსების შესაძლო სქემის დახასიათება ყველა განხილული სისტემის ჩარჩოებში წარმოდგენილია 5.9. ნახაზზე.

ტრადიციული დაფინანსების სისტემაში ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ძირითადი სქემებია:



ნახ. 5.9. ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების შესაძლო სქემები მათი სხვადასხვა სისტემის ფარგლებში

- **სრული თვითდაფინანსება.** იგი ითვალისწინებს ინვესტიციური პროექტის დაფინანსებას მხოლოდ საკუთარი ფინანსური რესურსების ხარჯზე, რომელიც ყალიბდება შიდა წყაროებიდან. დაფინანსების ასეთი სქემა, რომელიც უცხოეთში სარგებლობს ტერმინით **„დაფინანსება ლევერიჯის გარეშე"** (უნლეერედ) დამახასიათებელია მხოლოდ საწარმოს, სასიცოცხლო ციკლის პირველი ეტაპისათვის, როცა მის მიერ გართულებულია კაპიტალის ნასესხები წყაროებისადმი ხელმისაწვდომობა, ან მცირე რეალური ინვესტიციური პროექტების რეალიზაცია.
- **აქციონირება,** როგორც დაფინანსების ძირითადი სქემა. აქციონირება გამოიყენება ჩვეულებრივ მსხვილმასშტაბიანი პროექტების რეალიზაციისათვის დარგობრივი ან საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონალური დიფერსიფიკაციისას.
- **საკრედიტო დაფინანსება.** საკრედიტო დაფინანსების სქემა გამოიყენება, როგორც წესი, მცირე

მოკლევადიანი ინვესტიციური პროექტების დასაფინანსებლად ინვესტიციების მაღალი რენტაბელობის დონით დაფინანსების ეს სქემა გამოიყენება ცალკეულ შემთხვევაში საშუალოვადიანი ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციისასაც, იმ პირობით, რომ მისი რენტაბელობის დონე არსებითად აჭარბებს გრძელვადიანი ფინანსური კრედიტის საპროცენტო განაკვეთს.

• **სახელმწიფო დაფინანსება.** იგი წარმოადგენს სხვადასხვა დონის ბიუჯეტებიდან ასიგნებას, რომელიც საწარმოს მიეცემა უკანაბრუნებლობის პრინციპით მისი რომელიმე განსაზღვრული პროექტის რეალიზაციისათვის. ასეთი დაფინანსება ხორციელდება საინვესტიციო მხარდაჭერის გზით ეკონომიკური განვითარების თვალსაზრისით პრიორიტეტული ან სოციალური მნიშ-ვნელობის დარგში საკონკურსო საფუძველზე.

• **შერეული დაფინანსება.** დაფინანსების ეს სისტემა ითვალისწინებს ახალშექმნილი საწარმოს კაპიტალის ფორმირებას როგორც საკუთარი, ისე ნასესხები სახით, რომელიც მოზიდულია სხვადასხვა პროპორციით.

საწარმოს ფუნქციონირების პირველ საწყის ეტაპზე საკუთარი კაპიტალის წილი (ინვესტიციური პროექტის თვითდაფინანსების წილი), როგორც წესი, არსებითად აჭარბებს ნასესხები კაპიტალის წილს (მისი დაფინანსების საკრედიტო წილს).

საპროექტო დაფინანსების სისტემაში ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების სქემებია:

• **დაფინანსება სრული რეგრესის უფლებით (full resourse financing).** საპროექტო დაფინანსების ასეთი სქემა ითვალისწინებს სესხის ამღების ვალდებულებას (საპროექტო კომპანია, პროექტის ინიციატორი) სრულად დააკმაყოფილოს კრედიტორის ყველა მოთხოვნა ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის შედეგებისაგან დამოუკიდებლად. დაფინანსების ასეთი სქემის პირობებში კრედიტორი, რომელიც არ არის პროექტის მონაწილე, სრულადა განთავისუფლებული კაპიტალის დაბანდების რისკისაგან (ეს არ ეხებათ იმ კრედიტორებს, რომლებიც შეეიდნენ საპროექტო კომპანიის დამფუძნებელთა რიცხვში). დაფინანსება სრული რეგრესიის უფლებით ხორციელდება დადგენილი სისტემის გარანტიის არსებობისას. თუმცა, ამასთან ერთად, ირღვევა საპროექტო დაფინანსების ერთ-ერთი პრინციპი, რომელიც დაკავშირებულია რისკის განაწილებასთან, ასეთი დაკრედიტების ღირებულება შედარებით დაბალია, ხოლო საკრედიტო რესურსები შეიძლება მიღებული იყოს მოკლე დროში.

• **დაფინანსება ნაწილობრივი რეგრესიის უფლებით (limited resourse financing)** დაფინანსების ასეთი სქემის დროს კრედიტორს აქვს შეზღუდული უფლება გადასცეს სესხის ამღებს ფინანსური პასუხისმგებლობა კრედიტისთავისდროული მომსახურებისა და დაფარვისთვალსაზრისით. დაფინანსების ეს სქემა ითვალისწინებს: პროექტის ყოველი მონაწილე მონაწილეობს მისი რეალიზაციის მხოლოდ იმ რისკებში, რომლებიც დამოკიდებულია უშუალოდ მის საქმიანობაზე. შესაბამისად, ამ რისკების ხარისხი ყალიბდება მისი მონაწილეების შემოსავლების დონეზეც. ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ასეთი სქემა, რომლის დროს ყოველი მონაწილე თავის თავზე იღებს კონკრეტულ ვალდებულებას, და შესაბამის რისკებსაც, სტიმულს აძლევთ მას ეფექტიანად შეასრულონ თავიანი ვალდებულებები და, შესაბამისად, მაღლდება სარეალიზაციო პროექტის საერთო დონე.

• **დაფინანსება რეგრესის უფლების გარეშე (non-resourse financing).** ამ სქემის თავისებურებაა ის, რომ პროექტის არც ერთი კრედიტორი მონაწილე არ ღებულობს არანაირ გარანტიას სესხის ამღებისაგან დაბანდებული კაპიტალის თავისდროული მომსახურების და უკან დაბრუნების შესახებ. ე.ი. პროექტის ყველა მონაწილე თავის თავზე იღებს პროექტის რეალიზაციასთან დაკავშირებულ რისკებს. ვინაიდან ასეთი რისკების დონე კრედიტორისათვის საკმაოდ მაღალია, იგი ორიენტირებულია უფრო მაღალი შემოსავლის მიღებაზე თავისი კაპიტალის დაბანდებისას, რაც შესაძლებელია მხოლოდ ისეთი პროექტების შემთხვევაში, რომლებიც ბაზარზე უზრუნველყოფენ არსებით კონკრეტულ უპირატესობას მათი რეალიზაციისას, რაც დაკავშირებულია პრინციპულად ახალი ტექნოლოგიების გამოყენებასთან, ახალი პროდუქციის გამოშვებასთან.

• **პროექტის დაფინანსების სქემის შერჩევა** დამოკიდებულია მისი მახასიათებლების იდენტიფიკაციაზე; პროექტის ინიციატორი საწარმოს ფინანსურ შესაძლებლობაზე, მისი დამფუძნებლების

ფინანსურ მენტალიტეტთან, ფინანსური ბაზრის კონიუქტურაზე და სხვა პირობებზე.

პროექტის დაფინანსების წყაროების შერჩევა

4. პროექტის დაფინანსების წყაროების შერჩევა (პროექტის ინვესტორებისა და კრედიტორების შემადგენლობა). ინვესტიციური პროექტის კონკრეტული დაფინანსების წყაროების შერჩევის პროცესი ხორციელდება შერჩეული სისტემისა და მისი დაფიანსების სქემის საფუძველზე მისი კონკრეტული თავისებურებების გათვალისწინებით, რაც ვლინდება იდენტიფიკაციის პროცესში. ინვესტიციური პროექტის დაფინანსებაში შეიძლება მოზიდული იყოს მრავალი სახის ინვესტორი დაკრედიტორი მონაწილეობის სხვადასხვა ფორმით. დაფინანსების ძირითადი წყაროები ინვესტიციური პროექტებისათვის მისი ცალკეული სისტემის ჭრილში მოცემულია 5.2. ცხრილში.

ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების ძირითადი წყაროების მატრიცა მისი სხვადასხვა სისტემების ჭრილში

ცხრილი 5.2

ინვესტიციური პროექტის დაფინანსების წყაროები	ტრადიციული დაფინანსების სისტემა	საპროექტო დაფინანსების სისტემა
1. საკუთარი საინვესტიციო რესურსები, რომლებიც ვალიბდება პროექტის ინიციატორის შიდა წყაროებიდან	X	
2. პროექტის ინიციატორის საკუთარი ფინანსური რესურსები, რომლებიც მოზიდულია აქციების ემისიის გამოშვების პროცესში	X	X
3. პროექტის ინიციატორის და სხვა მონაწილეთა საკუთარი საინვესტიციო რესურსები, რომელიც ვალიბდება საჰაიო კაპიტალში შენატანების გზით	X	X
4. საობლიგაციო სესხი	X	X
5. ფინანსური ლიზინგი	X	X
6. ინსტიტუციონალური ინვესტორების სახსრები (საინვესტიციო ფონდები, საპენსიო ფონდები და ა.შ.)		X
7. ვენჩურული კომპანიების საინვესტიციო რესურსები		X
8. სახელმწიფო დაფინანსება უკანდაუბრუნებლობის პრინციპით	X	
9. სახელმწიფო მიზნობრივი კრედიტები და სესხები	X	X
10. ბანკის გრძელვადიანი კრედიტები	X	X
11. არასაბანკო ფინანსური და საკრედიტო ინსტიტუტების გრძელვადიანი კრედიტები	X	X
12. პროექტის უცხოელი მონაწილეების საინვესტიციო რესურსები	X	X

თუ პროექტის ინიციატორი საწარმო არ ფლობს საჭირო დონით ფინანსურ მოქნილობას და თვითონ პროექტს არ შეუძლია დაინტერესოს გარეშე ინვესტორები, მაშინ დაფინანების წყაროების შერჩევა განისაზღვრება საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის მისი რეალური შესაძლებლობებით, თუ პროექტის ინიციატორი საწარმო ფლობს ფინანსური მოქნილობის საჭირო დონეს, ხოლო თუ პროექტი საკმაოდ მიმზიდველია ინვესტიციური თვალსაზრისით — მაშინ მისი დაფინანსების წყარო-

ების შერჩევის პროცესში სახეზეა რიგი ალტერნატივა. ასეთი ალტერნატივების რიცხვს, რომლებიც მოითხოვენ შეფასებისა და შესაბამისი გადაწყვეტილებების მიღებას, მიეკუთვნება:

- როგორი ფორმით დაფინანსდეს ძირითადი საშუალებები ცალკეული სახეების შეძენა-ლიზინგის გზით თუ შესყიდვით?
- რომელი წყაროებიდან მოხდეს ნასესხები საინვესტიციო რესურსების ფორმირება – ბანკის კრედიტის, ობლიგაციური სესხის თუ სხვა ხარჯზე?
- საბანკო კრედიტის რომელი სახეები შეესაბამება უმეტესწილად მოცემული ინვესტიციური პროექტის დაფინანსებას?
- განხორციელდეს თუ არა საკუთარი ფინანსური რესურსების მოზიდვა აქციების ერთიანი ემისიით, რომელიც უზრუნველყოფს საინვესტიციო რესურსებზე მოთხოვნის მთელი საპროექტო ციკლის განმავლობაში ან რიგი დამატებითი ემისიის გზით საპროექტო ციკლის ცალკეული პერიოდების მოთხოვნების შესაბამისად? ასეთი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების კრიტერიუმებია რესურსების მოზიდვის მინიმალური ღირებულება და საინვესტიციო რესურსების ეფექტიანი გამოყენება განხილული პროექტის მიხედვით.

5. საინვესტიციო რესურსების საჭირო ოდენობის განსაზღვრა პროექტის დაფინანსების წყაროების ჭრილში. ამ ეტაპზე კრედიტუნარიანობის დონის გათვალისწინებით (საკრედიტო რეიტინგი), ასევე პროექტის საინვესტიციო მიმზიდველობის ხარისხის მხედველობაში მიღებით, პოტენციურ კრედიტორებთან და ინვესტორებთან კონკრეტული მოლაპარაკებების საფუძველზე განისაზღვრება მათი ფინანსური მონაწილეობის დონე ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციაში. ურთიერთმიმართება მიმზიდველ საინვესტიციო რესურსებს შორის სხვადასხვა წყაროების მიხედვით ოპტიმიზირდება მათი საშუალო შეწონილი ღირებულების მინიმიზაციის კრიტერიუმის მიხედვით.

6. საინვესტიციო რესურსების შემოსულობათა განაწილება პროექტის დაფინანსების წყაროების მიხედვით საპროექტო ციკლის ცალკეული პერიოდების მიხედვით. ასეთი განაწილება ხორციელდება ადრე განხორციელებული ინვესტიციური დანახარჯების მიხედვით პროექტის სასიცოცხლო ციკლის ცალკეული პერიოდების ჭრილში, ასევე ამ დანახარჯების სახეებისა და მათი დაფინანსების თავისებურებების გათვალისწინებით. გათვლის შედეგები აისახება შემდეგი ფორმით (იხ. ცხრილი 5.3). საინვესტიციო რესურსების შემოსულობით საერთო საგეგმო მოცულობა პროექტის ცალკეული პერიოდების მიხედვით. მთლიანად უნდა დაბალანსდეს მასზე ინვესტიციური დანახარჯების საპროექტო თანხასთან.

საინვესტიციო რესურსების შემოსულებათა გეგმა ცალკეული წყაროებიდან საპროექტო ციკლის პერიოდების მიხედვით

ცხრილი 5.3

საინვესტიციო რესურსების შეძენის წყაროები	საინვესტიციო რესურსების შემოსულის სიდიდე საპროექტო ციკლის ცალკეული პერიოდების მიხედვით				საინვესტიციო რესურსების თანხა შეფასებულ პერიოდების ფასებში	საინვესტიციო რესურსების საერთო თანხა მიმდინარე ღირებულებით
	1	2	3	და ა.შ.		
1.2.3.4 და ა.შ.						
პროექტის საინვესტიციო რესურსების საერთო მოცულობა						

მეექვსე თავი. ინვესტიციური პროექტების შეფასების მეთოდები

საბაზრო მეურნეობის სუბიექტების მიერ მიღებული გადაწყვეტილებების უმრავლესობა დაფუძნებულია მოსალოდნელი შედეგების წინასწარ შეფასებაზე. თითოეული საინვესტიციო პროექტის ინდივიდუალური შეფასება (ეფექტურობის, ფასეულობის) ხორციელდება სხვადასხვა მეთოდების დახმარებით და განსაზღვრული კრიტერიუმების გათვალისწინებით. ამ თავში განხილულია საინვესტიციო პროექტების შეფასების ადგილობრივი და საზღვარგარეთული მეთოდების ანალიზი და პრაქტიკული მაგალითებით ნაჩვენებია მოცემული მეთოდების გამოყენება.

6.1. ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის განსაზღვრა. ზოგადი მიდგომები

საინვესტიციო ხასიათის გადაწყვეტილებების მიღების საფუძველია ინვესტიციის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასება. ზოგადად ეკონომიკური ეფექტიანობის და ინვესტიციების ეფექტიანობის მეთოდების შემუშავების საკითხებს ყურადღებას უთმობდა მრავალი უცხოელი მეცნიერი, მათ შორის: ვ. ბერენსი, პ. ხავრანეკი, გ ბერლი, გ. ბირმანი და ს. შმიდტი, ი. ბლეხი, ი. გეტცე, ი. ლიპსიცი, ა. მერტნესი, ხ. რეშკე, ხ. შელე და სხვ.

დღეისათვის ინვესტიციების ეფექტიანობის შესაფასებლად და დაფინანსების შესარჩევად სხვადასხვა მეთოდოლოგიური რეკომენდაციებია შემუშავებული. მათში საკმარისად სრულადაა ასახული უცხოელი ეკონომისტების სამეცნიერო კვლევის შედეგები ეფექტიანობის შეფასების მეთოდოლოგიაში[1]. ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის მაჩვენებლები მეთოდური რეკომენდაციების თანახმად იყოფა შემდეგ სახეობად:

1. **კომერციული ეფექტიანობის მაჩვენებლები,** რომლებიც ითვალისწინებენ პროექტის რეალიზაციის ფინანსურ შედეგებს მისი უშუალო მონაწილეებისათვის.

2. **საბიუჯეტო ეფექტიანობის მაჩვენებლები,** რომლებიც ასახავენ პროექტის განხორციელების ფინანსურ შედეგებს ფედერალური, რეგიონალური ან ადგილობრივი ბიუჯეტებისათვის.

3. **ეკონომიკური ეფექტიანობის მაჩვენებლები,** რომლებიც ითვალისწინებენ საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციასთან დაკავშირებულ შედეგებსა და დანახარჯებს, რომლებიც პროექტის მონაწილეების პირდაპირი ფინანსური ინტერესების ფარგლებს სცილდება.

მსგავსი სახეების გამოყოფა ხელოვნურია და დაკავშირებულია ეკონომიკური ეფექტიანობის ერთიანი მაჩვენებლის განსაზღვრასთან, მაგრამ გამოიყენება ეკონომიკური სისტემის განსხვავებულ ობიექტებზე და დონეებზე, როგორიცაა: მთლიანად სახალხო მეურნეობა (ეკონომიკური ეფექტიანობის გლობალური კრიტერიუმი), რეგიონალური, დარგობრივი, საწარმოების დონეზე და კონკრეტული ინვესტიციური პროექტი.

მეთოდური რეკომენდაციების თანახმად, ინვესტიციის ეფექტიანობა ხასიათდება მაჩვენებლების სისტემით, რომლებიც ასახავენ ინვესტიციებთან დაკავშირებულ დანახარჯებისა და შედეგების

[1] **Беренс В., Хавранек П.М.** Руководство по оценке эффективности инвестиций. Перевод с английского "Manual for the Preparation of Industrial Feasibilty Studies" - UNIDO,M.: "Интерэксперт", 1995; **Бузова И. А., Маховикова Г.А., Терехова В.В.** Комерческая оценка инвестиций. Под ред. Есипова В.Е. -СПб.: « Питер», 2004; **Липсиц И. В., Коссов В.В.** Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа. – М.: Изд-во БЕК, 1996; **Управление проектами. Под ред. Шапиро В. Д.** – СПб.: Два-Три, 1995; **Haugen R.A.** Modern Investment Theory. 4-th ed. Prentice-Hall, 1997; **Hirt G. A., Block S.B.** Fundamentals of Investment Management and Strategy. – Richard D. Irwin, Inc., 1993.

თანაფარდობას და საშუალებას იძლევა განვიხილოთ ერთი ინვესტიციის ეკონომიკური უპირატესობა მეორესთან შედარებით.

ინვესტიციის ეფექტიანობის მაჩვენებლები შეიძლება დაიყოს შემდეგი ნიშნების მიხედვით:

I. ზოგადი მაჩვენებლების მიხედვით, რომლებიც ინვესტიციების ეკონომიკური ეფექტიანობის კრიტერიუმს წარმოადგენენ:

1. აბსოლუტური, რომელშიც ზოგადი მაჩვენებლები განისაზღვრება როგორც სხვაობა შედეგებისა და დანახარჯების შეფასებით ღირებულებებს შორის, რომლებიც დაკავშირებულია პროექტის რეალიზაციასთან;

2. ფარდობითი, რომელშიც ზოგადი მაჩვენებლები განისაზღვრება როგორც პროექტის შედეგების შეფასებითი ღირებულების თანაფარდობა მათ მიღებაზე გაწეულ ერთობლივ დანახარჯებთან;

3. დროებითი, რომლის დროსაც ხდება საინვესტიციო დანახარჯების ანაზღაურების პერიოდის შეფასება.

II. სხვადასხვა დროის ფულადი დანახარჯისა და შედეგების შეპირისპირების მეთოდის მიხედვით:

1. სტატისტიკური, რომელშიც დროის სხვადასხვა მომენტში წარმოქმნილი ფულის ნაკადი ფასდება როგორც ტოლფასი;

2. დინამიკური, რომელშიც პროექტის რეალიზაციით გამოწვეული ფულის ნაკადები მათი დისკონტირების გზით დაიყვანება ექვივალენტურ საფუძველზე და შედეგად, უზრუნველყოფს სხვადასხვა დროის ფულის ნაკადების შეპირისპირებას (შედარებას).

სტატისტიკურ მეთოდებს აგრეთვე უწოდებენ მეთოდებს, რომლებიც დაფუძნებულია სააღრიცხვო შეფასებაზე, ხოლო დინამიკურ მეთოდებს უწოდებენ მეთოდებს, რომლებიც დაფუძნებულია დისკონტირებულ შეფასებაზე.

სტატისტიკური მეთოდების ჯგუფს მიეკუთვნება შემდეგი მეთოდები: ინვესტიციის ანაზღაურების ვადა (Payback Period, PP); ინვესტიციის ეფექტიანობის კოეფიციენტი (Fccounting Pate of Return, ARR).

დინამიკურ მეთოდებს მიეკუთვნება: წმინდა დისკონტირებული ღირებულება. წმინდა მიმდინარე ღირებულება (Net Prezent Value, NPV); ინვესტიციის რენტაბელობის ინდექსი (Brofitability Index, PI); რენტაბელობის შიდა ნორმა (Internal Rate of Return, IRR); მოდიფიცირებული რენტაბელობის შიდა ნორმა (Modified Internal rate of Return, MIRR), ინვესტიციის ანაზღაურების დისკონტირებული ვადა (Discounte Payback Period, DPP).

აუცილებელია აღვნიშნოთ, რომ თითოეული საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შეფასება ხორციელდება იმ კრიტერიუმების გათვალისწინებით, რომელნიც პასუხობს განსაზღვრულ პრინციპებს, კერძოდ:

- ფულის დროითი ღირებულების გაელენა;
- ალტერნატიული დანახარჯების გათვალისწინება;
- პროექტის პარამეტრებში შესაძლო ცელილებების გათვალისწინება;
- ანგარიშის ჩატარებას რეალური ფულადი ნაკადის საფუძველზე და არა ბუღალტრული მაჩვენებლების მიხედვით;
- ინფლაციის ასახვასა და გათვალისწინებას;
- რისკის გათვალისწინებას, რომელიც დაკავშირებულია პროექტის განხორციელებასთან.

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ ინვესტიციის ეფექტიანობის შეფასების ძირითადი მეთოდები და ჩამოვაყალიბოთ მათი დადებითი და უარყოფითი მხარეები.

6.2. შეფასების სტატიკური მეთოდები

ინვესტიციის ნაზღაურობის (გამოსყიდვის) ვადა (Payback Period, PP).

ნაზღაურობის ვადა (Payback Period, - PP). ინვესტიციური პროექტების შეფასების ყველაზე გავრცელებული სტატიკური მაჩვენებელია.

ნაზღაურობის ვადის ქვეშ იგულისხმება დროის პერიოდი პროექტის რეალიზაციის დაწყებიდან ობიექტის ექსპლუატაციის ამ მომენტამდე, როცა შემოსავალი ექსპლუატაციიდან საწყისი ინვესტიციების თანაბარი ხდება (კაპიტალური დანახარჯები და საექსპლუატაციო ხარჯები ერთმანეთის ტოლია).

მოცემული მაჩვენებელი იძლევა პასუხს შემდეგ კითხვაზე: რიდის მოხდება ჩადებული კაპიტალის სრული დაბრუნება? მაჩვენებლის ეკონომიკური აზრი მდგომარეობს ვადების განსაზღვრაში, რომლის დროსაც, ინვესტორს შეუძლია დაიბრუნოს ჩადებული კაპიტალი.

ნაზღაურების ვადების გასაანგარიშებლად საგადასახადო რიგის ელემენტები ჯამდება მზარდი შედეგით, წარმოქმნის რა დაგროვილი ფულის ნაკადის ნაშთს მანამ, სანამ რაოდენობა არ მიიღებს დადებით მნიშვნელობას. დაგეგმარების ინტერვალის რიგითი ნომერი, რომლის დაგროვილი მოდინებული ფულის სალდო ღებულობს დადებით მნიშვნელობას, გვიჩვენებს დაგეგმარების ინტერვალებში გამოხატული ანაზღაურების ვადას. მაჩვენებლის გამოთვლის ფორმულაა:

$$PP = \min n, \text{ როდესაც, } \sum P_k \geq I_0 \qquad (6.1)$$

სადაც P_k არის დაგროვილი ფულის ნაკადის სიდიდე; I_0 - საწყისი ინვესტიცია.

წილადი რიცხვის მიღებისას, ის მრგვალდება მომატების მხარეს ყველაზე ახლო მთელ რიცხვამდე. არც ისე იშვიათად, PP გამოითვლება უფრო ზუსტად, ანუ განიხილება ინტერვალის წილადი ნაწილიც; ამის გამო წამოყენებულია წინადადება, რომ ერთი ნაბიჯის ფარგლებში (გასაანგარიშებელი პერიოდის) დაგროვებული ფულადი ნაკადების სალდო იცვლება ბაზოვნად.

მაშინ „შანძილი" X ნაბიჯის დაწყებიდან ნაზღაურობის მომენტამდე განისაზღვრება ფორმულით:

$$X = \frac{|P_{K-}|}{|P_{K-}|+P_{K+}} \qquad (6.2)$$

მაგალითი: ამრიგად, პროექტისთვის ფულადი ნაკადით და ანგარიშის ნაბიჯის (წელი) გათვალისწინებით, PP მაჩვენებლის მნიშვნელობა 5 წლის ტოლია, როცა გაანგარიშება ხდება მთელი წლის სიზუსტით ან 4,8 წელი ზუსტი გაანგარიშების შემთხვევაში. (გაანგარიშებები წარმოდგენილია 6.4. ცხრილში).

PP მაჩვენებლის გაანგარიშების მაგალითი

ცხრილი 6.1

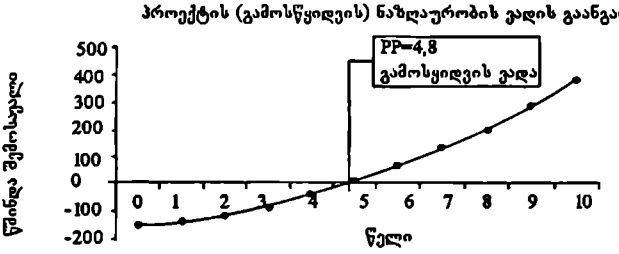
მაჩვენებელი	საანგარიშო პერიოდში (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების ბიჯების მნიშვნელობები.										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
წმინდა შემოსავალი	-150	10	20	30	50	50	60	60	70	85	95
დაგროვილი ფულადი ნაკადის ნაშთი	-150	-140	-120	-90	-40	10	70	130	200	285	380

მოვიყვანოთ PP-ს ზუსტი გაანგარიშების მაგალითი. ნაზღაურობის პერიოდის მთელი ნაწილი წარმოდგება სტრიქონიდან „დაგროვებული ფულის ნაკადის სალდო". მოცემული გაანგარიშებების მთლიანი ნაწილი შეადგენს 4 წელს.

$$P_{k-} = -40;\ P_{k+} = 10$$

$$X = \frac{|P_{K-}|}{|P_{K-}|+|P_{K+}|} = \frac{|-40|}{|-40|+10} = \frac{40}{50} = 0{,}80.$$

ამრიგად, ნაზღაურობის პერიოდის ზუსტი ანგარიში იძლევა მნიშვნელობას 4,8 წელი. გრაფიკი ნაზღაურობის ვადის გაანგარიშებისათვის მოცემულია 6.1. სურათზე.



ნახ.6.1. ნაზღაურობის (გამოსყიდვის) პერიოდის გაანგარიშების გრაფიკი

თუ შემოსავალი წლების მიხედვით თანაბრადაა განაწილებული, მაშინ ნაზღაურობის ვადა გამოანგარიშდება ერთდროული დანახარჯების გაყოფით წლიური შემოსავლების სიდიდეზე.

პროექტებისათვის, რომელთაც გააჩნიათ მუდმივი შემოსავალი თანაბარი შუალედური დროების მიხედვით (მაგ.: მუდმივი სიდიდის წლიური შემოსავალი ანუიტეტი), შეიძლება გამოვიყენოთ ანაზღაურების პერიოდის შემდეგი ფორმულა:

$$\overline{PP} = \frac{I_0}{A} \qquad (6.3).$$

სადაც, PP - ნაზღაურობის ვადაა დაგეგმარების იტერვალებში; I_0 - საწყისი ინვესტიციების ჯამი; A - ანუიტეტის ზომა.

უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ამ შემთხვევაში, საგადასახადო რიგის ელემენტები მოწესრიგებული უნდა იყოს, ანუ პირველად იგულისხმება ფულის (ინვესტიციების) გადინება, ხოლო შემდეგ, მოდინება. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ნაზღაურობის ვადა შეიძლება არასწორად გამოვითვალოთ, ვინაიდან, საგადასახადო რიგის ნიშნის შეცვლის დროს შეიძლება შეიცვალოს მისი ელემენტების ჯამის ნიშანიც.

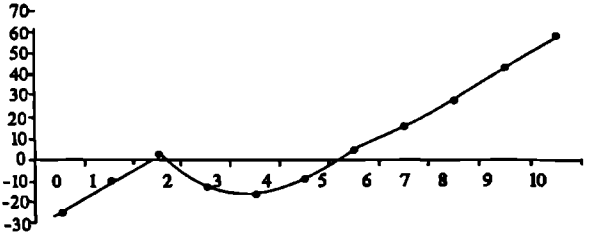
განვიხილოთ შემდეგი მაგალითი: ეიპოვოთ B პროექტის ნაზღაურობის ვადა. მონაცემები შემოსავლის მოდენებიდან პროექტის რეალიზაციამდე წარმოდგენილია 6.2 ცხრილში და 6.2. სურათზე.

მონაცემები B პროექტის ნაზღაურობის ვადის გამოთვლისათვის

ცხრილი 6.2

მაჩვენებელი	საანგარიშო პერიოდში (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების ბიჯების მნიშვნელობები										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
წმინდა შემოსავალი	-25	15	12	-15	-5	8	14	10	12	15	15
დაგროვილი ფულადი ნაკადის ნაშთი	-25	-10	2	-13	-18	-10	4	14	26	41	56

ნაზღაურობის მომენტი განისაზღვრება შემდეგი სტრიქონების საფუძველზე „დაგროვებული ფულადი ნაკადის სალდო“, მაგრამ მოცემულ შემთხვევაში დაგროვებული შემოსავალი დადებითი ხდება მხოლოდ განხორციელებული ინვესტიციიდან 5 წლის შემდეგ და არა 2 წლის შემდეგ.



ნახ. 6.2 B პროექტის ნაზღაურობის ვადის გაანგარიშება

როგორც მაჩვენებელი, კრიტერიუმი **„ნაზღაურობის ვადა"** მარტივი და ადვილად გასაგებია. თუმცა, მას გააჩნია არსებითი ნაკლოვანებები, რომელსაც უფრო ვრცლად განეიხილავთ **ნაზღაურობის დისკონტირებული ვადის** (DPP) ანალიზის დროს, ვინაიდან, არსებული ნაკლოვანებები მიეკუთვნება ანაზღაურების ვადის როგორც სტატიკურ, ისე დინამიკურ მაჩვენებლებს. „ნაზღაურობის ვადის" სტატისტიკური მაჩვენებლის ძირითადი ნაკლოვანება მდგომარეობს იმაში, რომ ის არ ითვალისწინებს ფულის ღირებულებას დროში, ანუ არ იძლევა განსხვავებას შემოსავლის ნაკადის ერთნაირი სალდოს მქონე პროექტებს შორის, რომელთაც გააჩნიათ წლების მიხედვით განსხვავებული განაწილება. მაგალითად, პროექტი A შემოსავლის ნაკადით 50, 100, 150 და პროექტი B შემოსავლის ნაკადით 150, 100, 50 თანაბარუფლებიანები არიან, თუმცა დროში ფულის ღირებულების გათვალისწინების დროს პროექტი B ხასიათდება უფრო მეტი უპირატესობით, ვინაიდან ფულის ნაკადი პირველ წლებში უფრო მეტია, ვიდრე პროექტისა იგივე პერიოდში.

6.3. ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი

(Accounting Rate of Peturn, ARR)

პროექტის სტატიკური ფინანსური შეფასების სხვა მაჩვენებელია **ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი** (Accounting Rate of Peturn, ARR).

მოცემულ კოეფიციენტს აგრეთვე უწოდებენ **მოგების გასათვალისწინებელ ნორმას ან პროექტის რენტაბელობის კოეფიციენტს.**

არსებობს ARR-ის გამოანგარიშების რამდენიმე ალგორითმი. გამოანგარიშების პირველი ვარიანტია პროექტის რეალიზაციიდან მოგების საშუალო წლიური სიდიდის შეფარდება ინვესტიციის საშუალო სიდიდეზე.

$$ARR = \frac{P_r}{(1/2)I_{საშ.}} \qquad (6.4.)$$

სადაც, P_r მოგების საშუალო წლიური სიდიდეა, მაშინ, როცა თვლიან, რომ პროექტის რეალიზაციიდან, $I_{საშ.}$- საწყისი დაბანდებების საშუალო სიდიდეა, მაშინ, როცა თვლიან, რომ პროექტის რეალიზაციის ვადის გასვლისას ყველა კაპიტალური დანახარჯები იქნება ჩამოწერილი.

ზოგჯერ, პროექტის რენტაბელობის მაჩვენებელი გამოანგარიშდება ინვესტიციის საწყისი სიდიდეების საფუძველზე

$$ARR = \frac{P_n}{I_0} \quad (6.5).$$

ჩადებული თანხის საწყისი მოცულობის საფუძველზე გაანგარიშება შეიძლება გამოყენებულ იქნეს პროექტებისთვის, რომლებიც ქმნიან თანაბარი შემოსავლების ნაკადს (მაგალითად, ანუიტეტი) განუსაზღვრელი ან საკმაოდ ხანგრძლივი ვადით.

გაანგარიშების მეორე ვარიანტია პროექტის რეალიზაციიდან მოგების საშუალო წლიური სიდიდის შეფარდება ინვესტიციის საშუალო სიდიდეზე საწყისი ინვესტიციის ნარჩენი ან ლიკვიდაციური ღირებულების გათვალისწინებით (მაგ; მოწყობილობის ღირებულების ლიკვიდურობის გათვალისწინება პროექტის დასრულების დროს):

$$ARR=\frac{P_r}{(1/2)\,(I_o\text{-If})} \qquad (6.6)$$

სადაც P_r - პროექტის რეალიზაციიდან მოგების საშუალო წლიური სიდიდეა, I_o - საწყისი ჩადებული თანხის საშუალო სიდიდეა, If - საწყისი ინვესტიციის ნარჩენი ან ლიკვიდაციური ღირებულება.

ინვესტიციის ეფექტიანობის მაჩვენებლების უპირატესობად გვეკლინება გაანგარიშების სიმარტივე. ამავდროულად, მას გააჩნია არსებითი ნაკლოვანებებიც. ეს მაჩვენებელი არ ითვალისწინებს ფულის ღირებულებას დროში და არ გულისხმობს **დისკონტირებას**, შესაბამისად, არ ითვალისწინებს მოგების განაწილებას წლების მანძილზე, და შესაბამისად გამოიყენება მოკლევადიანი პროექტების შესაფასებლად შემოსავლების თანაბარი შემოსვლის დროს. გარდა ამისა, შეუძლებელია შეფასდეს პროექტების შესაძლო განსხვავებები, რაც დაკავშირებულია განხორციელების სხვადასხვა ვადებზე.

ვინაიდან, მეთოდი დაფუძნებულია ინვესტიციური პროექტის ბუღალტრული ხასიათის გამოყენებაზე ანუ მოგების საშუალო წლიურ სიდიდეზე, ამიტომ ინვესტიციის ეფექტიანობის კოეფიციენტი არ იძლევა კომპანიის ეკონომიკური პოტენციალის ზრდის რაოდენობრივ შეფასებას. მიუხედავად ამისა, მიღებული კოეფიციენტი გვაძლევს ინფორმაციას კომპანიის ბუღალტრულ ანგარიშებზე ინვესტიციის გავლენაზე. ბუღალტრული ანგარიშების მაჩვენებლები ზოგჯერ ძალიან მნიშვნელოვანია კომპანიის მიმზიდველობაზე აქციონერებისა და ინვესტორების მიერ ანალიზის გაკეთების დროს.

6.4. შეფასების დინამიკური მეთოდები

წმინდა დისკონტირებული შემოსავალი (წმინდა მომდინარე ღირებულება - Net Present Value, NPV). თანამედროვე პუბლიკაციებში მოცემული მეთოდის კრიტერიუმის დასახელებისათვის გამოიყენება შემდეგი ტერმინები: წმინდა დისკონტირებული შემოსავალი[1]; წმინდა მოყვანილი ღირებულება;[2] წმინდა მიმდინარე ღირებულება;[3] წმინდა დისკონტირებული ღირებულება;[4] პროექტის რეალიზაციიდან მიღებული ზოგადი ფინანსური შედეგები;[5] მიმდინარე ღირებულება.[6] საინვესტიციო პროექტების

1 **Беренс В., Хавранек П.М**. Руководство по подготовке промышленных технико-экономических исследованийю - М.: Интерэксперт, 1995.

2 **Блех Ю., Гетце У**. Инвестиционные расчеты. Перевод с нем./Под редакцией **А.М. Чуйкина, Л.А. Галютина**. - Калининград: Янтарный сказ, 1997.

3 Иностранные инвестиции в Петербурге, Экономика и жизнь СанктПетербургский региональный выпуск №6 от 8 февраля 1997 г.

4 **Гитман Л. Дж., Джонк М.Д**., Основы инвестирования. Перевод с английского. М: Дело, 1998.

5 **Газеев М.Х., Смирнов А.П., Хрычев А.Н**. Показатели эффективности инвестиций в условиях рынка. - М.:ПМБ ВНИИОЭНГа, 2003.

6 **Финансовый анализ деятельности фирмы**. - М.: Ист-сервис. 2004.

ეფექტიანობის შეფასების მეთოდურ რეკომენდაციებში მოცემულია კრიტერიუმის ოფიციალური სახელწოდება — **წმინდა დისკონტირებული შემოსავალი.**

წმინდა დისკონტირებული შემოსაყალის სიდიდე გაიანგარიშება როგორც დისკონტირებული ფულის ნაკადს შემოსავლისა და გასაელების შორის სხვაობა, რომელიც იწარმოება პროგნოზირებულ პერიოდში ინვესტიციის რეალიზაციის პროცესში.

კრიტერიუმის არსი მდგომარეობს პროექტიდან მომავალში შემოსული ფულის მიმდინარე ღირებულების შედარებაში საინვესტიციო გასაელებთან, რომლებიც საჭიროა პროექტის რეალიზაციისათვის.

მეთოდის გამოყენება ითვალისწინებს შემდეგი სტადიების თანამიმდევრობის გაელას:

1) საინვესტიციო პროექტის ფულის ნაკადის გაანგარიშება;

2) დისკონტირების განაკვეთების არჩევა, ალტერნატიული შემოსავლების და პროექტის რისკის გათვალისწინებით;

3) წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის განსაზღვრა.

წმინდა დისკონტირებული შემოსავალს ანუ NPV დისკონტის მუდმივი ნორმისათვის და ერთჯერადი საწყისი ინვესტიციებისთვის განსაზღვრავენ შემდეგი ფორმულით:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^{T} P_t C_t (1+i)^{-t}, \qquad (6.7)$$

სადაც I_0 - საწყისი ინვესტიციის სიდიდეა, C_t - T დროის განმავლობაში ფულის ნაკადია ინვესტიციის რეალიზაციიდან; T - გაანგარიშების ნაბიჯი (წელი, კვარტალი, თვე და ა.შ.); i - დისკონტირების განაკვეთი.

მიმდინარე ფულის ნაკადი შეიძლება გამოვითვალოთ მიმდინარე ანუ დეფლირებულ ფასებში. წლების მიხედვით შემოსავლების პროგნოზირების დროს აუცილებელია, გაეითვალისწინოთ როგორც საწარმოო, ისე არასაწარმოო ხასიათის შემოსაელების ყველა სახეობა, რომლებიც შეიძლება ასოცირებულები იყვნენ მოცემულ პროექტში. მაგალითად, თუ პროექტის რეალიზაციის პერიოდის დასრულებისას იგეგმება ფინანსური საშუალებების შემოსელა მოწყობილობების ლიკვიდაციური ღირებულების სახით, ისინი უნდა გაეითვალისწინოთ როგორც შესაბამისი პერიოდის შემოსაელები.

მოცემული მეთოდით ანგარიშებს საფუძველად უდევს დროში ფულის განსხვავებული ღირებულება. მიმდინარე **ფულის ნაკადის მომავალი ღირებულების გადაანგარიშების პროცესს ეწოდება დისკონტირება** (ინგ: Discont - შემცირება).

განაკვეთს, რომლის მიხედვითაც მიმდინარეობს **დისკონტირება**, ეწოდება **დისკონტირების განაკვეთი (დისკონტი),** ხოლო მამრაველს $F = 1/(1+i)^t$ **— დისკონტირების ფაქტორი.**

თუ პროექტი წარმოგეიდგენს არა ერთჯერად ინვესტიციას, არამედ ფინანსური რესურსების თანამიმდევრობით ინვესტირებას რამდენიმე წლის განმავლობაში, მაშინ NPV-ს გამოსაანგარიშებელი ფორმულა მოდიფიცირდება შემდეგი სახით;

$$NPC = -\sum_{t=1}^{T_r} I(1+i)^{-t} + \sum_{t=T_r}^{T} C_t (1+i)^{-t}, \qquad (6.8)$$

სადაც, I_t - საწყისი ინვესტიციის ფულის ნაკადია; C_t - დროის განმავლობაში ინვესტიციის რეალიზაციიდან მიღებული ფულის ნაკადი; t - გაანგარიშების ნაბიჯი (წელი, კვარტალი, თვე და ა.შ.) i - დისკონტირების განაკვეთი.

მაგალითი: განვსაზღვროთ პროექტის NPV, რომელიც საწყისი ერთჯერადი ინვესტიციების დროს 1500 $ მოახდენს შემოსაელების ფულის ნაკადის გენერირებას 100, 200, 250, 1300, 1200 $. დისკონტის განაკვეთი 10%+ - + ია. მოცემული მაჩვენებელი შეგვიძლია გამოვიანგარიშოთ შემდეგი ფორმულის მიხედვით: $NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^{T} C_t (1+i)^{-t}$.

$$NPV = -\frac{100}{(1+0,1)^1} + \frac{200}{(1+0,1)^2} + \frac{250}{(1+0,1)^3} + \frac{1300}{(1+0,1)^4} + \frac{1200}{(1+0,1)^5} + \frac{0}{(1+0,1)^6} +$$
$$+ \frac{0}{(1+0,1)^7} + \frac{0}{(1+0,1)^8} + \frac{0}{(1+0,1)^9} + \frac{0}{(1+0,1)^{10}} = 557,1 \text{ ფულ. ერთ.}$$

გარდა ამისა, შედეგი შეგვიძლია მივიღოთ 6.3. ცხრილის აგებით. მოცემული პროექტის NPV არის შემდეგი სტრიქონის ჯამი: **„დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი"**. მოცემული კრიტერიუმის საფუძველზე საინვესტიციო გადაწყვეტილების პირობები შემდეგნაირად ჯამდება:

1. თუ NPV>O, მაშინ პროექტის მიღება შეიძლება;
2. თუ NPV>O, მაშინ პროექტის მიღება არ შეიძლება;
3. თუ NPV>O მაშინ პროექტის მიღება არც მოგებას მოგვცემს და არც წაგებას.

მოცემულ მეთოდს საფუძვლად უდევს ინვესტორების მიერ განსაზღვრული NPV გაანგარიშების მაგალითი

ცხრილი 6.3.

მაჩვენებელი	მაჩვენებლის მნიშვნელობა საანგარიშო პერიოდის (წლების) მიხედვით										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
წმინდა შემოსავალი	-1500	100	200	250	1300	1200	0	0	0	0	0
წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-1500	-1400	-1200	-950	350	1550	1550	1550	1550	1550	1550
დისკონტირებული მაჩრაკალი	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	0,39
დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-1500,0	90,9	165,3	187,8	887,9	745,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-1500,0	-1409,1	-1243,8	-1056,0	-168,1	577,1	577,1	577,1	577,1	577,1	577,1
NPV ფულ.ერთ.	577,1										

ძირითადი მიზანი. მისი საბოლოო მდგომარეობის მაქსიმიზაცია ან ფირმის ღირებულების მომატება. მოცემული მიზნის განხორციელება გეეელინება ინვესტიციის შედარებითი შეფასების ერთ-ერთ პირობად მოცემული კრიტერიუმის საფუძველზე.

წმინდა მიმდინარე ღირებულების უარყოფითი მნიშვნელობა განაპირობებს გადაწყვეტილების მიღების არამიზანშეწონილობის პროექტის ფინანსირებისა და რეალიზაციის საქმეში, ვინაიდან, თუ NPV<O, მაშინ პროექტის მიღების შემთხვევაში, კომპანიის ღირებულება მცირდება ანუ კომპანიის მფლობელები განიცდიან ზარალს და ძირითადი მიზანი არ სრულდება.

წმინდა მიმდინარე ღირებულების დადებითი მნიშვნელობა ადასტურებს გადაწყვეტილების მიღების მიზანშეწონილობას პროექტის ფინანსირებისა და რეალიზაციის შესახებ, როცა NPV>O, მაშინ პროექტის მიღების შემთხვევაში, კომპანიის ღირებულება და შესაბამისად მისი მფლობელის კეთილდღეობა იზრდება. თუ NPV=O, მაშინ პროექტი უნდა მივიღოთ იმ პირობით, რომ მისი რეალიზაცია გააძლიერებს შემოსაელების ნაკადს ჩადებული კაპიტალის ადრე განხორციელებული პროექტებიდან. მაგალითად, სასტუმროს აუტოსადგომისათვის მიწის ნაკვეთის გაფართოება გააძლიერებს უძრაეი ქონების შემოსაელების ნაკადს.

მოცემული მეთოდის რეალიზაცია ითვალისწინებს მთელ რიგ დაშვებებს, რომელიც აუცილებელია შემოწმდეს რეალური მოქმედების შესაბამისობის მიხედვით და აგრეთვე როგორ შედეგებს იწვევენ შესაძლო გადახრები.

ასეთ დაშვებებს შეიძლება მივაკუთვნოთ:

1) მხოლოდ ერთი მიზნობრივი ფუნქციის - კაპიტალის ღირებულების არსებობა;

2) პროექტის რეალიზაციისთვის მოცემული ვადა;

3) მონაცემების საიმედობა;

4) დროის განსაზღვრულ მომენტში გადასახადების კუთვნილობა;

5) კაპიტალის სრულყოფილი ბაზრის არსებობა.

საინვესტიციო სფეროში გადაწყვეტილებების მიღების დროს ხშირად საქმე გვაქვს არა ერთ მიზანთან, არამედ რამოდენიმე მიზნობრივ მითითებასთან. კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში საჭიროა ეს მიზნები გავითვალისწინოთ კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშების პროცესგარე გადაწყვეტილების მიღების დროს. ამ დროს შეიძლება გაანალიზდეს მრავალმიზნობრივი გადაწყვეტილების მიღების მეთოდები.

ეფექტიანობის ანალიზის დროს ექსპლუატაციის ვადები აუცილებელია დავადგინოთ წმინდა დისკონტური შემოსავლის მეთოდის გამოყენების დაწყებამდე. ამ მიზნით, შეიძლება გაანალიზდეს ექსპლუატაციის ოპტიმალური ვადების განსაზღვრის მეთოდები, თუ ის ადრევე არ არის დადგენილი ტექნიკური ან საკანონმდებლო ხასიათის მიზეზების შედეგად.

სინამდვილეში, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს არ არსებობს საიმედო მონაცემები. ამიტომ, კაპიტალის ღირებულების სიდიდის გაანგარიშების წამოყენებულ მეთოდებთან ერთად, პროგნოზირებული მონაცემების საფუძველზე, აუცილებელია გატარდეს განუსაზღვრელობის ხარისხის ანალიზი, უკიდურეს შემთხვევაში - ინვესტირების ყველაზე მნიშვნელოვანი ობიექტებისთვის. ამ მიზნებს ემსახურება ინვესტირების მეთოდები განუსაზღვრელობის პირობებში.

მეთოდის ფორმირებისა და ანალიზის დროს გამოდიან იქიდან, რომ ყველა გადასახადი შეიძლება გადატანილ იქნეს დროის განსაზღვრულ მომენტში. გადახდებს შორის დროის შუალედი ჩვეულებრივ, ერთი წლის ტოლია. თუმცა, გადასახდელების გადახდა შეიძლება მოხდეს ნაკლები დროის ინტერვალშიც. ამ შემთხვევაში, ყურადღება უნდა მივაქციოთ გასაანგარიშებელი პერიოდის ნაბიჯის (გაანგარიშების ნაბიჯი) შესაბამისობას კრედიტის გაცემის პირობებზე. მოცემული მეთოდის კორექტიული გამოყენებისათვის აუცილებელია, რომ გაანგარიშების ნაბიჯი უტოლდებოდეს კრედიტზე პროცენტების გაანგარიშების ვადას.

პრობლემატურია, აგრეთვე დაშვება კაპიტალის სრულყოფილ ბაზარზე, სადაც ფინანსური საშუალებები უნდა იყოს დროის ნებისმიერ მომენტში და განუსაზღვრელი რაოდენობით მიზიდული ან ჩადებული უნდა იყოს ერთიანი გაანგარიშებული პროცენტული განაკვეთის სახით. რეალურად, ასეთი ბაზარი არ არსებობს და საპროცენტო განაკვეთები ფულადი საშუალებების ინვესტირებისა და გასესხების დროს, როგორც წესი, ერთმანეთისგან განსხვავდებიან. ამის გამო, შესაბამისი პროცენტული განაკვეთის განსაზღვრის პრობლემა ჩნდება. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, ვინაიდან, ის მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს კაპიტალის ღირებულების სიდიდეზე.

NPV-ის გაანგარიშების დროს შეიძლება გამოყენებულ იქნეს წლების მიხედვით განსხვავებული დისკონტირების განაკვეთები. ამ შემთხვევაში, აუცილებელია თითოეული ფულის ნაკადზე გამოვიყენოთ დისკონტირების ინდივიდუალური კოეფიციენტები, რომლებიც შეესაბამებიან გაანგარიშების მოცემულ ნაბიჯს.

წმინდა დისკოტირებული შემოსავლის მაჩვენებელი ითვალისწინებს ფულის ღირებულებას დროის განმავლობაში, გააჩნია გადაწყვეტილების მიღების ზუსტი კრიტერიუმები და საშუალებას იძლევა ავირჩიოთ პროექტები კომპანიის ღირებულების მაქსიმიზაციის მიზნებისთვის. გარდა ამისა, მოცემული

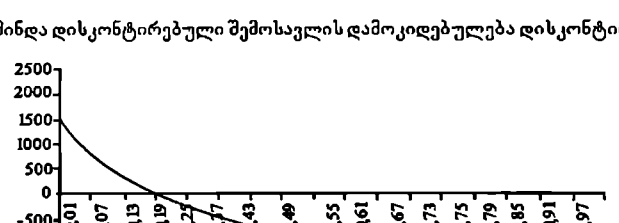
მაჩვენებელი გეეველინება აბსოლუტურ მაჩვენებლად და ფლობს ადიტიურობის თვისებებს, რაც საშუალებას იძლევა მაჩვენებლების მნიშვნელობა ჩაღოთ სხვადასხვა პროექტებში და გამოვიყენოთ ჯამური მაჩვენებელი პროექტების მიხედვით, საინვესტიციო პორტფელის ოპტიმიზაციის მიზნით:

$$NPV_A + NPV_B = NPV_{A+B}$$

ყველა თავის უპირატესობასთან ერთად, მეთოდს გააჩნია არსებითი ნაკლოვანებებიც. ინვესტიციიდან ფულის ნაკადის პროგნოზირებისა და ფირმირების სიძნელეებთან და აგრეთვე დისკონტის განაკეთის არჩევის პრობლემებთან დაკავშირებით, შეიძლება განვითარდეს პროექტის რისკის შეუფასებლობის საშიშროება.

განვიხილოთ შემდეგი მაგალითი: A პროექტს გააჩნია ფულის ნაკადის პროგნოზული მნიშვნელობა: — 200, 30, 50, 80, 140. აუცილებელია შეფასდეს პორტფელში პროექტის „ჩადების" მიზანშეწონილობა იმ პირობით, რომ ფირმის კაპიტალის ფასი 14%-ია. გაანგარიშებები გვიჩვენებენ, რომ NPV=1,678 ფულად ერთეულს, მაგრამ თუ მოცემულ შემთხვევაში კაპიტალის ფასი შეიცვლება 1%-ით მაინც და გახდება 15%, NPV= —3,459 ფულად ერთ. რის გამოც, პროექტი გახდება მიუღებელი. ამრიგად, წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის კრიტერიუმები არ უნდა ასრულებდეს პროექტის რისკის საზომს.

განვიხილოთ წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის დამოკიდებულება დისკონტირების განაკვეთზე (ნახ. 6.3).



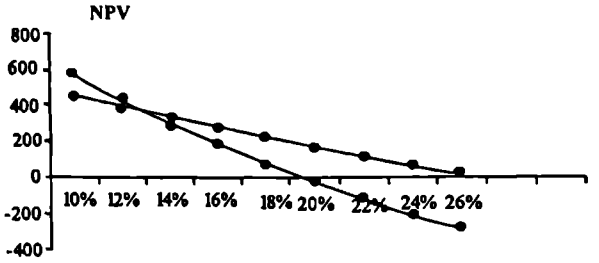
ნახ. 6.3. NPV-ის დისკონტირების განაკვეთზე დამოკიდებულების გრაფიკი

საჭიროა შეეაფასოთ წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის კრიტერიუმების მიხედვით პროექტები და ამოვარჩიოთ მათგან უკეთესი, იმ პირობით, რომ დისკონტის განაკვეთი შეიძლება შეიცვალოს 10%-დან 26% ინტერვალში. გაანგარიშების შედეგები წარმოდგენილია 6.4. ცხრილში და 6.4. ნახაზზე. 6.4 ცხრილიდან ჩანს, რომ პროექტები განსხვავებულად რეაგირებენ დისკონტირების კოეფიციენტის ცვლილებაზე. მოცემული მაჩვენებელი გეეველინება აბსოლუტურ მაჩვენებლად და პროექტების შედარებისას უპირატესობას ანიჭებს მცირე შემოსავლის მქონე უფრო მსხვილ პროექტებს.

A და B პროექტებისათვის NPV-ს გაანგარიშების შედეგები

ცხრილი 6.4

	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%
NPV A პროექტი	577,05	433,76	303,30	184,32	75,60	-23,92	-115,17	-198,97	-276,05
NPV B პროექტი	456,77	392,40	331,86	274,83	221,03	170,20	122,12	76,57	33,37



ნახ. 6.4. NPV - რეზულტატების გაანგარიშების გრაფიკული წარმოდგენა და პროექტებისთვისების და პროექტებისათვის

6.5. ინვესტიციების რენტაბელობის ინდექსი – (Profitability Index PI)

რენტაბელობის (მომგებიანობის შემოსავლიანობის) ინდექსი განიხილება როგორც ფულის ნაკადის წმინდა მიმდინარე ღირებულების დამოკიდებულება ფულის გასაელის წმინდა მიმდინარე ღირებულებაზე (მათ შორის, საწყისი ინვესტიციებიც).

$$PI = \sum_t \frac{p_t}{(1+r)^t} : I_0 \qquad (6.9); \qquad \text{ან} \qquad PI = \frac{\sum_{t=1}^{T} C_t \cdot (1+i)^{-t}}{I_0} \qquad (6.10)$$

სადაც I_0 - საწარმოს ინვესტიციების O დროის მომენტში; C_t საწარმოს ფულის ნაკადი t დროის მომენტში; i — დისკონტირების განაკვეთი.

რენტაბელობის ინდექსი საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შედარებითი მაჩვენებელია და ახასიათებს შემოსაელების დონეს დანახარჯის ერთეულებზე გაანგარიშებით, ანუ დაბანდებების ეფექტიანობას - ამ მაჩვენებელს რაც უფრო მეტი მნიშვნელობა აქვს, მით მეტია უკუგება ფულის ერთეულიდან, რომელიც მოცემულ პროექტშია ინვესტირებული.

მოცემულ მაჩვენებელს უპირატესობა უნდა მივანიჭოთ საინვესტიციო პორტფელის დაკომპლექტების დროს NPV-ს სუმარული მნიშვნელობის მაქსიმიზაციის მიზნით.

მოცემული საინვესტიციო კრიტერიუმის მიხედვით პროექტის მიღების პირობებია:

- თუ PI>O, მაშინ პროექტი უნდა მიეიღოთ;
- თუ PI<O, მაშინ პროექტი უნდა უარყოთ;
- თუ PI=O, მაშინ პროექტი არც მომგებიანია და არც წამგებიანი;

არ არის რთული შეენიშნოთ, რომ პროექტების შეფასებისას, რომლებიც ითვალისწინებენ საწყისი ინვესტიციების ერთნაირ მოცულობას, PI კრიტერიუმი მთლიანად ეთანხმება NPV კრიტერიუმს.

ამრიგად, PI კრიტერიუმს გააჩნია უპირატესობა ერთი პროექტის არჩევის დროს NPV-ს ერთნაირი მნიშვნელობის მქონე მთელი რიგი სხვა პროექტებიდან; თუ ამ უკანასკნელებს გააჩნიათ საჭირო ინვესტიციების სხვადასხვა მოცულობები. მოცემულ შემთხვევაში, ყველაზე მეტად მომგებიანია ის, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტიციის ჩადების ყველაზე მეტ ეფექტიანობას. ამასთან დაკავშირებით, მოცემული მაჩვენებელი საშუალებას გვაძლევს მოვახდინოთ პროექტების რანჟირება შეზღუდული საინვესტიციო რესურსების დროს.

მეთოდის ნაკლოვანებაა მისი არაერთმნიშვნელობა ცალკე აღებული ფულადი ნაკადების შემოსელის და გასვლის დისკონტირების დროს.

6.6. რენტაბელობის შიდა ნორმა - (Internal Rate of Return, IRR)

ინვესტიციების რენტაბელობის შიდა ნორმა ანუ მოგების შიდა ნორმად IRR ითვლება დისკონტირების განაკვეთის ის მნიშვნელობა, როცა პროექტის NPV ნულის ტოლია: IRR=м, при котором NPV =f(м)=O (2.10)

ამ კოეფიციენტის გაანგარიშების აზრი დაგეგმილი ინვესტიციების ეფექტიანობის ანალიზის დროს მდგომარეობს შემდეგში: IRR გვიჩვენებს გასაყვლების მაქსიმალურად დასაშვებ შედარებით დონეს, რომლებიც შეიძლება ასოცირებული იყოს მოცემულ პროექტთან. მაგალითად, თუ პროექტი სრულიად ფინანსირდება კომერციული ბანკის სესხების ხარჯზე, მაშინ IRR გვიჩვენებს ბანკის პროცენტული განაკვეთების დასაშვები დონის ზედა საზღვარს, რომლის მომატებაც პროექტს ხდის წამგებიანს.

პრაქტიკაში ნებისმიერი წარმოება აფინანსებს თავის საქმიანობას სხვადასხვა წყაროებიდან. საწარმოების საქმიანობაში ჩადებული ფინანსური რესურსების გადახდა ხდება პროცენტებით, დივიდენდებით და სხვა. მაჩვენებელს, რომელიც ახასიათებს ამ შემოსაყვლების ფარდობით დონეს, ეწოდება **ავანსირებული კაპიტალის ფასი** (capital cost -cc). ეს მაჩვენებელი ასახავს საწარმოში ჩადებული კაპიტალის დაბრუნების მინიმუმს, მის რენტაბელურობას და გამოიანგარიშება საშუალო შეწონილი არითმეტიკული ფორმულით.

ამ მაჩვენებლის ეკონომიკური მნიშვნელობა მდგომარეობს შემდეგში: წარმოებამ შეიძლება მიიღოს ნებისმიერი გადაწყვეტილება, რომლის რენტაბელობის დონე არ არის cc მაჩვენებლის მიმდინარე მნიშვნელობაზე დაბალი. სწორედ მასთან ხდება IRR მაჩვენებლის შედარება, რომელიც გამოანგარიშდება კონკრეტული პროექტისათვის, ამ დროს, მათ შორის კავშირი ასეთია:

- თუ IRR>cc, მაშინ პროექტი უნდა მივიღოთ;
- თუ IRR<cc, მაშინ პროექტი უნდა უარვყოთ;
- თუ IRR=cc, მაშინ პროექტი არც მომგებიანია და არც წამგებიანი.

ინტერპრეტაციის კიდევ ერთი ვარიანტი შედის მოგების შიდა ნორმის ცნებაში, რომლის დროსაც, პროექტი ჯერ კიდევ გამოსადეგია NPV კრიტერიუმის მიხედვით. გადაწყვეტილების მიღება ხდება IRR-ის შეფარდების საფუძველზე რენტაბელურობის ნორმატივებთან; ამავდროულად, რაც უფრო მაღალია რეტაბელობის შიდა ნორმის მნიშვნელობა და რაც უფრო მეტია სხვაობა მის მნიშვნელობასა და დისკონტის ამორჩეულ განაკვეთს შორის, მით უფრო მეტი გამძლეობა გააჩნია პროექტს. ეს კრიტერიუმები გვეელინებიან ძირითად ორიენტირებად ინვესტორის მიერ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს, რაც სრულიადაც არ ამცირებს სხვა კრიტერიუმების როლს. დისკონტირების ცხრილის დახმარებით IRR-ის გამოანგარიშებისათვის გამოიყენება **დისკონტირების კოეფიციენტის** ორი მნიშვნელობა $i_1<i_2$ იმგვარად, რომ (i_1, i_2) ინტერვალში ფუნქციამ NPV=f(i) შეიცვალოს თავის მნიშვნელობა „+"-დან „—"-ისკენ ან „—„-დან „+"-ისკენ. შემდეგ გამოიყენებენ ფორმულას:

$$IRR = r_1 + \frac{f(r_1)}{f(r_1) - f(r_2)}(r_1 - r_2), \qquad (6.11)$$

სადაც, i_1 — დისკონტირების კოეფიციენტის მნიშვნელობაა, რომლის დროსაც $f(i_1) > 0$ $(f(i_1) < 0$, r_2 -დისკონტირების კოეფიციენტის მნიშვნელობაა, რომლის დროსაც $f(i_2) > 0$ $(f(i_2) < 0)$.

გამოანგარიშების სიზუსტე უკუპროპორციულია ინტერვალის სიგრძესთან $(i_1\ i_2)$, ხოლო საუკეთესო აპროქსიმაცია მიიღწევა იმ შემთხვევაში, როცა i_1 და i_2 **- დისკონტირების კოეფიციენტის** ერთმანეთის ახლოს მდგომი მნიშვნელობებია და აკმაყოფილებენ პირობებს.

IRR სიდიდის ზუსტი გაანგარიშება ხდება მხოლოდ კომპიუტერის დახმარებით.

მაგალითი: საჭიროა გამოვიანგარიშოთ IRR მაჩვენებლის მნიშვნელობა პროექტისათვის, რომელიც გაანგარიშებულია 3 წელზე და საჭიროებს ინვესტიციას 2 000 ფულადი ერთეულის ფარგლებში და გააჩნია ფულის მიღება 1 000, 1 500 და 2 000 ფულადი ერთეულების ფარგლებში.

დისკონტირების ცხრილის დახმარებით IRR-ის გამოსაანგარიშებლად ვიღებთ დისკონტირების ორ ნებისმიერ კოეფიციენტს, მაგალითად, r_1=40%<r_2=50% და გამოვიანგარიშებთ ფუნქციის NPV-f(r) მნიშვნელობას. ვღებულობთ NPV=f(40%)=270 და NPV=f(50%)=-75, ამრიგად, ფუნქცია NPV=f(r) თავის მნიშვნელობას იცვლის „+" - დან „-"-მდე და მნიშვნელობის მოცემული ინტერვალი გამგები IRR გაანგარიშებისათვის, შემდეგ, გამოვიყენებთ (2.11) ფორმულას, სადაც r_1 – დისკონტირების კოეფიციენტის მნიშვნელობაა, რომლის დროსაც $f(r_1) > f(r_1) < r_2$ – დისკონტირების კოეფიციენტის მნიშვნელობაა, რომლის დროსაც $f(r_2) > f(r_2) <$.

$$IRR = 40\% + \frac{207}{207-(-75)}(50\% - 40\%) = 47{,}3\%.$$

ასეთივე ხერხით შეგვიძლია დავასახელოთ IRR მნიშვნელობა რამოდენიმე იტერაციის გზით, განესაზღვროთ რა დისკონტირების კოეფიციენტის უახლოეს მთელ მნიშვნელობებს, რომლის დროსაც NPV იცვლის ნიშანს. ჩვენ მაგალითში ასეთ მთელ მნიშვნელობად გვეელინება მნიშვნელობები r_1=47% <r_2=48%.

$$IRR = 47\% - \frac{4{,}5}{4{,}5-(-22{,}5)}(48\% - 47\%) = 47{,}17\%.$$

ჩვენი გაანგარიშებით, IRR-ის საძიებელი მნიშვნელობა შეადგენს 47,17%-ს. (IRR-ის მნიშვნელობა, რომელიც მიიღება ფინანსური კალკულატორის დახმარებით, შეადგენს 47,15%-ს).

ძირითადი გამოთვლები მოცემულია 6.5. ცხრილში.

მაგალითზე გაანგარიშებები

ცხრილი 6.5.

წელი	ინვესტიცია	გამოთვლა 1		გამოთვლა 2		გამოთვლა 3		გამოთვლა 4	
		r =40%	PV	r = 50%	PV	r = 47%	PV	r= 48%	PV
0	-2000	1,000	-2000	1,000	-2000	1,000	-2000,0	1,000	-2000,0
1	1000	0,714	714	0,667	667	0,680	680,0	0,676	676,0
2	1500	0,510	765	0,444	666	0,463	694,5	0,457	685,5
3	2000	0,364	728	0,296	592	0,315	630,0	0,308	616,0
			207		-75		4,5		-22,5

ამ კრიტერიუმის უპირატესობაა ობიექტურობა, ინვესტიციის აბსოლუტური ზომიდან დამოუკიდებლობა, ინფორმაციულობა. გარდა ამისა, ის ადვილად გამოიყენება რისკის სხვადასხვა დონის მქონე პროექტების შედარებისათვის. აღსანიშნავია, რომ დიდი რისკის მქონე პროექტებს უნდა გააჩნდეთ შემოსავლების დიდი შიდა ნორმა. თუმცა, მას გააჩნია ნაკლოვანებებიც: „არაკომპიუტერული" გაანგარიშებების სირთულე, მომავალი ფულის ნაკადების შეფასების სიზუსტეზე დიდი

დამოკიდებულება და აგრეთვე მისი გამოყენების შეუძლებლობა რამოდენიმე მიმართულების არსებობის შემთხვევაში.

რენტაბელობის შიდა ნორმის განსასაზღვრავად, როგორც წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის მეთოდში, აუცილებელია დაშვებების არსებობა, რომლებიც მნიშვნელოვანი ხარისხით ემთხვევა ერთმანეთს ორივე მეთოდების დროს. გამონაკლისად გვეელინება გამონთავისუფლებული ფინანსური საშუალებების ჩადება (რეინვესტირების პირობები) და აგრეთვე განსხვავების არსებობა კაპიტალის დანახარჯსა და ექსპლუატაციის ვადებს შორის. შიდა განაკვეთების განსაზღვრის მეთოდის შესაბამისი დაშვება (შიდა პროცენტულ განაკეთის მიხედვით ჩადება), როგორც წესი, არ არის მიზანშეწონილი. ამიტომ, რენტაბელურობის შიდა ნორმის მეთოდი კონკრეტული სარეზერვო ინვესტიციების გათვალისწინებისა გარეშე ან პირობების სხვა მოტივაციის დროს, არ შეიძლება გამოვიყენოთ აბსოლუტური სარგებლიანობის შეფასებისათვის, თუ ადგილი აქვს კომპლექსურ ინვესტიციებს და ხდება რეინვესტირების პროცესი. ინვესტიციის ამ ეტაპის დროს ვითარდება, აგრეთვე სხვადასხვა დაღებითი ან უარყოფითი შიდა პროცენტული განაკვეთების არსებობის პრობლემა, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს სირთულეები შედეგების ინტერპრეტაციაში, რომლებიც მიღებულია რენტაბელობის შიდა ნორმის მეთოდით.

რენტაბელობის შიდა ნორმის განსაზღვრის მეთოდი შედარებითი სარგებლიანობის შეფასებისათვის არ გამოიყენება: ამის მაგივრად, აუცილებელია მოვახდინოთ ინვესტიციების გაანალიზება განსხვავების განსასაზღვრავად. თუ საქმე ეხება იზოლირებულად განხორციელებულ ინვესტიციებს, მაშინ შეგვიძლია შიდა პროცენტული განაკეთი შევადაროთ გაანგარიშებას, რათა შესაძლებელი გავხადოთ სარგებლიანობის შედარება. თუ ინვესტიციებს სარგებლიანობის შედარებისათვის გააჩნიათ კომპლექსური ხასიათი, მაშინ რენტაბელობის განსაზღვრის მეთოდის გამოყენება მიზანშეუწონელია.

რენტაბელობის შიდა ნორმის მეთოდის უპირატესობა წმინდა დისკონტირებული შემოსავლების მეთოდთან შედარებით გვეელინება მისი ინტერპრეტაციის შესაძლებლობა. ის ახასიათებს პროცენტების დარიცხვას დახარჯულ კაპიტალზე (დახარჯული კაპიტალის რენტაბელურობა).

გარდა ამისა, შიდა პროცენტული განაკეთი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც კრიტიკული პროცენტული განაკეთი საინვესტიციო ალტერნატივის აბსოლუტური სარგებლიანობის განსაზღვრისათვის იმ შემთხვევაში, როცა გამოიყენება წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდი და არ არსებობს დაშვება **„სარწმუნო მონაცემების“** შესახებ.

ამრიგად, ინვესტიციის შეფასება მოცემული მეთოდის დახმარებით, დაფუძნებულია დისკონტირების განაკეთის მაქსიმალური სიდიდის განსაზღვრაზე, რის შედეგადაც, პროექტები არ არიან წამგებიანები.

NPV, IRR და PI კრიტერიუმები, რომლებიც განსაკუთრებით ხშირად გამოიყენებიან საინვესტიციო ანალიზში, გვეელინებიან ერთი და იგივე კონცეფციის სხვადასხვა ვერსიად და ამიტომაც, მათი შედეგები ერთმანეთთანაა დაკავშირებული. ამრიგად, შეგვიძლია გამოვიყენოთ შემდეგი მათემატიკური ურთიერთდამოკიდებულება ერთი პროექტისათვის:

- თუ NPV>0, მაშინ IRR> cc(r), PI>1;
- თუ NPV>0, მაშინ IRR< cc(r), PI<1;
- თუ NPV=0, მაშინ IRR= cc(r), PI=1.

არსებობს მეთოდები, რომლებიც ახდენენ IRR მეთოდის კორექტირებას ამა თუ იმ არასტანდარტულ სიტუაციაში გამოსაყენებლად. ერთ-ერთ ასეთ მეთოდს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ რენტაბელობის მოდიფიცირებული შიდა ნორმის მეთოდი (MIRR).

6.7. რენტაბელობის მოდიფიცირებული შიდა ნორმა
(Modified Internal Rate of Return, MIRR)

შემოსავლიანობის მოდიფიცირებული განაკვეთი საშუალებას იძლევა თავიდან ავიცილოთ პროექტის რენტაბელობის შიდა ნორმების არსებითი ნაკლოვანებები, რომლებიც ფულადი საშუალებების არაერთჯერადი გასვლების შემთხვევაში იჩენს თავს. ასეთი არაერთჯერადი გასულების მაგალითებია განვადება ან უძრავი ობიექტის მშენებლობა, რომელიც ხორციელდება რამოდენიმე წლის განმავლობაში. ამ მეთოდის ძირითადი განსხვავებაა ის, რომ რეინვესტირება ხდება ურისკო განაკვეთებით, რომლის სიდიდეც განისაზღვრება ფინანსური ბაზრის ანალიზის საფუძველზე.

ამრიგად, **დანახარჯების დისკონტირება ურისკო განაკვეთებით,** საშუალებას იძლევა, გამოვითვალოთ მათი სუმარული მიმდინარე ღირებულება, რომლის სიდიდეც ინვესტიციის შემოსავლიანობის უფრო ობიექტური შეფასების საშუალებას იძლევა და უფრო კორექტული მეთოდია საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების შემთხვევაში არარელევანტური (არაორდინარული) ფულადი ნაკადის დროს.

6.8. ინვესტიციის ნაზღაურობის (დამოსყიდვის) დისკონტირებული ვადა – (Discounted Pauback Period< DPP)

ინვესტიციის ნაზღაურობის დისკონტირებული ვადა (Discounted Pauback Period< DPP) საშუალებას იძლევა თავიდან იქნეს აცილებული ინვესტიციის ანაზღაურების ვადის სტატიკური მეთოდის ნაკლოვანება და გავითვალისწინოთ დროში ფულის ღირებულება, ხოლო შესაბამისი ფორმულას აქვს შემდეგი სახე 2.12. ანაზღაურების ვადა იზრდება, ანუ ყოველთვის DPP>PP.

$$DPP=\min n, \text{ რომლის დროსაც } \sum P_k \frac{1}{(1+r)^k} \le iI_0$$

უმარტივესი გამოანგარიშებები გვიჩვენებენ, რომ ასეთი მიღება დისკონტირების დაბალი განაკვეთის პირობებში (რაც დამახასიათებელია სტაბილური დასაელური ეკონომიკისათვის), აუმჯობესებს შელეგებს არასაგრძნობ სიდიდეზე, მაგრამ დისკონტირების მნიშვნელოვნად დიდი განაკვეთებისათვის, რომელიც დამახასიათებელია რუსეთის ეკონომიკისათვის, ის იძლევა მნიშვნელოვან ცვლილებებს ანაზღაურების ვადის გასაანგარიშებელ სიდიდეებზე, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, პროექტი, რომელიც მისაღებია PP კრიტერიუმით შეიძლება აღმოჩნდეს მიუღებელი კრიტერიუმის მიხედვით.

PP და DPP კრიტერიუმების გამოყენების დროს ინვესტიციური პროექტების შეფასებაში, გადაწყვეტილებების მიღება ხდება შემდეგი პირობებიდან გამომდინარე: ა) პროექტი მიიღება, თუ აღგილი აქვს ანაზღაურებას; ბ) პროექტი მიიღება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ანაზღაურების ვადა არ აჭარბებს კონკრეტული კომპანიებისათვის დადგენილ ვადას.

მაგალითი: **განვსაზღვროთ PP და DPP მაჩვენებლები და მივიღოთ გადაწყვეტილება პროექტის მიღების მიზანშეწონილების შესახებ (პროექტის შესახებ მონაცემები წარმოდგენილია 2.6 ცხრილში). ამ შემთხვევაში, დისკონტის განაკვეთი 10%-ია, კომპანია არ ღებულობს პროექტებს, როცა ანაზღაურების ვადა აღემატება 5 წელს, მაგალითად ჩანს, რომ PP უდრის 5 წელს, ხოლო DPP უდრის 6 წელს. ამრიგად, ანაზღაურების ვადის კრიტერიუმის თანახმად, პროექტი შეიძლება მივიღოთ, ხოლო ანაზღაურების დისკონტირებული ვადის კრიტერიუმის მიხედვით, პროექტი არ მიიღება.**

PP და DPP მაჩვენებლების გასაანგარიშებელი მონაცემები პროექტის მიხედვით[1]

ცხრილი 6.6.

მაჩვენებელი	საანგარიშო პერიოდში (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების მნიშვნელობები										
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
წმინდა შემოსავალი	-120	10	20	30	50	50	60	60	70	85	95
წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-120	-110	-90	-60	-10	40	100	160	230	315	410
დისკონტირებული მამრავლი	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	0,39
დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-120,0	9,09	16,53	22,54	34,15	31,05	33,87	30,79	32,66	36,05	36,63
წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-120,00	-110,91	-94,38	-71,84	-37,69	-6,64	27,22	58,01	90,67	126,72	163,34

ზოგად შემთხვევაში ანაზღაურების პერიოდის განსაზღვრა ატარებს პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულების ან რენტაბელობის შიდა ნორმის დამხმარე ხასიათს.

გარდა ამისა, ამ მაჩვენებლის (PP) ნაკლოვანება განისაზღვრება იმაში, რომ ის არ ითვალისწინებს ფულადი საშუალებების შემდგომ ნაკადს და ამიტომაც პროექტის მიმზიდველობის არასაიმედო კრიტერიუმად გვეელინება.

მოვახდინოთ ზემოთ აღწერილი მდგომარეობის ილუსტრირება მაგალითის მიხედვით. შევაფასოთ A და B პროექტების მიმზიდველობა (მონაცემები მოცემულია 6.7. და 6.8. ცხრილებში) დისკონტის განაკეთი 5%-ია.

მონაცემები A პროექტის მიხედვით[2]

ცხრილი 6.7.

მაჩვენებელი	საანგარიშო პერიოდში (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების მნიშვნელობები					
	0	1	2	3	4	5
წმინდა შემოსავალი	-1500	100	200	250	1300	1200
წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-1500	-1400	-1200	-950	350	1550
დისკონტირებული მამრავლი	1,00	0,95	0,91	0,86	0,82	0,78
დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-1500,0	95,2	181,4	216,0	1069,5	940,2
წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-1500,0	-1404,8	-1223,4	-1007,4	62,1	1002,3

გაანგარიშებისას მიიღება კრიტერიუმების შემდეგი მნიშვნელობები (A პროექტი):

- NPV=1002,35
- PP=4
- DPP=4
- PP=4

გაანგარიშებისას მიიღება კრიტერიუმების შემდეგი მნიშვნელობები (B პროექტი):

[1] О Коннэл Ф. Как успешно руководить проектами. Серебряная пуля. Пер. с анг- М: КУДИЦ-ОБРАЗ 2003 გვ.117

2 О Коннэл Ф. Как успешно руководить проектам. Серебряная пуля. Пер. с анг- М: КУДИЦ-ОБРАЗ, 2003 გვ.131.

- NPV=1036,91
- PP=4
- DPP=4.

ნაზღაურობის ვადისა და ნაზღაურობის დისკონტირებული ვადის კრიტერიუმების მიხედვით, ეს პროექტები თანაბარფასიანია, მაგრამ A პროექტისაგან განსხვავებით, B პროექტი უფრო მიმზიდველია, ვინაიდან მისი წმინდა მიმდინარე ღირებულება A პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულებაზე მეტია ($NPV_B > NPV_A$).

მონაცემები B პროექტის მიხედვით მონაცემები[1]

ცხრილი 6.8.

მაჩვენებელი	საანგარიშო პერიოდში (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების მნიშვნელობები					
	0	1	2	3	4	5
წმინდა შემოსავალი	-1500	300	300	350	800	1300
წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-1500	-1200	-900	-550	250	1550
დისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,95	0,91	0,86	0,82	0,78
დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-1500,0	285,7	272,1	302,3	658,2	1018,6
წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-1500,0	-1214,3	-1942,2	-639,8	18,3	1036,9

ამრიგად, კრიტერიუმი „ნაზღაურობის ვადა" ერთსა და იმავე მნიშვნელობას ანიჭებს ფულის ყველა ნაკადს განსაზღვრული პერიოდის მანძილზე და არ ითვალისწინებს ყველა მომდევნო გადასახადს, და შესაბამისად, შეიძლება იყოს როგორც დამხმარე NPV–ს კრიტერიუმისათვის.

„ნაზღაურობის ვადის" კრიტერიუმის კიდევ ერთი არსებითი ნაკლოვანებაა ის, რომ NPV-ს მაჩვენებლისგან განსხვავებით, ის არ ხასიათდება ადიტიურობის თვისებით. ამასთან დაკავშირებით, პროექტების კომბინაციების განხილვის დროს, მოცემულ მაჩვენებელს ფრთხილად უნდა მოვეპყროთ, გავითვალისწინოთ რა მისი ეს თვისება.

განვიხილოთ კიდევ ერთი მაგალითი და შევადაროთ ერთმანეთს A, B და C პროექტები. A და B პროექტები ურთიერთგამომრიცხველია, ხოლო C პროექტი დამოუკიდებელი. ამრიგად, კომერციული ორგანიზაციებისთვის რეალიზაციის დროს შესაძლებელია განვიხილოთ A ან B პროექტი, აგრეთვე A და C ან B და C პროექტის კომბინაციები საკმარისი ფინანსური შესაძლებლობის დროს (მონაცემები პროექტებისა და მისი კომბინაციების შესახებ მოცემულია 2.9 ცხრილში) ხოლო გამოანგარიშებული მაჩვენებლების შედეგები მოცემულია (2.10 ცხრილში).

A,B და C პროექტების და მათი კომბინაციების მიხედვით მონაცემები[2]

ცხრილი 6.9.

	პროექტი	პროექტი	პროექტი CA	პროექტი +C	პროექტი +C
გამოსყიდვის პერიოდი	2	1	3	2	3
გამოსყიდვის დისკონტირებული პერიოდი	2	1	3	3	3

1 **O Коннэл Ф.** Как успешно руководить проектам. Серебряная пуля. Пер. с анг- М: КУДИЦ-ОБРАЗ, 2003 გვ.132.

2 **O Коннэл Ф.** Как успешно руководить проектам. Серебряная пуля. Пер. с анг- М: КУДИЦ-ОБРАЗ, 2003 გვ.152.

A,B და C პროექტების მიხედვით გაანგარიშებების შედეგები

ცხრილი 6.10

მაჩვენებელი		საანგარიშო პერიოდი (წლების მიხედვით) მაჩვენებლების მნიშვნელობები			
		0	1	2	3
პროექტი A	წმინდა შემოსავალი	-15	0	35	5
	წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-15	-15	20	25
	მადისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,89	0,80	0,71
	დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-15,0	0,0	27,9	3,6
	წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-15,0	-15,0	12,9	16,5
		2,0			
		2,0			
პროექტი B	წმინდა შემოსავალი	-15	20	5	25
	წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-15	5	10	35
	მადისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,89	0,80	0,71
	დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-15,0	17,9	4,0	17,8
	წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-15,0	2,9	6,8	24,6
		1,0			
		1,0			
პროექტი C	წმინდა შემოსავალი	-15	0	0	25
	წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-15	-15	-15	10
	მადისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,89	0,80	0,71
	დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-15,0	0,0	0,0	17,8
	წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-15,0	-15,0	-15,0	2,8
		3,0			
		3,0			
პროექტი A და C	წმინდა შემოსავალი	-30	0	35	30
	წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-30	-30	5	35
	მადისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,89	0,80	0,71
	დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-30,0	0,0	27,9	21,4
	წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-30,0	-30,0	-2,1	19,3
		2,0			
		3,0			
პროექტი B და C	წმინდა შემოსავალი	-30	20	5	50
	წმინდა შემოსავლის ნაშთი	-30	-10	-5	45
	მადისკონტირებელი მამრავლი	1,00	0,89	0,80	0,71
	დისკონტირებული წმინდა შემოსავალი	-30,0	17,9	4,0	35,6
	წმინდა შემოსავლის დისკონტირებული ნაშთი	-30,0	-12,1	-8,2	27,4
	გამოსყიდვის ვადა	3,0			
	გამოსყიდვის დისკონტირებული პერიოდი	3,0			

თუ შევადარებთ A და B პროექტებს, მაშინ უნდა მივიღოთ B პროექტი. თუ განვიხილავთ A და C ან B და C პროექტებს, მაშინ უმჯობესია მივიღოთ A და C პროექტების კომბინაცია, რაც ეწინააღმდეგება ადიტიურობის წესებს, ვინაიდან ცალ-ცალკე A და C პროექტებიდან გამომდინარე – PP და DPP - „ყველაზე ცუდებია“.

თუმცა „ნაზღაურობის ვადის" კრიტერიუმი არ ითვალისწინებს საწყისი ინვესტიციების სიდიდეებს და დაბანდების აბსოლუტურ მოცულობას. ამრიგად, მოცემული მაჩვენებელი შეიძლება გამოვიყენოთ მხოლოდ შესადარი საწყისი ინვესტიციების ანალიზისათვის.

ზოგიერთ შემთხვევაში „ნაზღაურობის ვადის" კრიტერიუმის გამოყენებას შეიძლება ჰქონდეს გადამწყვეტი მნიშვნელობა ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების დროს. კერძოდ, ასე შეიძლება მოხდეს, როცა ინვესტიციები დაკავშირებულია მაღალ რისკთან, და მაშინ, რაც უფრო ნაკლებია ანაზღაურების ვადა, მით უფრო მისაღებია ეს პროექტი. გარდა ამისა, კომპანიის ხელმძღვანელობას შეიძლება ჰქონდეს ანაზღაურების ვადის რაღაც ლიმიტი, და ეს უპირველეს ყოვლისა, დაკავშირებულია ლიკვიდურობის პრობლემებთან, ვინაიდან, კომპანიის მთავარი ამოცანაა, რომ ინვესტიციები ანაზღაურდეს რაც შეიძლება სწრაფად. ამრიგად, და კრიტერიუმები საშუალებას გვაძლევენ ვიმსჯელოთ პროექტის ლიკვიდურობაზე და რისკზე შემდეგნაირად: რაც უფრო მოკლეა ანაზღაურების ვადა, მით ნაკლებია პროექტის რისკი; უფრო ლიკვიდურია ის პროექტი, რომელსაც ანაზღაურების ნაკლები ვადა აქვს. მოცემული კრიტერიუმები მიზანშეწონილია გამოვიყენოთ, როცა კომპანია დაინტერესებულია ლიკვიდურობის გაზრდით და აგრეთვე დარგებში სადაც მაღალი რისკია (მაგალითად, დარგებში, სადაც ხდება ტექნოლოგიების სწრაფი ცვლა: კომპიუტერული სისტემები, მობილური კავშირი და ა.შ.).

გარდა ამისა, მეთოდმა გამოყენება ჰპოვა აგრეთვე საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების ვარიანტების გამოსაანგარიშებლად. PP და DPP კრიტერიუმების მიხედვით მიზანშეწონილია განვიხილოთ პროექტები, რომლებიც ფინანსდება ხანგრძლივი ვალდებულებების ხარჯზე. პროექტის ანაზღაურების ვადა უნდა იყოს ნასესხები სახსრებით სარგებლობის ვადაზე ნაკლები.

ზემოთ თქმულიდან, შეიძლება გამოვიტანოთ დასკვნა, რომ წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდი და რენტაბელობის შიდა ნორმის მეთოდი მათი უპირატესობისა და ნაკლოვანებების გათვალისწინების დროს იძლევიან კორექტიულ შედეგებს ინვესტიციების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების დროს. თუმცა, არც ერთი ზემოთ მოხსენებული მაჩვენებელი თვითონ არ არის საკმარისი ინვესტიციების რეალიზაციის ან უარყოფის გადაწყვეტილებების მიღების დროს.

გადაწყვეტილება ინვესტირების შესახებ უნდა მივიღოთ ყველა ზემოთ ჩამოთვლილი კრიტერიუმების და ინვესტიციური პროცესის ყველა მონაწილის ინტერესების გათვალისწინებით. ამ გადაწყვეტილებაში მნიშვნელოვან როლს თამაშობს კაპიტალის დროში განაწილება და მისი სტრუქტურა და აგრეთვე სხვა ფაქტორები, რომლებიდანაც ზოგიერთი ექვემდებარება მხოლოდ შინაარსობრივ და არა მათემატიკურ გაანგარიშებას.

6.9. საინვესტიციო პროექტების ვარიანტების შემუშავება და სხვადასხვა კრიტერიუმების შედარება

ყველა სახის საწარმო გარკვეულად დაკავშირებულია საინვესტიციო საქმიანობასთან. ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღება დაკავშირებულია მთელ რიგ ფაქტორებთან, რომლებიც ართულებენ გადაწყვეტილების მიღებას. ეს ფაქტორებია: ინვესტიციის სახე, საინვესტიციო პროექტის ღირებულება, მრავალი მისაღები პროექტის არსებობა, ფინანსური რესურსების შეზღუდულობა, რისკის ფაქტორი და სხვ.

საწარმოები საჭიროებენ ინვესტიციებს სხვადასხვა მიზეზების გამო, რომლებიც შეგვიძლია დავყოთ სამ სახედ:

1) არსებული მატერიალურ-ტექნიკური ბაზის განახლება;

2) წარმოების მოცულობის გაზრდა;

3) საქმიანობის ახალი სახეების ათვისება.

აღსანიშნავია, რომ პასუხისმგებლობის დონე საინვესტიციო პროექტის მიღებაზე განსხვავებულია. მაგალითად, საკმაოდ ადვილია გადაწყვეტილების მიღება არსებული მოწყობილობის უფრო თანამედროვეთი შეცვლის შესახებ, რადგან ამ დროს ნათელია თუ რა სახის და რა მახასიათებლების ახალი საშუალებებია საჭირო მოძველებულის ნაცვლად. უფრო რთულია გადაწყვეტილების მიღება, როცა საინვესტიციო პროექტი შეეხება ძირითადი საქმიანობის გაფართოებას, რადგან გასათვალისწინებელია მრავალი ახალი ფაქტორი. მაგ. თუ როგორ შეიცვლება საწარმოს მდგომარეობა ბაზარზე, რადგან თუ სწორედ არ იქნება გათვლილი მოთხოვნა საწარმოს მიერ გამოშვებულ საქონელზე, წარმოების ახალმა მოცულობამ მოგების ნაცვლად შესაძლოა ზარალი მოუტანოს საწარმოს. ასევე გასათვალისწინებელია მატერიალური, შრომითი და ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობა და სხვ.

მნიშვნელოვანია მოსალოდნელი ინვესტიციის მოცულობაც, რადგან განსხვავებულია პასუხისმგებლობა საინვესტიციო პროექტის მიღებაზე, რომლის მოცულობა ვთქვათ, 100 ათასია და რასაკვირველია პასუხისმგებლობა იზრდება თუ ინვესტიციის მოცულობა მილიონი და მეტია. სწორედ ამიტომ სააქციო საზოგადოებაში ხელმძღვანელს უფლება აქვს დამოუკიდებლად მიიღოს გადაწყვეტილება, რომელიც შეეხება შედარებით მცირე თანხას, ხოლო ყველა მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილება უნდა შეთანხმებული და დამტკიცებული იყოს საბჭოს მიერ.

იმის გამო, რომ ნებისმიერი საწარმოს ფინანსური რესურსები შეზღუდულია, ამიტომ აუცილებელია საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ოპტიმიზაცია. როდესაც გადაწყვეტილების მიღება საჭიროა რამდენიმე ალტერნატიული ან ერთმანეთისაგან დამოუკიდებელი პროექტის შემთხვევაში, მნიშვნელოვანია სწორი არჩევანის გაკეთება, რაც ეფუძნება საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებულ კრიტერიუმებს, თუმცა მნიშვნელოვანია ხელმძღვანელის ინტუიციაც.

საინფორმაციო ხასიათის მმართველობით გადაწყვეტილებების მიღების პროცესს საფუძვლად უდევს მოსალოდნელი ინვესტიციის მოცულობის და მომავალი შემოსავლის შეფასება და შედარება.

რადგანაც შესადარებელი მაჩვენებლები განეკუთვნებიან დროის სხვადასხვა მომენტებს, ძირითად პრობლემას წარმოადგენს მათი შესადარისობა. მისი გაგება შეიძლება სხვადასხვაგვარად, რაც დამოკიდებულია არსებულ ობიექტურ და სუბიექტურ პირობებზე. როგორიცაა: ინფლაციის ტემპი, ინვესტიციის მოცულობა, გენერირებადი (მისაღები) შემოსავლები, პროგნოზირების საზღვრები (ჰორიზონტი), ანალიტიკოსის კვალიფიკაციის დონე და ა.შ.

საინვესტიციო საქმიანობაში მნიშვნელოვანია რისკის ფაქტორი, რადგან ეს საქმიანობა ხორციელდება განუსაზღვრელობის პირობებში, რომლის ხარისხიც მნიშვნელოვნად ვარირებს. საკმაოდ რთულია ეკონომიკური ეფექტის ზუსტად განსაზღვრა.

საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება ეფუძნება სხვადასხვა ფორმალურ და არაფორმალურ მეთოდებს. არ არსებობს ერთი უნივერსალური მეთოდი, რომელიც ყველა შემთხვევაში შეიძლება გამოდგეს და გამოვიყენოთ. მართვა ალბათ უფრო ხელოვნებაა ვიდრე მეცნიერება, თუმცა ფორმალური მეთოდით მიღებული შეფასებები აადვილებს მენეჯერის მიერ საბოლოო გადაწყვეტილების მიღებას.

ნებისმიერი ინვესტორი ისწრაფვის მის მიერ დაბანდებული კაპიტალი იძლეოდეს მაქსიმალურ მოგებას, ანუ მის მიერ გაწეული დანახარჯები უზრუნველყოფდეს მაქსიმალურ ეფექტს. დანახარჯებში ამ შემთხვევაში იგულისხმება საინვესტიციო დაბანდებები, ხოლო შედეგებში ის შემოსავლები, რაც მიიღება საინვესტიციო პროექტის ფუნქციონირების შედეგად. დროის ინტერვალი, რომელიც ჟალიბდება პროექტის ექსპლუატაციის დაწყებიდან მის ლიკვიდაციამდე – პროექტის სასიცოცხლო ციკლია. როგორც წესი, საინვესტიციო კომპანიებს გააჩნიათ რამდენიმე საინვესტიციო პროექტის ალტერნატიული ვარიანტი. მათი განხორციელების ძირითად შეზღუდველად ამ პროექტების დაფინანსების შესაძლებლობა გვევლინება. ამიტომ აუცილებელია ალტერნატიული ვარიანტებიდან ყველაზე ოპტიმალური პროექტის არჩევა. საინვესტიციო პროექტის მიზანშეწონილობა განისაზღვრება

პროექტის რეალიზაციაზე გაწეული დანახარჯებისა და მიღებული შედეგების ერთმანეთთან შედარებით.

ამ დროს აუცილებელია შემდეგი პირობების დაცვა:

1. შესადარებელი საინვესტიციო დანახარჯები და მიღებული შედეგები უნდა გაიზომოს ერთი და იგივე სიდიდით;

2. შესადარებელი ერთეულები უნდა იყოს გამოხატული ერთნაირი ვალუტით. ეს შეიძლება იყოს მოცემული ქვეყნის ეროვნული ვალუტა ან ნებისმიერი სხვა სახელმწიფოს თავისუფლად კონვერტირებადი და შედარებით სტაბილური ვალუტა (მაგ.: დოლარი ან ევრო);

3. არასტაბილური ეკონომიკის პირობებში, ფასების მუდმივი ცვალებადობის ფონზე, საინვესტიციო დაბანდებებისა და მიღებული შედეგების შედარებისას აუცილებელია ინფლაციური პროცესების გათვალისწინება. ასეთი მეთოდები რეკომენდებულია გატარდეს იმ შემთხვევაში, თუ ეროვნული ვალუტის ინფლაციის ტემპები აჭარბებს 5-6%-ს წლიურად[1].

4. ნებისმიერი პროექტი რეალიზდება დროის გარკვეულ პერიოდში, რადგან ფულადი სახსრები დროის სხვადასხვა ინტერვალში ერთმანეთთან შიმართებით არაექვივალენტურია, საინვესტიციო დაბანდებების და მიღებული შედეგების შედარებისას გათვალისწინებული უნდა იყოს დროის ფაქტორი. სწორედ ამ დროს იყენებენ დისკონტირებას.

მსოფლიო ეკონომიკურმა პრაქტიკამ შეიმუშავა ინვესტიციური პროექტების შეფასების სხვადასხვა მეთოდი. გამომდინარე იქიდან, რომ ისინი ითვალისწინებენ პროექტების რეალიზაციის ყველა შესაძლო პირობას, ეს მაჩვენებლები ხასიათდება უნივერსალურობით. მათი გამოყენება საშუალებას იძლევა შეფასდეს ნებისმიერი პროექტის ეფექტიანობა განსაკუთრებული სიზუსტით. იმის გამო, რომ ყველა პროექტი ერთმანეთისაგან განსხვავდება, თითოეული მათგანისათვის აუცილებელია გამოვიყენოთ სწორედ ის მაჩვენებლები, რომლიც მათ ინდივიდუალურ თავისებურებებს ითვალისწინებს. ინვესტიციური პროექტების შეფასება წარმოადგენს საინვესტიციო ხასიათის გადაწყვეტილების მიღების პროცესის უმთავრეს პროცედურას. იმაზე, თუ რამდენად სწორად, ობიექტურად და სრულად განხორციელდება შეფასება, დამოკიდებულია დასაბანდებელი კაპიტალის მომავალი.

საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზში გამოყენებული მეთოდები შეიძლება დაიყოს 2 ჯგუფად:

1) დინამიკური, ანუ დაფუძნებული დისკონტირებულ შეფასებაზე.

2) სტატიკური, ანუ სააღრიცხვო შეფასებაზე დაფუძნებული მეთოდები[2].

დისკონტირებულ შეფასებაზე დამყარებულ მაჩვენებელთა ჯგუფს მიეკუთვნება:

- NPV წმინდა დისკონტირებული ღირებულება;
- IRR მომგებიანობის (რენტაბელობის) შიდა ნორმა;
- PI ინვესტიციების რენტაბელობის ინდექსი;
- DPP ინვესტიციების გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა;
- MIRR მოდიფიცირებული რენტაბელობის შიდა ნორმა;

სააღრიცხვო შეფასებებზე დამყარებულ მაჩვენებელთა ჯგუფს მიეკუთვნება:

- PP უკუგების პერიოდი (ინვესტიციების გამოსყიდვის ვადა);
- ARR ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი.

ჩვენი აზრით, შეფასების ყველა ამ მეთოდის ცოდნა და გამოყენება სასარგებლოა საინვესტიციო პროექტებით დაინტერესებული ყველა პირისათვის.

უნდა აღვნიშნოთ, რომ საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შეფასება ხდება კრიტერიუმების გათვალისწინებით, რომლებიც პასუხობენ განსაზღვრულ პრინციპებს. კერძოდ:

---

[1] Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента, Т-1. - Киев, "Ника-Центр" , Эльга-Н, 2008. გვ. 97.

[2] Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1997. გვ. 54.

ფულის დროითი ღირებულების გაქრობა;
ალტერნატიული დანახარჯების გათვალისწინება;
პროექტის პარამეტრების შესაძლო ცვლილებების გათვალისწინება;
გაანგარიშებების წარმოება რეალური ფულადი ნაკადის და არა ბუღალტრული მონაცემების საფუძველზე;

- ინფლაციის ასახვა და გათვალისწინება;
- პროექტის განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკის გათვალისწინება.

უკუგების პერიოდი

უკუგების პერიოდი (Payback Period, PP), სხვაგვარად უწოდებენ ინვესტიციების გამოსყიდვის (ანაზღაურების) პერიოდს. ეს მაჩვენებელი განისაზღვრება, როგორც წლების მოსალოდნელი რაოდენობა, რომლის განმავლობაშიც ანაზღაურებული იქნება თავდაპირველად გაწეული ინვესტიციები, იყო პირველი სტატიკური კრიტერიუმი, რომელიც გამოიყენებოდა საინვესტიციო პროექტების შესაფასებლად. გამოსყიდვის ვადის განსაზღვრის ყველაზე მარტივი საშუალებაა **აკუმულირებული ფულადი სახსრების ანგარიში** და იმ მომენტის პოვნა, როცა იგი ნულის ტოლი იქნება. ამ მაჩვენებლის ეკონომიკური არსი მდგომარეობს იმაში, რომ უჩვენებს ინვესტორს, თუ რა ვადაში შეძლებს იგი ჩადებული კაპიტალის დაბრუნებას.

ჩვენი აზრით უმჯობესია ამ კრიტერიუმის მოდიფიკაციის — **დისკონტირებული უკუგების პერიოდის გამოყენება**, რომელიც გამოითვლება იმავე ალგორითმით, მაგრამ იმ ფულადი სახსრების ნაკადის საფუძველზე, რომელიც ამ პროექტის კაპიტალის ღირებულებით არის დისკონტირებული. პროექტის კაპიტალის ღირებულება ასახავს: **1) ფირმის კაპიტალის მთლიან ღირებულებას და 2) რისკის განსხვავებას არსებულ პროექტსა და შესაფასებელ პროექტს შორის.**

ეს მაჩვენებელი განისაზღვრება როგორც წლების ის რაოდენობა, რომელიც საჭიროა ინვესტიციის ასანაზღაურებლად დისკონტირებული ფულადი სახსრების ნაკადის (DCF) მონაცემების მიხედვით. [1]

DPP გამოითვლება ფორმულით: $DPP=\min n$, როდესაც $\sum P_k \frac{1}{(1+r)^k} \geq I_0$ (6.13)

სადაც P_k – დაგროვებული ფულის ნაკადის სიდიდე; I_0 - საწყისი ინვესტიცია.

დისკონტირებისას გამოსყიდვის პერიოდი ყოველთვის იზრდება, ე.ი. $DPP>PP$.

აღვნიშნავთ, რომ ორივე კრიტერიუმი თავისთავად წარმოადგენენ „მკვდარი წერტილის" ანგარიშის რაღაც ვარიანტს, რომლის ქვეშ წარმოუდგენიათ დროის ის მომენტი, როდესაც აკუმულირებული ფულადი სახსრების ნაკადი ხდება დადებითი. სტანდარტული გამოსყიდვის ვადის ანგარიში არ ითვალისწინებს საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის ღირებულების ანგარიშს, ხოლო დისკონტირებული გამოსყიდვის ვადის ანგარიში ახასიათებს იმ მომენტს, რომლისათვისაც პროექტის დაფინანსებისათვის მოზიდული საკუთარი და ნასესხები საშუალებების ყველა დანახარჯები იქნება ანაზღაურებული. ორივე კრიტერიუმს გააჩნია სერიოზული ნაკლოვანებები, კერძოდ, ისინი არ ითვალისწინებენ ფულადი სახსრების ნაკადის ელემენტების გავლენას, რომლებსაც გამოსყიდვის ვადის შემდეგ აქვს ადგილი. მათ გააჩნიათ აგრეთვე სხვა ნაკლიც, მაგრამ ისინი მნიშვნელოვან დამამახინჯებელ ზემოქმედებას არ ახდენენ ალტერნატიული პროექტების შედეგებზე და ამიტომ ჩვენ მათ დაწვრილებით აღარ განვიხილავთ.

აღნიშნული ნაკლის მიუხედავად, კრიტერიუმები გვიჩვენებენ, თუ რა პერიოდის განმავლობაში იქნება გაყინული ფინანსური რესურსები პროექტში. ამგვარად, სხვა თანაბარი პირობების დროს რაც უფრო მოკლეა უკუგების პერიოდი, მით უფრო ლიკვიდურია პროექტი და, გარდა ამისა, უფრო ნაკლებად სარისკოცაა. ამ კრიტერიუმების გამოყენება ასევე მიზანშეწონილია,

[1] **Бузова И. А., Маховикова Г.А., Терехова В.В.** Коммерческая оценка инвестиций. Под ред. Есипова В.Е. -СПб.: « Питер», 2004. გვ. 12.

როდესაც კომპანია დაინტერესებულია ლიკვიდურობის გაზრდით. მნიშვნელოვანია ამ მეთოდის გამოყენება საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების ვარიანტების გაანგარიშებისას. PP და DPP კრიტერიუმები მიზანშეწონილია გავიანგარიშოთ ისეთი პროექტებისათვის, რომლებიც გრძელვადიანი ვალდებულებებით დაფინანსდებიან. ამ შემთხვევაში პროექტის უკუგების პერიოდი ნაკლები უნდა იყოს ნასესხები სახსრებით სარგებლობის პერიოდზე.

ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი

ინვესტიციების ეფექტიანობის კოეფიციენტი (**Accounting Rate of Return, ARR**), ამ კოეფიციენტს ასევე უწოდებენ მოგების საალიცხვო ნორმას. წმინდა მოგების მაჩვენებელს ეყრდნობა და არა ფულადი სახსრების ნაკადს, — ეს სტატიკური შეფასების მეთოდია, რომლის უპირატესობა მდგომარეობს გამოთვლის სიმარტივეში. ყველაზე გავრცელებული გაანგარიშების ალგორითმი შემდეგნაირია: ARR საშუალო წლიური მოსალოდნელი წმინდა მოგებისა და საშუალო წლიური ინვესტიციის მოცულობის ფარდობის ტოლია. თუმცა შეიძლება გაანგარიშების სხვა ფორმულის გამოყენებაც:[1]

$$ARR = \frac{P_r}{t_{1/2}(I_0 - I_t)} \qquad (6.14)$$

სადაც P_r – მოგების საშუალო წლიური სიდიდეა, პროექტის რეალიზაციიდან;

I_0 – საწყისი ინვესტიციის საშუალო სიდიდე, I_t – საწყისი ინვესტიციის ნარჩენი ან სალიკვიდაციო ღირებულება. ამ მაჩვენებელს აქვს მნიშვნელოვანი ნაკლი.

ARR ახდენს ფულის დროითი ღირებულების იგნორირებას და არ ითვალისწინებს დისკონტირებას, შესაბამისად გამოიყენებოდა მხოლოდ მოკლევადიანი პროექტების შესაფასებლად, რომლებსაც ახასიათებთ შემოსავლების თანაბარზომიერი შემოსვლა. უნდა აღვნიშნოთ, რომ ფირმები ARR-ს თავიანთი ქვეგანყოფილებების მოღვაწეობის შესაფასებლად იყენებენ. ARR კრიტერიუმის ამგვარ მიზნებისათვის გამოყენება საკმაოდ გამართლებულია, მისი პროექტის შესაფასებლად გამოყენებასთან შედარებით.

წმინდა დისკონტირებული ღირებულება

რადგანაც ARR და PP კრიტერიუმებს გააჩნიათ აშკარა ნაკლოვანებები, ამიტომ მკვლევარები ყოველთვის ცდილობდნენ ეპოვათ პროექტის შეფასების რაიმე უფრო ეფექტური კრიტერიუმები. ერთ-ერთ ასეთ კრიტერიუმად ითვლება წმინდა დისკონტირებული ღირებულების (Net Present Value, NPV) ანგარიში, რომელიც ფულადი სახსრების ნაკადის დისკონტირების მეთოდოლოგიას ეყრდნობა.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ამ მაჩვენებელს სხვადასხვა ავტორი განსხვავებული სახელწოდებით იყენებს: **წმინდა დისკონტირებული შემოსავალი** [2], **წმინდა დაყვანილი შემოსავალი**[3], **წმინდა მიმდინარე ღირებულება**[4], **პროექტის რეალიზაციის საერთო ფინანსური შედეგი**[5], **მიმდინარე ღირებულება**[6].

NPV-ს ანგარიშის ალგორითმი შემდეგნაირია:

1. იანგარიშება ფულადი სახსრების ნაკადის ყველა ელემენტის აწმყო ღირებულება, დისკონტირებული მოცემული პროექტის კაპიტალის ღირებულებით.
2. იკრიბება DCF-ის მნიშვნელობები და ამით ეპოულობთ პროექტის NPV-ს.
3. თუ NPV>0, მაშინ პროექტი უნდა იქნას მიღებული, ხოლო თუ NPV <0, მაშინ პროექტი უნდა იქნას უარყოფილი. თუ ორი პროექტი ურთიერთგამომრიცხავია, მაშინ არჩეული უნდა იქნას ის

[1] **Бузова И. А., Маховикова Г.А., Терехова В.В.** Комерческая оценка инвестиций. Под ред. Есипова В.Е. -СПб.: « Питер», 2004. გვ. 107.

[2] **Беренс В. Хавранек П.М.** Руководство по оценке эффективности инвестиций, перевод с английского "Manual for the Preparation of Industrial Feasibilty Studies" - UNIDO, М.: "Интерэксперт", 1995.

[3] **Бланк И.А.** Основы инвестиционного менеджмента, Т-1. Киев, "Ника-Центр" , Эльга-Н, 2001.

[4] **Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д.** Основы инвестирования. Пер. с англ. М.: «Дело», 1999.

[5] **Воронцовский А. В.** Управление рисками. СПб.: 2000.

[6] **Фабоцци Ф.** Управление инвестициями. Пер. с англ. - М.: «ИНФРА», 2000.

პროექტი, რომლის დაღებითი NPV მეტი იქნება.

NPV შეიძლება შემდეგნაირად იქნას განსაზღვრული: [1]

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \qquad (6.15)$$

აქ, CF_t – ფულადი სახსრების მოსალოდნელი შემოსავალია t პერიოდში; k – პროექტის კაპიტალის ღირებულება. ფულადი სახსრების გაღენა (დანახარჯები პროექტზე, როგორიცაა ხარჯები მოწყობილობების შეძენაზე ან შენობის აგება) განიხილება, როგორც ფულადი სახსრების ნაკადის უარყოფითი ელემენტი. S და L პროექტების შეფასებისას მხოლოდ CF_0 არის უარყოფითი, მაგრამ უმეტესობა პროექტებში, როგორიცაა ელექტროსადგურის მშენებლობა ან ნავთობსადენის გაყვანა, ფულადი სახსრების გადინება რამდენიმე წლის განმავლობაში მიმდინარეობს, მანამ სანამ წარმოება დაიწყება და გამოჩნდება ფულადი სახსრების შემოსვლა. ასევე აღვნიშნავთ, რომ (1.3) ფორმულა არ არის დამოკიდებული დროის კონკრეტულ ინტერვალზე, რადგან ფულადი სახსრების შემოსვლა და გასვლა შეიძლება მოხდეს საფუძვლად მიღებულ ნებისმიერ პერიოდში, — კვარტალურად ან ყოველთვიურად, ამიტომ ამ შემთხვევაში დაჯამება მიდის უკვე არა წლების მიხედვით, არამედ კვარტალების ან თვეების მიხედვით შესაბამისად. თუ t წლისაგან განსხვავებულ სხვა რომელიმე პერიოდს აღნიშნავს, მაშინ კაპიტალის ღირებულება ისე უნდა იქნას დაზუსტებული, რომ ამ პერიოდის განაკვეთს ასახავდეს.

უმეტესობა პროექტებისათვის ზუსტი განაკვეთის ნორმის პოვნა არ არის მიზანშეწონილი ფულადი სახსრების ნაკადის მნიშვნელოვანი განუსაზღვრელობის გამო. მაგრამ არსებობს პროექტები, რომელთათვისაც ზუსტი ანგარიში მიზანშეწონილია.

NPV კრიტერიუმის ლოგიკა სავსებით აშკარაა. ნულოვანი NPV ნიშნავს, რომ პროექტის მიერ გენერირებული ფულადი სახსრების ნაკადი სავსებით საკმარისია: **1) პროექტში ჩადებული კაპიტალის ანაზღაურებისათვის და 2) ამ კაპიტალზე საჭირო უკუგების უზრუნველსაყოფად**. თუ NPV>0, მაშინ ფულადი სახსრების ნაკადი აბდენს მოგების გენერირებას და კრედიტორებთან ფიქსირებული ნორმით ანგარიშის გასწორების შემდეგ დარჩენილი მოგება გროვდება უშუალოდ ფირმის აქციონერებისათვის. შესაბამისად, თუ ფირმა ღებულობს ნულოვანი NPV-ს მქონე პროექტს, აქციონერების მდგომარეობა არ იცვლება — წარმოების მასშტაბი იზრდება, მაგრამ აქციის ფასი უცვლელი რჩება. და პირიქით, თუ ფირმა ღებულობს დადებითი NPV-ს მქონე პროექტს, მაშინ აქციონერების მდგომარეობა უმჯობესდება. როგორც ანალიტიკოსები, ასევე ინვესტორები თვლიან, რომ ფირმები დაიწყებენ დადებითი NPV-ს მქონე პროექტების გამონახვას და მიღებას, ხოლო აქციების მიმდინარე ფასები მაშინვე მოახდენენ რეაგირებას ამ ქმედებებზე. ამგვარად, აქციის ფასი რეაგირებს ახალი საინვესტიციო პროექტის გამოცხადებაზე მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ეს პროექტი არ იყო ადრე გათვალისწინებული და უკვე არ იქონია გავლენა ფასის დინამიკაზე. ამ თვალსაზრისით ფირმის კაპიტალიზებული ღირებულება შეიძლება წარმოდგენილი იყოს, როგორც ორი ელემენტის ერთობლიობა: **1) უკვე არსებული აქტივების საბაზრო ღირებულება** და 2) **„ზრდის შესაძლებლობის" ღირებულება**, რომელიც წარმოიდგინება როგორც მიღებული პროექტების NPV-ს ჯამი.

როგორც კორნელის უნივერსიტეტის (აშშ) პროფესორები ჰ. ბირმანი და ს. შმიტი აღნიშნავენ, საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდი საუკეთესოა არსებულ ინსტრუმენტებს შორის. ამასთან დასძენენ, რომ ნებისმიერი ინსტრუმენტი შეიძლება არასწორად იქნეს გამოყენებული. მაშასადამე, არა თვით დისკონტირების მეთოდით სარგებლობა, არამედ მისი არასწორი გამოყენება განაპირობებს არასასურველ შედეგებს.[2]

---

[1] **Brigham Eugene, Gapenski Louis.** Financial Management: Theori and Practice. The Dryden Press HBJ, 1991. გვ.325.

[2] **Бирман Г., Шмидт С.** Экономический анализ инвестиционных проектов. Пер. с англ., М.: Банки и биржи, 1997. გვ. 15-16.

შემოგებიანობის შიდა ნორმა

შემოგებიანობის (რენტაბელობის) შიდა ნორმა (Internal Rate of Return, IRR) განისაზღვრება, როგორც დისკონტის ისეთი ნორმა, რომელიც პროექტიდან მოსალოდნელი შემოსავლების აწმყო ღირებულებას გაღებულ ინვესტიციებს უტოლებს:

PV(შემოსავალი) = PV(ინვესტიციები), ანუ

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \qquad (6.15)^1$$

IRR შეგვიძლია ვიანგარიშოთ ფინანსური კალკულატორების და კომპიუტერის მეშვეობით. ფირმების უმეტესობამ ბიუჯეტის ფორმირების და IRR, NPV და PP კრიტერიუმების ანგარიშის პროცესის ავტომატიზაცია მოახდინა ყველა საინვესტიციო პროექტებისათვის.

აღვნიშნავთ, რომ (1.4) ფორმულა არსებითად (1.3) ფორმულას წარმოადგენს, სადაც IRR-ს ტოლი დისკონტის ნორმისას NPV=0. განსხვავება იმაში მდგომარეობს, რომ (1.3) ფორმულით ვპოულობთ NPV-ს დისკონტის მოცემული ნორმისას, ხოლო (1.4) ფორმულით ვპოულობთ დისკონტის ნორმას მოცემული ნულოვანი NPV-სთვის.

არსებითად, IRR პროექტის მოსალოდნელ შემოსავლიანობას ახასიათებს. თუ IRR პროექტის ფინანსირებისათვის გამოყენებული კაპიტალის ღირებულებას აღემატება, ეს იმას ნიშნავს, რომ კაპიტალით სარგებლობისათვის ანგარიშის შემდეგ გაჩნდება ნამეტი, რომელიც ფირმის აქციონერებს ხვდება წილად. შესაბამისად, პროექტის მიღება, სადაც IRR მეტია კაპიტალის ღირებულებაზე ზრდის აქციონერების კეთილდღეობას. მეორეს მხრივ, თუ IRR კაპიტალის ღირებულებაზე ნაკლებია, მაშინ პროექტის რეალიზაცია ზამგებიანი იქნება აქციონერებისათვის. სწორედ ამით აიხსნება IRR კრიტერიუმის გამოყენების სარგებლიანობა საინვესტიციო პროექტების შესაფასებლად.

პროფ. ი.ა. ბლანკი აღნიშნავს: „შემგებიანობის შიდა ნორმის დახასიათებისას უნდა აღინიშნოს, რომ იგი ყველაზე გამოყენებადია შედარებითი შეფასებისას"[2].

რენტაბელობის ინდექსი

შემდეგი კრიტერიუმი, რომელიც გამოიყენება პროექტის შესაფასებლად — რენტაბელობის ინდექსი (Profitability Index, PI), ან როგორც მას ხანდახან უწოდებენ ერთეულ დანახარჯზე მოგებაა:[3]

$$PI = \frac{PV(\text{შემოსავალი})}{PV(\text{დანახარჯები})} = \frac{\sum_{t=0}^{n} CTF/(1+K)^t}{\sum_{t=0}^{n} COF/(1+K)^t} \qquad (6.17)$$

სადაც CIF_t – ფულადი სახსრების მოსალოდნელი შემოდინებაა, ანუ შემოსავალი; COF_t – ფულადი სახსრების მოსალოდნელი გადინება, ანუ ხარჯები.

რენტაბელობის ინდექსი საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის ფარდობითი მაჩვენებელია და გვიჩვენებს დანახარჯის ერთეულზე შემოსავლის დონეს. თუ PI>1 პროექტი უნდა მივიღოთ, თუ PI<1, პროექტი უარყოფილი უნდა იყოს; თუ PI=1, პროექტი არც მომგებიანია, არც ზარალიანი.

მათემატიკის მხრივ NPV, IRR და PI კრიტერიუმები ურთიერთდაკავშირებულია, ე. ი. მიეყევართ ერთნაირ პასუხამდე კითხვაზე — მივიღოთ თუ არა პროექტი: თუ NPV>0, მაშინ IRR >k და მისი PI>1. თუმცა NPV, IRR, PI შეიძლება მოგვცენ ერთმანეთის საწინააღმდეგო პასუხები ალტერნატიული პროექტებისათვის.

NPV და IRR კრიტერიუმების შედარება

ჩვენი თვალსაზრისით NPV კრიტერიუმი უფრო მიზანშეწონილია IRR და PI კრიტერიუმებთან შედარებით. მიუხედავად ამისა IRR და PI კრიტერიუმები ხშირად გამოიყენებიან პრაქტიკაში და

[1] **Brigham Eugene, Gapenski Louis.** Financial Management: Theori and Practice. The Dryden Press HBJ, 1991. გვ. 326.

[2] **Бланк И.А.** Инвестиционный менеджмент,- Киев,МП "ИТЕМ" ЛТД,"Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. გვ. 173.

[3] **Brigham Eugene, Gapenski Louis.** Financial Management: Theori and Practice. The Dryden Press HBJ, 1991. გვ. 328.

გარკვეული ღირსებაც გააჩნიათ. ამიტომ, აუცილებელია ცხადად წარმოვიდგინოთ IRR და PI კრიტერიუმების ბუნება, გვესმოდეს და შეგვეძლოს იმის ახსნა, თუ რატომ ხდება, რომ ზოგიერთ შემთხვევაში, უფრო დაბალი IRR და PI მნიშვნელობების მქონე პროექტებს მიენიჭებათ უპირატესობა უფრო მაღალი მნიშვნელობების მქონე პროექტებთან შედარებით.

თუ ორი პროექტი დამოუკიდებელია, მაშინ NPV და IRR კრიტერიუმები იძლევიან ერთნაირ შედეგებს პროექტის მიღება ან უარყოფასთან დაკავშირებით: NPV კრიტერიუმით მიღებული პროექტი მიღებული იქნება IRR კრიტერიუმითაც და პირიქით. იმისათვის, რომ ეს გავიგოთ დავუბრუნდეთ ნახ. 1.1-ს და შევნიშნავთ, რომ: **1) პროექტი მიიღება თუ კაპიტალის ღირებულება ნაკლებია IRR და 2) კაპიტალის ღირებულებაზე ნაკლები IRR-ს დროს პროექტის NPV ყოველთვის დადებითია.** ამგვარად, კაპიტალის ღირებულების ნებისმიერი მნიშვნელობისათვის, რომელიც 11.8%-ზე ნაკლებია, L პროექტი მიღებული იქნება ორივე კრიტერიუმით, მაშინ როდესაც 11.8%-ზე მაღალი კაპიტალის ღირებულების დროს ორივე კრიტერიუმი პროექტს უარგისად აღიარებს. S პროექტი, ისევე როგორც ყველა სხვა დამოუკიდებელი პროექტი, შეიძლება გაანალიზებული იქნას ანალოგიურად, ამასთან ერთად ყოველთვის იქნება დაცული შემდეგი პირობა: თუ NPV> 0, მაშინ IRR >k; თუ NPV<0, მაშინ IRR<k და თუ NPV=0, მაშინ IRR=k.

დავუშვათ, რომ S და L პროექტები ალტერნატიულებია, ე. ი. არ არიან დამოუკიდებელნი. ეს იმას ნიშნავს, რომ შეიძლება არჩეული იქნას ან S პროექტი, ან L პროექტი, ან კიდე ორივე იქნას უარყოფილი, მაგრამ არ შეიძლება ორივე პროექტის ერთდროულად მიღება. ნახ. 1.1-დან ჩანს, რომ როცა k >7.2%, მაშინ NPV_S > NPV და IRR_S > IRR ამგვარად, როცა k >7.2% ორივე კრიტერიუმი იძლევა ერთნაირ შედეგს პროექტის შერჩევისას ორი ალტერნატივიდან. როცა k <7.2%, მაშინ კრიტერიუმები იძლევიან განსხვავებულ შედეგებს: NPV კრიტერიუმის მიხედვით უპირატესობა ენიჭება L პროექტს, ხოლო IRR კრიტერიუმის მიხედვით S პროექტს. ლოგიკის მიხედვით NPV კრიტერიუმი უკეთესია, იმიტომ რომ ის ირჩევს იმ პროექტს, რომელიც უფრო მეტად ზრდის აქციონერების კეთილდღეობას.

მიზეზები, რომლებსაც მივყავართ წინააღმდეგობამდე

NPV-ს გრაფიკების გადაკვეთას იწვევს ორი ძირითადი მიზეზი და ამით მივყავართ NPV და IRR კრიტერიუმების წინააღმდეგობამდე: 1) **პროექტის მასშტაბი,** ე. ი. ერთი პროექტის ინვესტიციის სიდიდე მეტია მეორესაზე; **2) ფულადი სახსრების მოდინების ინტენსიურობა,** ანუ ფულადი სახსრების დიდი ნაწილის მოდინება ერთ პროექტში ხორციელდება პირველივე წლებში, ხოლო მეორეში — ბოლო წლებში, რასაც ადგილი ჰქონდა S და L პროექტების შემთხვევაში. რა თქმა უნდა ალტერნატიული პროექტები შეიძლება განსხვავდებოდეს ერთდროულად, როგორც მასშტაბით, ასევე ფულადი ნაკადის ინტენსიურობით. უფრო მეტი სირთულეები წამოიჭრება იმ შემთხვევაში, თუ პროექტები ხანგრძლივობითაც განსხვავდებიან.

თუ პროექტების ანალიზისას ამგვარი განსხვავებები იჩენს თავს, მაშინ სხვადასხვა წლებში ფირმას ექნება თავისუფალი რესურსების არაადექვატური მოცულობები ინვესტირებისათვის იმისდა მიხედვით, თუ რომელი პროექტი იქნა მის მიერ მიღებული. მაგალითად, თუ ერთი პროექტი ითხოვს უფრო მეტ ინვესტირებას, ვიდრე მეორე, მაშინ მეორე პროექტის არჩევით t =0 მომენტისათვის ფირმას ექნება თავისუფალი ფინანსური რესურსები, რომელიც ხელმისაწვდომი იქნება რაიმე დამატებით პროექტში ინვესტირებისათვის. ანალოგიურად, თუ პროექტები მოითხოვენ ერთნაირ ინვესტიციებს, მაგრამ ფულადი სახსრების მოდინება ერთ-ერთი მათგანიდან უფრო სწრაფად ხორციელდება, მაშინ ფირმა მიიღებს დამატებით შესაძლებლობებს მათი ინვესტირებისათვის. ამგვარ სიტუაციაში ძალიან დიდი მნიშვნელობა ენიჭება კაპიტალის ღირებულებას, რომლის დროსაც ნამატი ფულადი შენატანები შეიძლება იყვნენ რეინვესტირებული.

კონფლიქტის გადაწყვეტა

რომელი წინაპირობა უფრო საფუძვლიანია: პროექტის მიერ გენერირებული ფულადი სახსრების

რეინვესტირება კაპიტალის ღირებულებით, თუ მისი რეინვესტირება პროექტის IRR-ს ნორმის მიხედვით? ჩვენი თვალსაზრისი ასეთია:

1. ვთქვათ, რომ ფირმის **კაპიტალის ღირებულებაა 10%.** მმართველობას შეუძლია მოიზიდოს საჭირო ოღენობის ფინანსური რესურსები ამ ნორმით. ეს პირობა უცილებლად ითვლება რაღაც უახლოეს მომავალზე. შემდეგ დავუშვათ, რომ ყველა პოტენციურ პროექტს გააჩნია რისკის იმავე დონე, რაც ფირმის მიმდინარე პროექტებს.

2. **კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირების პროცესი** გულისხმობს, რომ პოტენციური პროექტები უნდა იყვნენ შეფასებული k =10% ნორმით. ყველა პროექტი NPV>0 მიიღებიან. მათ დასაფინანსებლად საჭირო კაპიტალი ხელმისაწვდომია, როგორც ეხლა, ასევე მომავალში.

3. მოქმედი პროექტის მიერ გენერირებადი შემომავალი ფულადი სახსრები შეიძლება: ა) გადაეუხადოთ ფულადი სახსრების წყაროების მფლობელებს, ე.ი. აქციონერებს და კრედიტორებს, მათთვის საშუალოდ 10%-იანი შემოსაელის უზრუნველყოფით, ან ბ) გამოიყენოთ სახსრების შიდა წყაროების ალტერნატიის სახით, რომელთა ღირებულებაც 10%-ია. ამგვარად, ფირმა მიიღებს 10%-ის ეკონომიას და სწორედ ეს 10% წარმოადგენს შემომავალი ფულადი სახსრების დასაშეებ და შესაძლო რეინვესტირების ნორმას.

4. IRR კრიტერიუმი უსიტყვოდ გულისხმობს რეინვესტირებას თვით IRR-ს ნორმით. ასევე იგულისხმება: ა) **წყაროების ხელმისაწვდომობა კაპიტალის ბაზარზე და ბ) მოსალოდნელი კაპიტალის ღირებულების უცვლელობა,** ე. ი. რეინვესტირების ხელმისაწვდომი ნორმა 10%-ის ტოლია. თუნდაც ფირმა, რომ ღებულობდეს IRR-ს მნიშვნელობაზე საშუალოდ უფრო მაღალი მნიშვნელობის მქონე პროექტებს, ვთქვათ 30%, ეს საქმეს არ ეხება, რადგან ახალი პროექტები ყოველთვის შეიძლება დაფინანსებული იქნან შიდა წყაროებიდან კაპიტალის ღირებულებით 10%, ამიტომ მოქმედი პროექტების მიერ გენერირებადი ფულადი სახსრების რეინვესტირების ხელმისაწვდომი ნორმა კვლავ კაპიტალის ღირებულების ტოლი არის.

ამგვარად, ჩვენ მივედით დასკვნამდე, რომ რეინვესტირების ხელმისაწვდომ და შესაძლო ნორმას წარმოადგენს კაპიტალის ღირებულება, რომელიც NPV-ს კრიტერიუმში იგულისხმება. ამით საბუთდება NPV კრიტერიუმის უპირატესობა, ყოველ შემთხვევაში იმ ფირმებისათვის, რომლებსაც გააჩნიათ სურვილი და შესაძლებლობა მოიზიდონ კაპიტალი მათთვის ხელსაყრელი ღირებულებით, რომელიც თავის მნიშვნელობით ფირმაში შემდგარი კაპიტალის ღირებულებასთან არის ახლოს. კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ოპტიმიზაციის პრობლემის განხილვისას ჩვენ დავინახავთ, რომ გარკვეული პირობებისას NPV კრიტერიუმის გამოყენება საეჭვოა, მაგრამ უმეტესობა შემთხვევაში ეს კრიტერიუმი უეჭველად უკეთესია, ვიდრე IRR.

კიდევ ერთხელ გავიმეორებთ, რომ დამოუკიდებელი პროექტებისათვის ორივე კრიტერიუმი იძლევა ერთნაირ შედეგს. მაგრამ როდესაც ხდება ალტერნატიული პროექტების შედარება, განსაკუთრებით იმ შემთხვევაში, თუ ისინი ერთმანეთისაგან მასშტაბითა და/ან ფულადი სახსრების მოდინების დროითი ინტენსიობით განსხვავდებიან, უნდა იქნას გამოყენებული NPV კრიტერიუმი.

ცნობილი მეცნიერები რ. ბრეილი და ს. მაიერსი ასევე აღნიშნავენ კონფლიქტის არსებობას NPV და IRR კრიტერიუმებს შორის, იმ შემთხვევაში, როცა ასარჩევია ურთიერთგამომრიცხავი პროექტებიდან ერთ-ერთი.[1]

სიტუაცია, რომლისთვისაც IRR კრიტერიუმი არ შეიძლება იქნას გამოყენებული, — ეს არაორდინალური პროექტების ანალიზია. **ორდინალურ (normal) საინვესტიციო პროექტში** ფულადი სახსრების ერთი ან რამოდენიმე გადინება იცვლება შემოსაელების სერიით; თუ პროექტში ნავარაუდევია ფულადი სახსრების მნიშვნელოვანი გადინება მისი რეალიზაციის დროს ან დამთავრებისას, მაშინ ეს პროექტი არაორდინალურად (nonnormal) იწოდება. ყველაზე გავრცელებული პრობლემა

[1] **Брейли Р., Майерс С.** Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. - М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1997. გვ. 87.

არაორდინალური პროექტების განხილვისას IRR-ს სიმრავლე გახლავთ.

(1.4) განტოლებას შეიძლება ერთზე მეტი ამონახსენი გააჩნდეს, რაც IRR-ს სიმრავლეს გულისხმობს. აღვნიშნავდი, რომ ეს განტოლება n ხარისხის მრავალწევრია, ამიტომაც მას გააჩნია n სხვადასხვა ფესვი. ორდინალური პროექტისათვის (1.4) განტოლების ყველა ფესვი, ერთის გამოკლებით, არანამდვილია და ამიტომაც მოიძებნება IRR-ს მხოლოდ ერთი მნიშვნელობა. არაორდინალური პროექტების შემთხვევაში ნამდვილი ფესვების რაოდენობა ერთზე მეტია, რასაც მივყვეართ IRR-ს მრავალობით მნიშვნელობამდე.

მოდიფიცირებული რენტაბელობის შიდა ნორმა

შესაძლებელია IRR-ს მოდიფიცირება და მისი ეფექტიანობის მაჩვენებლად გარდაქმნა. ეს საშუალებას იძლევა აღმოიფხვრას IRR-ის დამახასიათებელი ნაკლოვანებები, რომლებიც წარმოიქმნება ფულადი სახსრების მრავალჯერადი გადინებისას. მაჩვენებელი, რომელსაც მოდიფიცირებული IRR (Modified IRR, MIRR) ეწოდება, შემდეგნაირად განისაზღვრება:

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{COF^t}{(1+k)^t} = \frac{\sum_{t=0}^{n} CIF_t(1+k)^{n-t}}{(1+MIRR)^n} \qquad (6.18, \text{ ა})\ ^{1}$$

$$PV\text{ინვესტიციის} = \frac{TV}{(1+MIRR)^n}$$

აქ COF ფულადი სახსრების გადინებას, ანუ ინვესტიციებს აღნიშნავს, ხოლო CIF – შემოსავლებს. ფორმულის მარცხენა ნაწილში — კაპიტალის ღირებულებით დისკონტირებული ყველა ინვესტიციის სიდიდეა, მარჯვენა ნაწილის მრიცხველი — ფულადი შემონატანების ნაზარდი ღირებულებაა იმის დაშვებით, რომ ისინი შეიძლება რეინვესტირებული იქნან კაპიტალის ღირებულებით. ამ მაჩვენებელს ტერმინალური ღირებულება (Terminal Value, TV) ეწოდება. დისკონტის ის ნორმა, რომელიც ინვესტიციის PV-ს და TV-ს ერთმანეთთან ატოლებს MIRR ეწოდება.

თუ ყველა ინვესტიციას ადგილი აქვს t=0 მომენტისათვის, ხოლო ფულადი სახსრების პირველი შემოდინება ხდება t=1 მომენტისათვის, მაშინ ეს ფორმულა შემდეგ სახეს მიიღებს:

$$\text{ინვესტიციის სიდიდე} = \frac{TV}{(1+MIRR)^n} = \frac{\sum_{t=0}^{n} CTF/(1+K)^{n-t}}{(1+MIRR)^n} \qquad (6.18, \text{ ბ})$$

MIRR მაჩვენებელს გააჩნია არსებითი უპირატესობანი ჩვეულებრივ IRR-თან შედარებით. MIRR გულისხმობს, რომ პროექტიდან შემოსული მთელი შემოსავლის რეინვესტირება ხდება კაპიტალის ღირებულებით, მაშინ როდესაც IRR გულისხმობს, რომ რეინვესტირება ხორციელდება მოცემული პროექტის წყაროს ღირებულებით. რადგანაც k-ს მიხედვით რეინვესტირება მთლიანობაში უფრო კორექტულია, ამიტომაც IRR უკეთესად ასახავს პროექტის შემოსავლიანობას. IRR აგრეთვე წყვეტს IRR-ს სიმრავლის პრობლემას.

MIRR–ის მეთოდის შემოღების მიზანშეწონილობას ემხრობიან ცნობილი მეცნიერები **ჯ. ფრიდმანი და ნ. ორდუეი**[2].

შეიძლება თუ არა IRR-ის ისევე გამოყენება, როგორც IRR კრიტერიუმის, ალტერნატიული პროექტების არჩევისას? თუ ორი პროექტი მასშტაბითა და ხანგრძლივობით ტოლნი არიან, მაშინ IRR და NPV იძლევა ერთნაირ შედეგებს. ამგვარად, S და L პროექტების ტიპის ყველა პროექტებისათვის, თუ $NPV_S > PV_L$, მაშინ $IRR_S > IRR_L$, და არანაირი წინააღმდეგობები, როგორიც იყო IRR და NPV კრიტერიუმების შედარებისას, არ წარმოიქმნება. თუ პროექტები მსგავსია მასშტაბით და განსხვავდებიან ხანგრძლივობით, MIRR და NPV მიგვიყვანენ ერთნაირ შედეგებამდე იმ პირობით,

[1] **Brigham Eugene, Gapenski Louis.** Financial Management: Theori and Practice. The Dryden Press HBJ, 1991 გვ. 336.

[2] **Фридман Д., Ордуэй Н.** Анализ и оценка приносящей доход недвижимости: Пер. с англ. – М.: «Дело Лтд» 1997. გვ. 332-333.

რომ MIRR იანგარიშება გრძელვადიანი პროექტის ხანგრძლივობიდან გამომდინარე (ამ შემთხვევაში მოკლევადიანი პროექტისათვის არასაკმარისი ფულადი შემოსავლები იღება ნულის ტოლად). თუმცა, თუ ალტერნატიული პროექტები მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან მასშტაბით, მაშინ შეიძლება მიეიღოთ საწინააღმდეგო შეფასებებამდე, ე. ი., დიდი (L) და პატარა (S) პროექტების შედარებისას შეიძლება მიეიღოთ: $PV_L > NPV_S$, მაგრამ $MIRR_S > IRR$.

ამდენად, MIRR უფრო მიზანშეწონილია, ვიდრე IRR პროექტის რეალური შემოსავლიანობის დასახასიათებლად, მაგრამ NPV მაინც უკეთესია მასშტაბებით განსხვავებული ალტერნატიული პროექტების ანალიზისას, რამეთუ იგი თვალნათლივ გვიჩვენებს, თუ რამდენად ზრდის ფირმის ღირებულებას ოპტიმალური პროექტი.

საბოლოოდ შეგვიძლია დავასკვნათ: ჩვენ განვიხილეთ საინვესტიციო პროექტის საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებული ეფექტიანობის მაჩვენებლები. თითოეულ მათგანს გააჩნია თავისი ღირსებები და ნაკლოვანებები. მიზანმიმართულად ვადარებდით ერთ კრიტერიუმს მეორესთან, რათა გაგვეშუქებინა მათი ძლიერი და სუსტი მხარეები. დღესდღეობით ფაქტიურად, საინვესტიციო ხასიათის ყველა მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილების ანალიზი ხდება კომპიუტერის დახმარებით, შესაბამისად ძნელი არ არის ყველა ამ კრიტერიუმის ანგარიშიც: 1) **ჩვეულებრივი და დისკონტირებული უკუგების პერიოდი,** PP და DPP 2) NPV, 3) IRR, 4) PI და 5) MIRR. მსოფლიოში არსებული სოლიდური ფირმების უმრავლესობა, ანგარიშობს და აანალიზებს ხუთივე კრიტერიუმს, რადგან თითოეული მათგანი იძლევა რაღაც დამატებით რელევანტურ (სასარგებლო) ინფორმაციას.

ჩვეულებრივი და დისკონტირებული უკუგების პერიოდი, PP, ინფორმაციას გვაძლევს პროექტის რისკსა და ლიკვიდურობაზე — ამოსყიდვის გრძელი ვადა აღნიშნავს, რომ პირველი, ინვესტირებული საშუალებები შებოჭილი იქნებიან მრავალი წლის განმავლობაში, შესაბამისად, პროექტი შედარებით არალიკვიდურია, და მეორე, პროექტის შემოსავლები პროგნოზირებული უნდა იყოს შორეულ პერსპექტივაზე, რაც პროექტის არსებით რისკიანობას აღნიშნავს.

NPV მნიშვნელოვანია, რამეთუ იგი აჩვენებს ფირმის აქციონერების კეთილდღეობის სამატს გენერირებულს პროექტში; ჩვენი აზრით, იგი ჩადებულ კაპიტალზე ამოგების საუკეთესო მახასიათებელს წარმოადგენს. ფარდობით მაჩვენებელი IRR აფასებს ინვესტიციის შემოსავლიანობასაც და უამრავ მენეჯერს,განსაკუთრებით არასპეციალისტებს ფინანსებისსფეროში, ზუსტად ეს მაჩვენებელი მიაჩნია უკეთესად. გარდა ამისა, IRR შეიცავს ინფორმაციას **„პროექტის უსაფრთხოების რეზერვის“** შესახებ, რომელიც არ არის დამახასიათებელი NPV-სათვის. განვიხილოთ მაგალითი ორი ალტერნატიული პროექტით: S პროექტი (მცირე) 10000 დოლ. ინვესტიციით t=0 მომენტისათვის და 16500 დოლ. შემოსავლით პირველი წლის ბოლოს და L პროექტი (დიდი) 100000 დოლ. ინვესტიციით და 115000 დოლ. შემოსავლით პირველი წლის დასასრულს. 10% კაპიტალის ღირებულების დროს ორივე პროექტს გააჩნია NPV=5000 დოლ., ე. ი. არჩევანი განურჩეველია. თუმცაღა S პროექტი გვიტოვებს დიდ სიერცეს მანევრირებისათვის. ფაქტიური ფულადი შემოსავალი თუნდაც 40%-ით ნაკლები რომ აღმოჩნდეს პროგნოზირებულ 16500 დოლ. შედარებით, ფირმა მაინც გაამართლებს თავის 10000 ინვესტირებულ დოლარს. და პირიქით, თუ L პროექტის რეალური შემოსავალი პროგნოზირებულთან შედარებით მხოლოდ 14%-ით შემცირდება, მაშინ ფირმა დაზარალდება. იმ შემთხვევაში თუ შემოსავლები საერთოდ არ იქნება, მაშინ ფრიმა დაკარგავს მხოლოდ 10000 დოლ. S პროექტის შემთხვევაში L პროექტის 100000 დოლ. შედარებით. NPV კრიტერიუმისგან განსხვავებით, რომელიც არ შეიცავს ინფორმაციას „უსაფრთხოების რეზერვის“ შესახებ, IRR მას შეიცავს: S პროექტის IRR დიდია —65%, ხოლო L პროექტის კი მხოლოდ 15.5%, ამიტომ S პროექტის რეალიზაციისას შემოსავლები მნიშვნელოვნად რომ შემცირდეს კიდეც, იგი მაინც შომგებიანი დარჩება.

PI ასევე გვაწვდის ინფორმაციას **„უსაფრთხოების საზღვარის რეზერვის“** შესახებ, რამეთუ იგი ზომავს 1 დოლ. ინვესტიციაზე მოსულ შემოსავალს. S პროექტისათვის PI = 1.5, ხოლო L პროექტისათვის

PI = 1.05; ამგვარად, PI ისევე როგორც IRR გვიჩვენებს, რომ S პროექტს გააჩნია უფრო მეტი მდგრადობა ფულადი ნაკადის ცვალებადობის მიმართ, ვიდრე L პროექტს. და საბოლოოდ, MIRR კრიტერიუმს არამარტო გააჩნია IRR-ს ყველა ღირსება, არამედ ასევე აგებულია რეინვესტირების უფრო კორექტული ნორმის გათვალისწინებით და გარდა ამისა საშუალებას იძლევა გავაანალიზოთ არაორდინალური პროექტები.

ამგვარად, პროექტის შეფასების განსხვავებული კრიტერიუმები მენეჯერებს განსხვავებულ ინფორმაციას აწვდიან. რადგან კრიტერიუმების გამოთვლა ძნელი არ არის, ყველა მათგანი გათვალისწინებული უნდა იქნას გადაწყვეტილების მიღების პროცესში. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში ერთი კრიტერიუმი უფრო წონადი აღმოჩნდება ხოლმე, მეორესთან შედარებით, მაგრამ შეცდომა იქნებოდა თითოეული კრიტერიუმის დამახასიათებელი ინფორმაციის იგნორირება.

ჩვენი აზრით, ყველა ზემოთ განხილული მაჩვენებელი, ცალკე აღებული არ წარმოადგენს საკმარის საფუძველს იმისათვის, რომ მივიღოთ გადაწყვეტილება საინვესტიციო პროექტის მიღების ან უარყოფის შესახებ. ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილება უნდა მივიღოთ ყველა მაჩვენებლის გათვალისწინებით და ასევე საჭიროა საინვესტიციო პროექტის ყველა მონაწილის ინტერესების გათვალისწინება. გადაწყვეტილების მიღებისას მნიშვნელოვან როლს ასრულებს კაპიტალის სტრუქტურა, რომელიც მოიზიდება ინვესტიციის განხორციელებისათვის, რომელთაგან ზოგიერთის მათემატიკური ფორმულებით გამოთვლა შეუძლებელია, გასათვალისწინებელია ადამიანური ფაქტორიც.

ჩვენს მიერ ზემოთგანხილულ საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებული მაჩვენებლები, რომლებიც უნდა გამოიყენებოდეს საინვესტიციო პროექტების შერჩევასა და გადაწყვეტილების მიღებისას, საქართველოს რეალობაში, შეიძლება ითქვას, რომ ნაკლებად გამოიყენება, რაც აისახება არასასურველ შედეგებში. ბოლო პერიოდში, საინვესტიციო პროექტების შედგენისას, შეინიშნება გარკვეული ღადებითი ძერები საერთაშორისო სტანდარტებთან მიახლოების თვალსაზრისით.

ჩვენი აზრით, ძალიან მნიშვნელოვანია საქართველოში საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის შეფასების მეთოდების გამოყენების ფართოდ დანერგვა.

პროექტების შეფასების ალტერნატიული მეთოდები

პროექტის NPV-ს შეფასებისას, ჩვენ ყურადღებას ვამახვილებდით წმინდა საოპერაციო ფულადი ნაკადების გამოყენებაზე. უნდა აღვნიშნოთ, რომ ეს ყველაზე გავრცელებული მეთოდია. თუმცა ცნობილია NPV-ს შეფასების სხვა მეთოდებიც, კერძოდ: 1) საკუთარი კაპიტალის დანახარჯების მეთოდი და 2) კორექტირებული აწმყო ღირებულების მეთოდი.

APV მეთოდი კარგია იმ პროექტებისათვის, რომლებშიც: 1) შესაძლებელია პროექტის უზრუნველსაყოფად გამოყენებული სესხის კონკრეტულად განსაზღვრა; 2) პროექტი ფინანსირდება ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის ისეთი თანაფარდობით, რომელიც განსხვავდება იმ თანაფარდობისაგან რომელსაც უფრო ხშირად იყენებს ფირმა; 3) გამოიყენება საკუთარი, სხვებისაგან, განსხვავებული, ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობა ფირმის სხვა პროექტების დასაფინანსებლად.

NPV-ს შეფასების სხვა მეთოდები, რა თქმა უნდა, აგრეთვე ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათებს სესხებზე. მაგრამ სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადის და საკუთარი კაპიტალის დანახარჯების მეთოდებს გააჩნიათ დაუალიანებებზე საგადასახადო შეღავათების ერთგვაროვანი განაწილების ტენდენცია ყველა პროექტებზე, მაშინ როცა APV მეთოდი ამ შეღავათებს მიაკუთვნებს იმ კონკრეტულ პროექტებს, რომლებსაც ამ შეღავათებთან აქვთ კავშირი. მაშასადამე, სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადის და საკუთარი კაპიტალის დანახარჯების მეთოდები არაპირდაპირ გულისხმობენ, რომ ყველა პროექტი ფინანსირდება ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის ერთნაირი თანაფარდობით, მაშინ როცა APV მეთოდი წარმოადგენს სხვადასხვა პროექტების ზუსტად დიფერენცირების საშუალებას მათ დაფინანსებაში სხვადასხვა წყაროების მონაწილეობის ხარისხის მიხედვით.

APV-ს მნიშვნელოვანი ნაკლი კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირების ჩვეულებრივი პროცედურების შესრულებისას იმაში მდგომარეობს, რომ APV-ს გამოყენება ითხოვს დაკონკრეტებული იყოს: 1) საკუთარი კაპიტალის ღირებულება იმ ფირმისათვის, რომელიც არ გამოიყენებს კაპიტალის გარე წყაროებს და გააჩნია რისკის იგივე დონე, რაც გასაანალიზებელ პროექტს (აქტივს); 2) ცითიეული პროექტის (აქტივის) დასაფინანსებლად ნავარაუდები ნასესხები საშუალებების სიდიდე და ღირებულება. ასეთი კონკრეტიზაცია შესაძლებელია დიდი დამოუკიდებელი პროექტებისათვის, მაგალითად, როგორიცაა: ელექტროსადგურის მშენებლობის წინადადების განხილვა, მაგრამ ბევრი კაპიტალდაბანდების პროექტისათვის ეს შეუძლებელია.

როგორც წესი, კომპანიას შეუძლია შედარებით ზუსტად შეაფასოს თავისი WACC კაპიტალის ცნობილი არსებული სტრუქტურისას, ვიდრე მოახდინოს საკუთარი კაპიტალის პროგნოზირება ამწყობი ბაზის ან რამდენიმე სახარატო დაზგის დასაფინანსებლად ნასესხები კაპიტალის სრული არქონის შემთხვევაში. გარდა ამისა, განსხვავებული პროექტების შეფასებისას, როგორც წესი აუცილებელია განსხვავებული კაპიტალის ღირებულების გამოყენება, რადგან პროექტები ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან რისკის ხარისხით. ამგვარად, რადგან ყოველ შემთხვევაში მაინც WACC კორექტირდება, ამ კორექტირების პროცესის დროს შეიძლება გათვალისწინებული იყოს ის გარემოებაც, რომ პროექტებს ნასესხები კაპიტალის დიდი გამოყენებით გააჩნიათ შედარებით ნაკლებად ეფექტური კაპიტალის ღირებულება. ამ მიზეზების გამო APV მეთოდმა ვერ პპოვა ფართო გამოყენება. მიუხედავად ამისა სასარგებლოა წარმოდგენა ვიქონიოთ მოცემული მეთოდის არსზე და პირობებზე, რომელთა დროს იგი შეიძლება იყოს გამოყენებული. აღსანიშნავია, რომ უშუალოდ ეს მეთოდი ხსნის WACC-ის კორექტირების აუცილებლობას პროექტებისათვის, რომელთა დაფინანსების წყაროების სტრუქტურა მნიშვნელოვნად განსხვავდება ფირმის მიერ დაფინანსების ჩვეულებრივი პრაქტიკისაგან.

6.10. რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირება

ყოველი განხილული რეალური ინვესტიციური პროექტის ყოველმხრივი შეფასების საფუძველზე ხდება მათი საბოლოო შერჩევა, რომლის საფუძველზეც საწარმოს საინვესტიციო პროგრამა ფორმირდება.

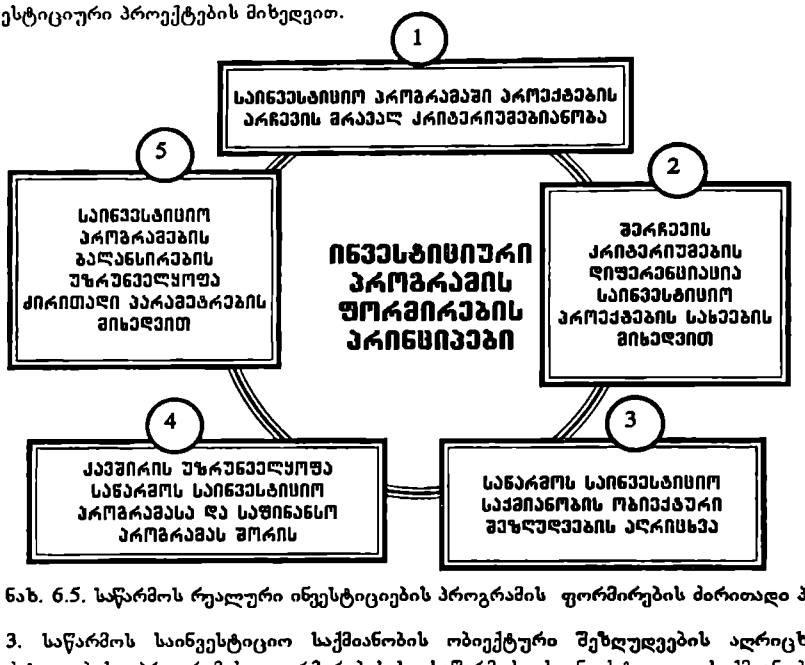
საწარმოს რეალური ინვესტიციური პროგრამების ფორმირების პრინციპები

საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირების პროცესი ემყარება შემდეგ მნიშვნელოვან პრინციპებს (ნახ.6.5.):

1. საინვესტიციო პროგრამაში პროექტების არჩევის მრავალ კრიტერიუმიანობა. ეს პრინციპი გულისხმობს მიღებული საინვესტიციო პროგრამის ფორმირების პროცესში საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის მთელ სისტემას, ასევე საინვესტიციო ამოცანების ხასიათს, რომლებიც ყალიბდება შიდა და გარე ფაქტორების ცვლილების გაელენის შედეგად სამუალოვადიან პერიოდში. პროექტების შერჩევის მრავალკრიტერიუმიანობის პრინციპი საინვესტიციო პროგრამაში დაფუძნებულია საინვესტიციო საქმიანობის მიზნების (ამოცანების) რანჟირებაზე მათი მნიშვნელობის, მთავარი მიზნობრივი მაჩვენებლის გამოყოფაზე, რომელიც არის ინვესტიციური პროექტების შერჩევის ძირითადი კრიტერიუმი და გამოიყენებს ცალკეულ მიზნობრივ მაჩვენებლებს, როგორც შესაბამისი შეზღუდვების სისტემას მათი შერჩევის განხორციელების პროცესში.

2. შერჩევის კრიტერიუმების დიფერენციაცია ინვესტიციური პროექტების სახეების მიხედვით.

კრიტერიუმების ასეთი დიფერენციაცია ხოცრიელდება რეალური ინვესტირების კონკრეტული ფორმების ჭრილში დამოუკიდებელი, ურთიერთდაკავშირებული და ურთიერთგამომრიცხავი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით.



ნახ. 6.5. საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირების ძირითადი პრინციპები

3. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტური შეზღუდვების აღრიცხვა. რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირებისას საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი ობიექტური შეზღუდვებიდან, რომლებიც მოითხოვენ აღრიცხვას, არის შემდეგი: საინვესტიციო საქმიანობის გათვალისწინებული სიდიდე საინვესტიციო სტრატეგიასთან შესაბამისობაში; საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი და რეგიონული დივერსიფიკაციის მიმართულებები და ფორმები; საკუთარი ინვესტიციური რესურსების ფორმირების პოტენციალი; სასესხო კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობები ცალკეული ინვესტიციური პროექტების დაფინანსებასთან მიმართებაში; ძირითადი სახელმწიფო ნორმატიული მოთხოვნები ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციასთან.

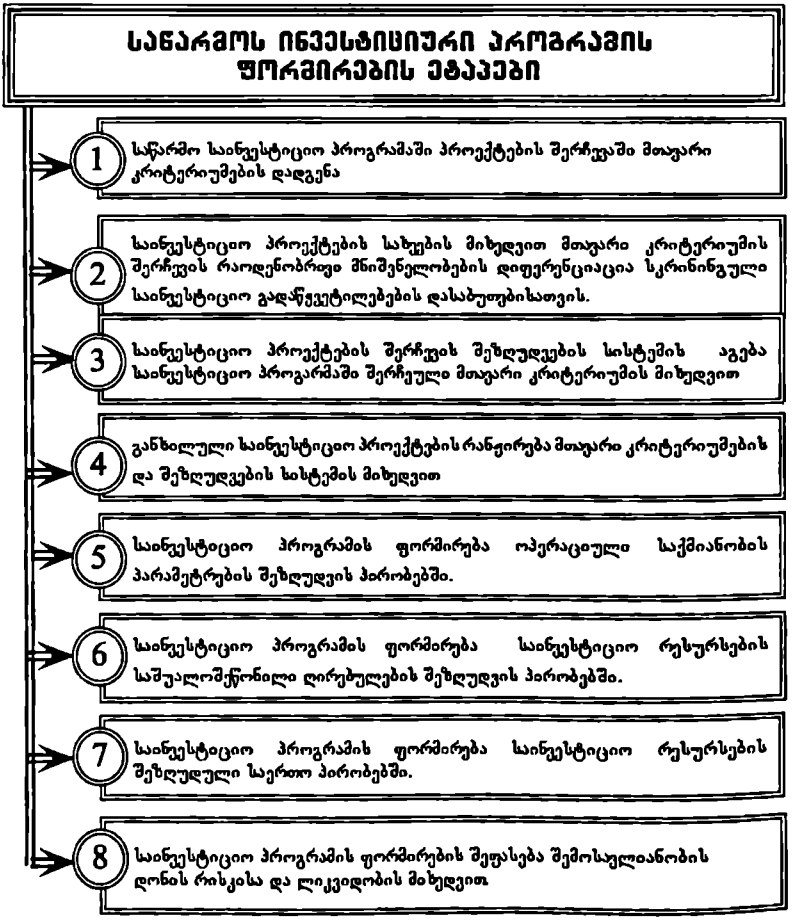
4. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამასა და საფინანსო პროგრამას შორის კავშირის უზრუნველყოფა. საწარმოს სამეურნეო საქმიანობა ხორციელდება მის ოპერაციულ და ფინანსურ საქმიანობასთან მჭიდრო კავშირში. ეს კავშირი მიიღწევა საწარმოს საქმიანობის განხილული სახეების მიხედვით ფულადი ნაკადების კომპლექსური ფორმირებით, კონკრეტული დროითი პერიოდების ჩარჩოებში, ასე მაგ.: ყოველი ინვესტიციური პროექტისა და საინვესტიციო პროგრამის რეალიზაცია მთლიანად უზრუნველყოფილი უნდა იყოს შესაბამისი დაფინანსებით, რომელიც სინქრონიზირდება მასში დროის მიხედვით. საინვესტიციო კაპიტალის უკანბრუნებადი ნაკადი, რომელიც უზრუნველყოფს ყოველი ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობას.

საინვესტიციო პროგრამა მთლიანად უნდა უზრუნველყოფილი იყოს შესაბამისი პროდუქციის გამოშვებითა და რეალიზაციით დაგეგმილი ვადებით და ოდენობით. ამიტომ, აუცილებელია მოხდეს მისი აუცილებელი პარამეტრების სინქრონიზირება საწარმოს განვითარების საწარმოო და საფინანსო შესაბამის პარამეტრებთან.

5. საინვესტიციო პროგრამების ბალანსირების უზრუნველყოფა ძირითადი პარამეტრების მიხედვით. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის შინაგანი ბალანსირება მიიღწევა, პირველ რიგში, მისი ისეთი მნიშვნელოვანი პარამეტრების ეფექტიანი ურთიერთმიმართებით, როგორიცაა შემოსავლიანობის, ლიკვიდობისა და რისკის დონე. საინვესტიციო პროგრამების პარამეტრების ასეთი ურთიერთმიმართება მთლიანად განისაზღვრება სკალით **„შემოსავლიანობა – რისკი“** და **„შემოსავლიანობა – ლიკვიდობა“**, შერჩეული საინვესტიციო იდეოლოგიის გათვალისწინებით. (აგრესიული, ზომიერი ან კონსერვატიული). საინვესტიციო პროგრამების ბალანსირების უზრუნველყოფის პროცესში განხილული პარამეტრების მიხედვით უნდა გამოიძებნოს რეზერვები რისკის დონის შესამცირებლად და ლიკვიდობის დონის ასამაღლებლად მისი შემოსავლიანობის მოცემული სიდიდის პირობებში.

საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირების ძირითადი ეტაპები

საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირება განხილული ძირითადი პრინციპების გათვალისწინებით ხორციელდება შემდეგი ძირითადი ეტაპების მიხედვით (ნახ. 6.6.):



6.6. საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირების ძირითადი ეტაპები

1.ᲡᲐᲜᲐᲠᲛᲝ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲞᲠᲝᲒᲠᲐᲛᲐᲨᲘ ᲞᲠᲝᲔᲥᲢᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲠᲩᲔᲕᲐᲨᲘ ᲛᲗᲐᲕᲐᲠᲘ ᲙᲠᲘᲢᲔᲠᲘᲣᲛᲔᲑᲘᲡ ᲓᲐᲓᲒᲔᲜᲐ

ვინაიდან საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი მიზანია საწარმოს მესაკუთრეთა მაქსიმალური კეთილდღეობის უზრუნველყოფა, რაც მიიღწევა მისი საბაზრო ღირებულების ზრდის ხარჯზე პროექტების შერჩევის მთავარი კრიტერიუმი დაკავშირებული უნდა იყოს მისი ეფექტიანობის მაჩვენებლებთან, რომელიც ასახავს კაპიტალის ზრდის ტემპს ან სიდიდეს, საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში. საინვესტიციო მენეჯმენტის პრაქტიკაში ასეთი უპირატესობა ენიჭება ჩვეულებრივ წმინდა დაყვანილი შემოსავლის მაჩვენებელს (ზოგჯერ ამ მიზნით გამოიყენება ასევე შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთის მაჩვენებელი). საწარმოს საინვესტიციო პროგრამისათვის პროექტების არჩევისას მთავარი კრიტერიუმის სახით. წმინდა დაყვანილი შემოსავლის მაჩვენებლის შერჩევა დაკავშირებულია იმასთან, რომ იგი შედარებით ნათელ წარმოდგენას გვიქმნის საკუთარი კაპიტალის ზრდის შესაძლებლობებზე (და შესაბამისად საწარმოს საბაზრო ღირებულებაზე) როგორც აბსოლუტური, ისე შეფარდებითი გამოსახულებით.

2. ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲞᲠᲝᲔᲥᲢᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲘᲡ ᲛᲘᲮᲔᲓᲕᲘᲗ ᲛᲗᲐᲕᲐᲠᲘ ᲙᲠᲘᲢᲔᲠᲘᲣᲛᲘᲡ ᲨᲔᲠᲩᲔᲕᲘᲡ ᲠᲐᲝᲓᲔᲜᲝᲑᲠᲘᲕᲘ ᲛᲜᲘᲨᲕᲜᲔᲚᲝᲑᲔᲑᲘᲡ ᲓᲘᲤᲔᲠᲔᲜᲪᲘᲐᲪᲘᲐ ᲡᲐᲠᲘᲜᲘᲜᲒᲔᲑᲣᲚᲘ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲒᲐᲓᲐᲬᲧᲕᲔᲢᲘᲚᲔᲑᲔᲑᲘᲡ ᲓᲐᲡᲐᲑᲣᲗᲔᲑᲘᲡᲐᲗᲕᲘᲡ

ინვესტიციური პროექტების შერჩევის განხორციელების მიზნით შერჩეული მთავარი კრიტერიუმის მიხედვით, მას უნდა ჰქონდეს განსაზღვრული რაოდენობრივი მნიშვნელობა. საინვესტიციო მენეჯმენტის პრაქტიკაში შერჩევის მთავარი კრიტერიალური მაჩვენებლის ეს რაოდენობრივი მნიშვნელობა დიფერენცირდება, როგორც წესი, რეალური ინვესტიციების განხორციელების ფორმით (პროექტებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური ინვესტირების სხვადასხვა ფორმებს შეიძლება ჰქონდეს მთავარი კრიტელიალური მაჩვენებლის სხვადასხვა რაოდენობრივი მნიშვნელობა). ასევე თვითონ პროექტების ხასიათის მიხედვით. კერძოდ, შერჩევის მთავარი კრიტერიუმის რაოდენობრივი მნიშვნელობის დიფერენციაცია ხორციელდება დამოუკიდებელი, ურთიერთდაკავშირებული და ურთიერთგამომრიცხავი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით.

დამოუკიდებელი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით შერჩევის მთავარი კრიტერიუმის რაოდენობრივი მნიშვნელობის სახით გამოდის, როგორც წესი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივი (ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების ერთ-ერთი მაჩვენებლის მიზნობრივი ნორმატივი მათი შერჩევის დროს). ურთიერთდამოკიდებული ინვესტიციური პროექტებისათვის ანალოგიური მაჩვენებელი კრიტერიუმის სახით მიიღება არა ცალკეული კონკრეტული ინვესტიციური პროექტის მიხედვით, არამედ მთლიანად მათი ურთიერთდამოკიდებული კომპლექსის მიხედვით.

ურთიერთგამომრიცხავი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით შერჩევა ხორციელდება შერჩეული მთავარი კრიტერიალური მაჩვენებლის უდიდესი მნიშვნელობის მიხედვით (მისი შედარებითი შეფასების საფუძველზე), შერჩევის მთავარი კრიტერიუმის რაოდენობრივი მნიშვნელობის დიფერენციაცია შესაძლებელს ხდის „სკიპინგული საინვესტიციო გადაწყვეტილების“ მიღწევას რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირების პირველ ეტაპზე. ამ ტერმინის ქვეშ მოიაზრება განხილული ინვესტიციური პროექტების სიმრავლისაგან იმ პროექტების გამორიცხვა, რომლებიც არ შეესაბამება მთავარი კრიტერიუმის რაოდენობრივ მნიშვნელობას საწარმოს საინვესტიციო პროგრამაში.

შეზღუდვების სისტემა, რომელიც ადგენს რეალური საინვესტიო პროექტების შერჩევის პროცესში საწარმოს ფორმირებად საინვესტიციო პროგრამას, რომელიც მოიცავს, ჩვეულებრივ ძირითად და დამხმარე ნორმატიულ მაჩვენებლებს.

ძირითადი შემზღუდავი ნორმატიული მაჩვენებლებიდან აღსანიშნავია შემდეგი:

- პროექტის ეფექტიანობის ერთ-ერთი ალტერნატიული მაჩვენებელი (მაგ.: მთავარი კრიტერიალური მაჩვენებლებიდან წმინდა დაყვანილი შემოსავალთან მიმართებაში ეფექტიანობის შემზღუდავი მაჩვენებლებიდან შეიძლება შერჩეული იყოს: შემოსავლიანობის მინიმალური შიდა განაკვეთი ან პროექტის გამოსყიდვის მაქსიმალური დისკონტირებული პერიოდი):

- პროექტის საერთო რისკის მაქსიმალურად დასაშვები დონე.
- მაქსიმალურად დასაშვები პერიოდი ან ინვესტიციების ლიკვიდობის მინიმალური კოეფიციენტი.
- დამხმარე შეშზღუდვი ნორმატიული მაჩვენებლების რანგში შეიძლება შემდეგი მაჩვენებლების გამოყენება:

  ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციისათვის მდგომარეობის დონე (დასრულებული ბიზნეს-გეგმის არსებობა, საპროექტო სამუშაოების დასრულებლობა; პროექტის დაფინანსების სქემის აპრობირებულობა და ა.შ.).

  პროექტის საინვესტიციო სტადიების განხორციელების საუარესო პერიოდი (მის გამოსვლამდე საექსპლუატაციო სტადიაზე და უკანბრუნებადი ფულადი ნაკადის ფორმირების დაწყებამდე);

  პროექტის რეალიზებულობის დონე (ეკონომიკური ტექნიკურ-ტექნოლოგიური, ეკოლოგიური და სხვა პარამეტრების მიხედვით).
- პროექტის ინოვაციური დონე (მისი შესაბამისობა ტექნოლოგიური პროგრესის უკანასკნელ მიღწევებთან).
- საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის რისკის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობა პროექტის დარგობრივი ან რეგიონალური მიმართულებების ხარჯზე.

  გათვალისწინებული ფულადი ნაკადების ფორმირების სინქრონულობა ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციისას და მისი დაფინანსებისას სხვადასხვა წყაროებიდან.

  ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის გადავადების შესაძლებლობა საწარმოს განვითარების სტრატეგიული მიზნების რეალიზაციისათვის არსებითი ზარალის მიყენების გარეშე.

პროექტების შერჩევის შეზღუდვის სისტემის აგება შესაძლებელს ხდის გაღრმავდეს სკინინგული ინვესტიციური გადაწყვეტილებების დასაბუთება რეალური საინვესტიციო პროგრამების ფორმირების პროცესში.

4.განხილული ინვესტიციური პროექტების რანჟირება მთავარი კრიტერიუმების და შეზღუდვების სისტემის მიხედვით

ასეთი რანჟირების პროცესი შედგება რამდენიმე ეტაპისაგან.

პირველ ეტაპზე საინვესტიციო პროექტები შესაბამისი სკრინინგული გაცხრილვის შემდეგ რანჟირება შერჩეული მთავარი კრიტერიუმის მიხედვით საწარმოს საინვესტიციო პროგრამაში. (პროექტების ასეთი რანჟირების მეთოდიკა მათი ეფექტიანობის შეფასების მიხედვით განხილული იყო ზემოთ).

მეორე ეტაპზე საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც გამიზნულია საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამაში ჩასართველად რანჟირდება მისი ყველა მაჩვენებლის მიხედვით, რომლებიც ჩართულნი არიან მათი შერჩევის შეზღუდვის სისტემაში (მეთოდიკის მიხედვით, რომელიც პროექტების რანჟირების ანალოგიურია მათი შერჩევის მთავარი კრიტერიუმების მიხედვით).

მესამე ეტაპზე ყოველი შეზღუდვისათვის კონკრეტული მნიშვნელობის მინიჭების გზით საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობისათვის ინვესტიციური პროექტების ცალკეული რანგისმიერი მნიშვნელობა ინტეგრირდება მათ ერთიან რანგისმიერ მაჩვენებელში შეზღუდვების მთელი სისტემის მიხედვით.

შეზღუდვის ცალკეული კონკრეტული მნიშვნელობისათვის შეიძლება ექსპერტების მოწვევა.

მეოთხე ეტაპზე ცალკეული ინვესტიციური პროექტების რანჟირება მთავარი შერჩეული კრიტერიუმის მიხედვით ზუსტდება მისი ინტერვალური რანგისმიერი მნიშვნელობის გათვალისწინებით შეზღუდვების სისტემის მიხედვით.

საინვესტიციო მენეჯმენტის პრაქტიკაში ხშირია სიტუაცია, როცა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პრიორიტეტად მისი სტრატეგიული განვითარების ცალკეულ ეტაპებზე საჭიროა წარმოების წინასწარ განსაზღვრული მოცულობის სასწრაფო ათვისება და მისი ასევე სასწრაფო რეალიზაცია. (დაჩქარებული ზრდის სტრატეგიის, ოპერატიული საქმიანობის დაჩქარებული დარგობრივი ან რეგიონალური დივერსიფიკაციის სტრატეგიის პირობებში და ა.შ.). ამ შემთხვევაში საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამა ფორმირდება ინვესტიციური პროექტების შერჩევის კრიტერიუმების მიხედვით საინვესტიციო კაპიტალის მწარმოებლურობის მაჩვენებლის საფუძველზე.

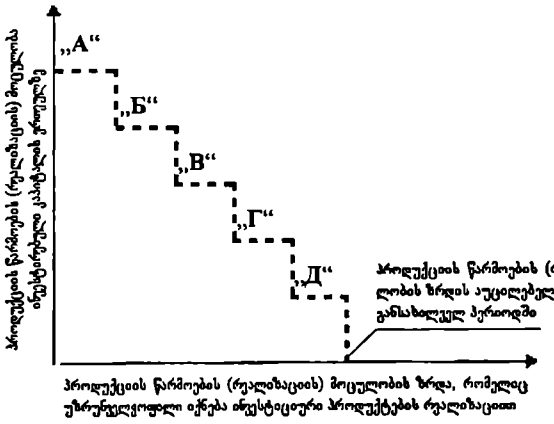
ამ მიზნით ინვესტიციური პროექტების რანჟირება ხორციელდება წარმოების მოცულობის ან პროდუქციის რეალიზაციის მაჩვენებლის მიხედვით ინვესტირებული კაპიტალის ერთეულზე.

ამ ამოცანის გადაწყვეტისათვის მუშავდება საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის ოპტიმიზაციის სპეციალური მოდელი მოცემული საწარმოო პროგრამის პირობებში (საწარმოების ზრდისა ან პროდუქციის რეალიზაციის დადგენილი სიდიდის პირობებში. ასეთი მოდელის აგების ამოსავალი პირობებია:

— განხილული საინვესტიციო პროექტები არიან დამოუკიდებელნი ე.ი. გამორიცხავენ ერთიმეორეს;

— საინვესტიციო პროგრამის ფორმირების მომენტში უკვე განსაზღვრულია პროდუქციის წარმოების (რეალიზაციის) აუცილებელი ზრდა წარმოების განვითარების სტრატეგიული მიზნების შესაბამისად;

— საწარმოს ინვესტიციური პროექტების წინასწარი განხილვის პროცესში ხდება მათი რანჟირება პროდუქციის წარმოების (რეალიზაციის) სიდიდის მაჩვენებლის მიხედვით ინვესტირებული კაპიტალის ერთეულზე. (მათი შესაბამისი საკრინინგული გაცხრილვის პირობებში შერჩეული შეზღუდვების სისტემის მიხედვით) საწარმოს ინვესტიციური პროგრამის ფორმირების ნაჩვენები მოდელი გრაფიკულად გამოხატულია 6.7. ნახაზზე.



ნახ. 6.7. საწარმოს ინვესტიციური პროგრამის ფორმირების გრაფიკული მოდელი შეზღუდული პარამეტრების საოპერაციო საქმიანობის პირობებში

როგორც მოტანილი ნახაზიდან ჩანს, განხილული შეზღუდვის პირობებში საწარმოს საინვესტიციო პროგრამა შეიძლება ჩამოყალიბდეს საინვესტიციო „A“, „Б“, „В“, „Г“, და „Д“ პროექტების საფუძველზე. (ყველა დარჩენილი პროექტი ამ კრიტერიუმის მიხედვით უარყოფილი უნდა იყოს).

ამ შემთხვევაში ოპერაციული საქმიანობის განსაზღვრულმა მოცულობამ უნდა უზრუნველყოს საინვესტიციო კაპიტალის მინიმალური თანხით პროექტის რეალიზაცია.

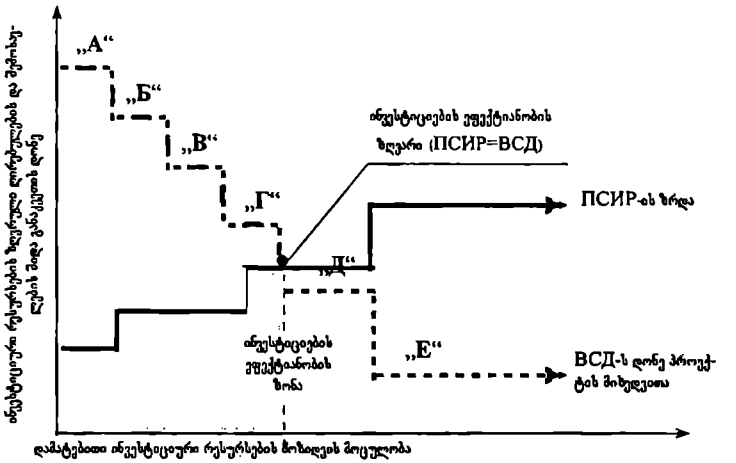
6. საინვესტიციო პროგრამის ფორმირება საინვესტიციო რესურსების საშუალო შეწონილი ღირებულების შეზღუდვის პირობებში.

ასეთი სიტუაცია ყალიბდება იმ შემთხვევაში, თუკი საინვესტიციო – პროექტები დაკავშირებულია ნასესხები კაპიტალის გამოყენებასთან. რომლის მოზიდვის სიდიდე და ღირებულება იზრდება საინვესტიციო საქმიანობის გაფართოვების პირობებში. ამ ამოცანის გადაწყვეტის მოდელის აგების ამოსავალი პირობებია:

- განხილული საინვესტიციო პროექტები არიან დამოუკიდებელნი, ე.ი. არ გამორიცხავენ ერთიმეორეს.
- საინვესტიციო პროგრამის ფორმირებისას ზუსტადაა განსაზღვრული საინვესტიციო რესურსების ზღვრული ღირებულების მაჩვენებლები კაპიტალის დამატებითი ოდენობის მოზიდვის გაზრდისას.

საწარმოს ინვესტიციური პროექტების განხილვის პროცესში ხდება მათი წინასწარი რანჟირება შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთის მაჩვენებლის მიხედვით. რომელიც ამ მიზნით გამოიყენება როგორც მთავარი კრიტერიალური მაჩვენებელი (მათი შესაბამისი საკრინინგული გაცხრილვით შერჩეული შეზღუდვების სისტემის მიხედვით).

გრაფიკულად საინვესტიციო პროგრამის ფორმირების მოდელი საინვესტიციო რესურსების საშუალო შეწონილი ღირებულების შეზღუდვის პირობებში წარმოდგენილია 6.8. ნახაზზე. როგორც შედარების შედეგებიდან ჩანს, საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის ფორმირებად სისტემაში შეიძლება მონაწილეობდნენ მხოლოდ „А“, „Б“, „В“, და „Г“ საინვესტიციო პროექტები, რომელთა მიხედვით შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთის დონე აღემატება ამ მიზნისათვის დამატებით მოზიდული კაპიტალის ზღვრული ღირებულების მაჩვენებელს. ამავე კრიტერიუმით „Д“ და „Е“ ინვესტიციური პროექტების უარყოფა უნდა მოხდეს.



ნახ. 6.8. საწარმოს ინვესტიციური პროგრამის ფორმირების გრაფიკული მოდელი ინვესტიციური რესურსების შეზღუდული საშუალოშეწონილი ღირებულების პირობებში

7. საინვესტიციო პროგრამის ფორმირება საინვესტიციო რესურსების შეზღუდვის საერთო პირობებში

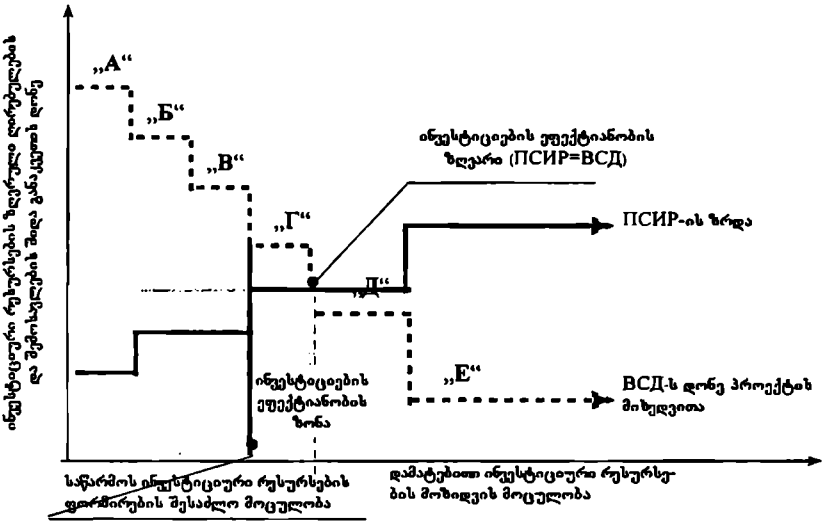
ასეთი სიტუაცია ყალიბდება იმ შემთხვევაში როცა საკუთარი საინვესტიციო რესურსების ფორმირების შესაძლებლობები საწარმოს შეზღუდული აქვს. ხოლო ნასესხები კაპიტალის სიდიდემ განსაზღვრული ზღვარის ზევით შეიძლება უარყოფითად იმოქმედოს მისი ფინანსური მდგრადობის მდგომარეობაზე და გადახდისუნარიანობაზე. ამოსავალი პირობები მოდელის აგებისათვის, რომელიც ამ ამოცანას გადაწყვეტენ, იგივეა, რაც წინა შემთხვევაში იყო, ისინი შეიცვლება მხოლოდ საწარმოს მიერ საინვესტიციო რესურსების შესაძლო მოზიდვით რეალური პროექტების რეალიზაციისათვის, რომლებიც ჩაერთვებიან მის საინვესტიციო პროგრამაში.

გრაფიკულად საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის ფორმირების მოდელი საინვესტიციო რესურსების საერთო ოდენობის შეზღუდულობის პირობებში წარმოდგენილია ნახ. 6.9.-ზე.

მოტანილი ნახაზიდან ჩანს, განხილული შეზღუდვების პირობებში საწარმოს საინვესტიციო პროგრამა შეიძლება ჩამოყალიბდეს ინვესტიციური პროექტების „А“, „Б“, და „В“ ხარჯზე (ყველა

დანარჩენი პროექტი ამ კრიტერიუმის მიხედვით უნდა უარყოფილი იყოს).

საწარმოს ჩამოყალიბებული საინვესტიციო პროგრამის ერთიანი შეფასება ამ მაჩვენებლების მიხედვით შესაძლებელს ხდის შეფასდეს ამ პროგრამის შექმნაზე გაწეული მთელი სამუშაოების ეფექტიანობა.



ნახ. 6.9. საწარმოს ინვესტიციური პროგრამის ფორმირების გრაფიკული მოდელი ინვესტიციური რესურსების საერთო მოცულობის შეზღუდვის პირობებში

8. საინვესტიციო პროგრამის ფორმირების შეფასება შემოსავლიანობის დონის რისკისა დალიკვიდობის მიხედვით

საინვესტიციო პროგრამის შემოსავლიანობის დონე ფასდება საერთო მაჩვენებლის – წმინდა დაყეანილი შემოსავლის, ან წმინდა საინვესტიციო მოგების საფუძველზე მასში ჩართული ყველა საინვესტიციო პროექტის მიხედვით.

საინვესტიციო პროგრამის რისკის დონე განისაზღვრება მის მიხედვით ვარიაციის კოეფიციენტის გათვლის გზით (მაჩვენებლების – წმინდა ფულადი ნაკადები, ან წმინდა საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ვარიაბელურობის დონის მიხედვით).

საინვესტიციო პროგრამის ლიკვიდობის დონე განისაზღვრება ინვესტიციების ლიკვიდობის საშუალოშეწონილი კოეფიციენტის საფუძველზე ცალკეული პროექტების მიხედვით. (მათზე საჭირო ინვესტიციური რესურსების მოცულობაზე შეწონვით).

საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის საბოლოო ფორმირება ხორციელდება ყველა სამი მისი პარამეტრის გათვალისწინებით იმ პრიორიტეტიდან გამომდინარე, რომელიც საწარმოს წინასწარ აქეს განსაზღვრული. ეს პროცესი ხასიათდება საინვესტიციო მენეჯმენტში როგორც „პრეფერენტული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების“ დასაბუთება. ამ ტერმინის ქვეშ მოიაზრება საწარმოსათვის უფრო ხელსაყრელი ინვესტიციური პროექტების საბოლოო შერჩევა მისი საინვესტიციო პროგრამისათვის, რომელიც ხელს შეუწყობს მისი საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციას.

6.11. ინვესტიციური პროექტების განხორციელების მართვა

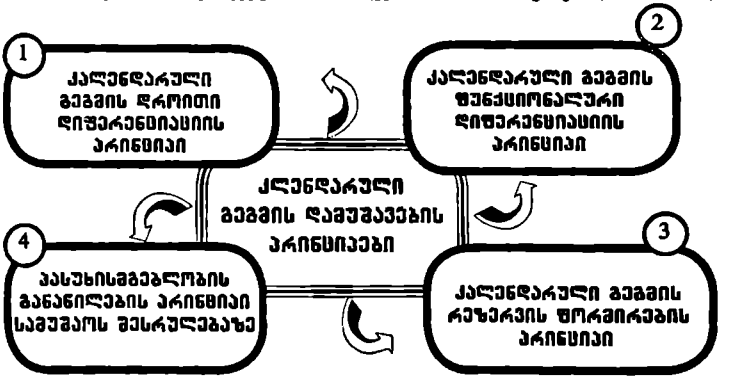
რეალური ინვესტიციური პროექტების მართვა გამიზნულია მათ შესრულებაზე გათვალისწინებულ ვადებში დაბანდებული სახსრების წმინდა ფულადი ნაკადების სახით დროული დაბრუნების, უზრუნველყოფის მიზნით (პირველ რიგში – გათვალისწინებული საინვესტიციო მოგების მიღება). მართვა ხორციელდება რეალური პროექტის ჭრილში, რომელიც ჩართულია საწარმოს საინვესტიციო პროგრამაში. ყოველი რეალიზაციისათვის გამიზნული ინვესტიციური პროექტის მიხედვით ჩვეულებრივ ინიშნება მისი ხელმძღვანელი, რომელიც ორგანიზაციას უკეთებს ყველა აუცილებელი საგეგმო დოკუმენტის მომზადებას და უზრუნველყოფს მისი განხორციელების გეგმის ძირითადი მაჩვენებლების რეალიზაციას. მსხვილი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით, რომლებიც საიჯარო წესით სრულდება (მოიჯარის და სუბმოიჯარის მოწვევით) პროექტის ხელმძღვანელმა უნდა გაანაწილოს მართვის ფუნქციები პროექტის ცალკეული მონაწილის ჭრილში.

ყოველი ინვესტიციური პროექტის წარმატებული განხორციელება, რომელიც ჩართულია საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამაში, ბევრადაა დამოკიდებული მისი განხორციელების გეგმის თავისდროული და ხარისხიანად შედგენაზე. ასეთი საგეგმო დოკუმენტი საინვესტიციო მენეჯმენტის პრაქტიკაში ცნობილია **„ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმის“** სახელწოდებით.

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმა ეს არის საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობისოპერატიულიგეგმისერთ-ერთიფორმა,რომელიცასახავსცალკეულისახისიმ სამუშაოების სიდიდეს, ვადებსა და შემსრულებლებს, რაც დაკავშირებულია პროექტის განხორციელებასთან.

რეალური ინვესტიციური პროექტების კალენდარული გეგმის შემუშავების პრინციპები

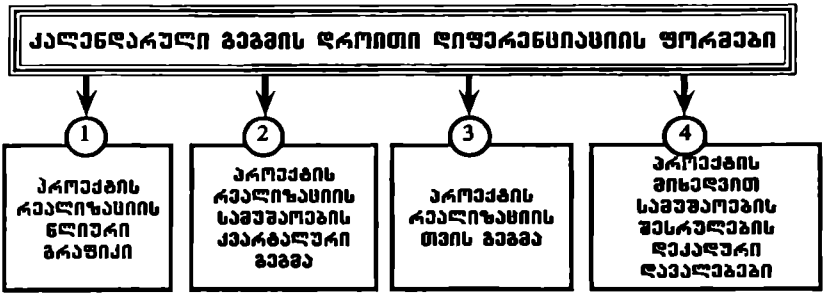
ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის კალენდარული გეგმის შედგენა ემყარება განსაზღვრულ პრინციპებს და ხორციელდება გარკვეული თანმიმდევრობით. ამ პრინციპებიდან ძირითადია (ნახ. 6.10):



ნახ. 6.10 რეალური ინვესტიციური პროექტების კალენდარული გეგმის დამუშავების ძირითადი პრინციპები

1. **კალენდარული გეგმის დროითი დიფერენციაციის პრინციპი.** ამ პრინციპის რეალიზაცია ითვალისწინებს ინვესტიციური პროექტის განხორციელების კალენდარული გეგმის დეტალიზაციის სხვადასხვა ხარისხის დროის მიხედვით და დამუშავების ფორმების მიხედვით. ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმის დროითი დიფერენციაციის ძირითადი ფორმები წარმოდგენილია ნახ. 6.11.-ზე.

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის წლიური გრაფიკი წარმოადგენს პირველსაწყის და ძირითად დოკუმენტს, რომელიც ასახავს ოპერატიული დაგეგმვის შედეგებს. პროექტებისათვის, რომელთა რეალიზაცია რამდენიმე წლის განმავლობაში ხდება. იგი მოიცავს მხოლოდ იმ სამუშაოების მოცულობას, რომელიც გათვალისწინებულია დაგეგმილი კალენდარული წლის განმავლობაში.



ნახ. 6.11. ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის კალენდარული გეგმის დროებითი დიფერენციაციის ძირითადი ფორმები

პროექტების მიხედვით, რომლებიც რეალიზდებიან ერთი წლის განმავლობაში, იგი ახასიათებს მთლიანად პროექტის შესრულების თანმიმდევრობას.

ინვესტიციური პროექტების განხორციელების ქსელური დაგეგმვის და კრიტიკული გზის მეთოდი

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის წლიური გრაფიკის შემუშავებისას გამოიყენება ორი ძირითადი მეთოდი – ქსელური დაგეგმვის მეთოდი და კრიტიკული გზის მეთოდი (ორივე ფართოდაა ცნობილი სპეციალისტებისთვის, სპეციალურ ლიტერატურაში ფართოდაა გაშუქებული და ამიტომ ამ შრომაში არ განიხილება).

სამუშაოთა შესრულების დაგეგმის ქსელური მეთოდი (რომელიც თავის გამოხატულებას პოულობს ქსელურ გრაფიკში) უფრო თვალსაჩინოა, მაგრამ მისი მეშვეობით ძნელია შეფასდეს ვიწრო ადგილები, შესრულებულ სამუშაოთა ფაქტობრივი სიღიდე ცალკეული სახის სამუშაოთა რეალიზაციის შეფერხების მიზეზები და სხვა. კრიტიკული გზის მეთოდს რიგი უპირატესობები გააჩნია ქსელური დაგეგმვის მეთოდთან შედარებით; იგი უზრუნველყოფს სამუშაოთა შესრულების ურთიერთკავშირსა და თანმიმდევრობას; ითვალისწინებს შეზღუდვებსა და წინააღმდეგობებს, განსაზღვრავს ვიწრო ადგილებს, საშუალებას იძლევა გამოყენებული იყოს ოპტიმიზაციის მეთოდები, შესაძლებლობას იძლევა შეფასდეს ვარიანტები:

— **პროექტის რეალიზაციის წლიური გრაფიკი** აგებს საინვესტიციო პროცესის გრაფიკის მოდელს გადახრების და წინააღმდეგობების გათვალისწინებით. ამ მეთოდის ძირითადი ნაკლია მისი მაღალი შრომატევადობა;

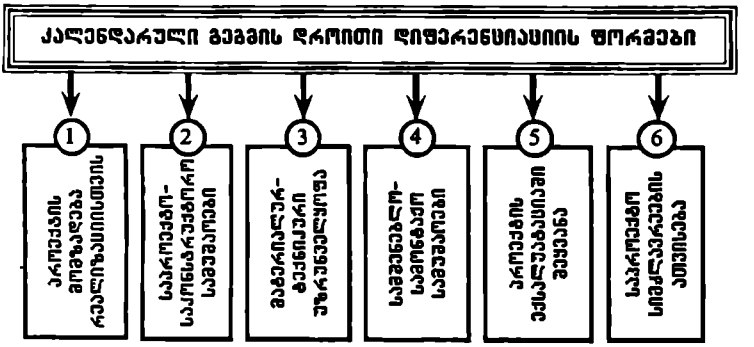
— პროექტის რეალიზაციის კვარტალური და თვის გეგმები მოიცავენ მათ კონკრეტულ მოცულობას ნაჩვენები დროით ინტერვალების ფარგლებში. მისი შემუშავების საფუძველია ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის წლიური გრაფიკი შესაბამისი თანმიმდევრული დეტალიზაციით. სამუშაოების კვარტალური გეგმა წარედგინება და მტკიცდება ერთდროულად წლიური გრაფიკის წარმოდგენასთან ერთად. სამუშაოების თვის გეგმა დგება მხოლოდ მომდევნო კვარტალში;

— **დეკადური დავალებები** არის სამუშაოების შესრულების თვის გეგმის თანმიმდევრული დეტალიზაციის გეგმა, რომელიც ხელს უწყობს და უზრუნველყოფს პროექტის განხორციელებას.

სამამულო პრაქტიკაში კალენდარული გეგმის დიფერენციაციის ეს ფორმა იშვიათად გამოიყენება, ოღონდ ბევრი უცხოელი დამკვეთი, რომლებიც სარეალიზაციოდ იზიდავენ მსხვილ საინვესტიციო პროექტებს, ფართოდ იყენებენ კალენდარული დაგეგმვის ასეთ ფორმას.

2. კალენდარული გეგმის ფუნქციონალური დიფერენციაციის პრინციპი.

ამ პრინციპის რეალიზაცია იოვალისწინებს ცალკეული სახის სამუშაოების დიფერენცირებული დაგეგმვის განხორციელების აუცილებლობას ფუნქციონალური ბლოკების მიხედვით, რომელთა შემადგენლობა დამოკიდებულია ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის სტადიისა და სიდიდეზე. მსხვილი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით მათი რეალიზაციის კალენდარული გეგმა დიფერენცირდება, ჩვეულებრივ 6 ფუნქციონალური ბლოკის სახით (ნახ. 6.12.).



ნახ.6.12 ინვესტიციური პროექტების კალენდარული გეგმის ფუნქციონალური დიფერენციაციის ძირითადი ფორმები

3. კალენდარული გეგმის რეზერვის ფორმირების პრინციპი

ეს პრინციპი რეალიზდება დაგეგმვის პროცესში მასში ჩართული ცალკეული სამუშაოების ვადების დარღვევის ზღვრულად დასაშვები სიდიდის განსაზღვრის გზით და ამ რეზერვის განაწილებით ინვესტიციური პროექტის მონაწილეებს შორის (შემკვეთი, მოიჯარადრე, სუბმოიჯარადრე). აღნიშნული რეზერვი უნდა შეადგენდეს კალენდარული გეგმის დროის ფონდის არა უმეტეს 10-12%-ს. დროის ამ რეზერვის განაწილების წესი პროექტის მონაწილეებს შორის უნდა შეთანხმებული იყოს კონტრაქტში. თუკი ასეთი პირობა კონტრაქტში არ არის, მაშინ ჩვეულებრივ დროის რეზერვი გამოიყენება საჭირო ოღნობით იმ მხარის მიერ, რომელიც პირველი დასვამს საკითხს, ამის საჭიროების შესახებ.

4.პასუხისმგებლობის განაწილების პრინციპი სამუშაოს შესრულებაზე

ამ პრინციპის რეალიზაცია განსაზღვრავს სამუშაოთა ცალკეული ეტაპების შესრულებას პასუხისმგებლობის დაკისრების დამკვეთის, ანდა მოიჯარადრის კონკრეტულ წარმომდგენელზე მათი ფუნქციონალური ვალდებულებების შესაბამისად, რაც გათვალისწინებულია კონტრაქტში. ამასთან, ცალკეული ღონისძიებების განხორციელებაზე პასუხისმგებლობის დაკისრება რომელიმე მხარეზე, როგორც წესი, გულისხმობს მათზე ავტომატურად კონკრეტული საინვესტიციო რისკების გადაკისრებას. (მათი ნეგატიური შედეგების შესაბამისი ფორმებით ანაზღაურებას).

ამ პრინციპებისა და შეთანხმებების გათვალისწინებით შედგენილი კალენდარული გეგმა (ცხრილური ან გრაფიკული ფორმით) განიხილება და მტკიცდება საინვესტიციო ცენტრის შესაბამისი ხელმძღვანელის მიერ.

პროექტის ქაპიტალური ბიუჯეტი

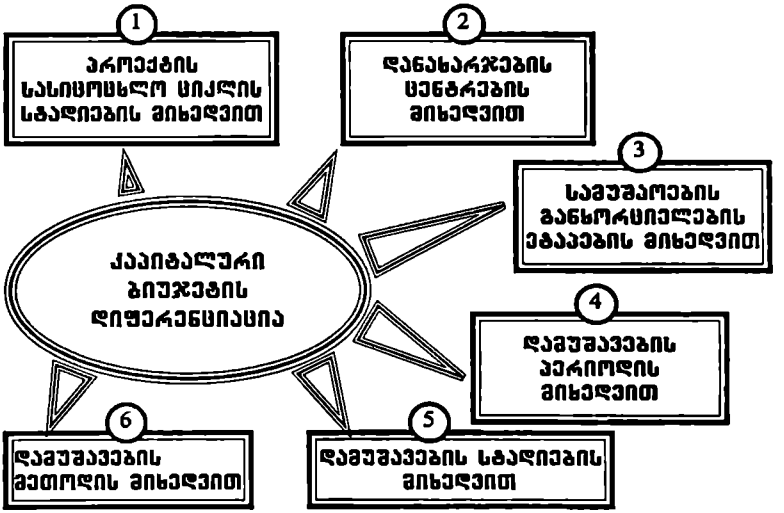
ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის ეფექტიანობა მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება

დაფინანსების დასაბუთებული გეგმით ცალკეული სამუშაოების მიხედვით მათი პრაქტიკული განხორციელების თვალსაზრისით. საგეგმო ფინანსური დოკუმენტი, რომელიც დამუშავებულია ამ მიზნით, ატარებს სახელწოდებას: **„ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კაპიტალური ბიუჯეტი“ ან უბრალოდ „პროექტის კაპიტალური ბიუჯეტი“.**

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კაპიტალური ბიუჯეტი ეს არის საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული გეგმის ერთ-ერთი ფორმა, რომელიც ასახავს ცალკეული სახის სამუშაოების სიდიდეს, ვადებსა და დაფინანსების წყაროებს. რაც დაკავშირებულია მის (პროექტის) განხორციელებასთან.

ისევე, როგორც კალენდარული გეგმა, კაპიტალური ბიუჯეტი მუშავდება თავდაპირველად მიმდინარე წლისათვის კვარტალების ჭრილში, ხოლო შემდეგ მომავალი კვარტალისათვის დეტალიზდება თვეების ჭრილში.

პროექტების მართვის პრაქტიკაში მუშავდება კაპიტალური ბიუჯეტების მრავალრიცხოვანი სახეები, რომლებიც დაკავშირებულია მის რეალიზაციასთან. კაპიტალური ბიუჯეტების ამ სახეებიდან ძირითადები წარმოდგენილია (ნახ. 6.13.):



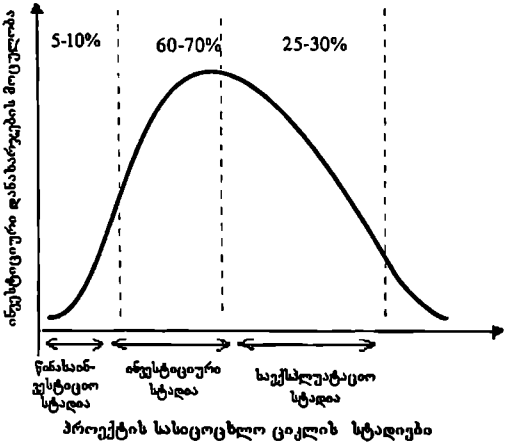
ნახ. 6.13. საწარმოების მიერ შემუშავებული კაპიტალური ბიუჯეტების დიფერენციაციის ძირითადი ფორმები

1. პროექტის სასიცოცხლო ციკლის სტადიების მიხედვით გამოყოფენ კაპიტალური ბიუჯეტების შემდეგ სახეებს:

- **პროექტის წინასაინვესტიციო სტადიის კაპიტალური ბიუჯეტი.** ეს ბიუჯეტი ასახავს კაპიტალურს მიკუთვნებულ დანახარჯებს სამეცნიერო-კვლევით საცდელ-საკონსტრუქტორო, და სხვა სახის სამუშაოებს, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტიციური პროექტის ცალკეული განყოფილებების მომზადებას (მისი ბიზნეს გეგმა).
- **პროექტის საინვესტიციო სტადიის კაპიტალური ბიუჯეტი.** ამ ბიუჯეტში აისახება კაპიტალური ხარჯები, რომლებიც აიღება მიწის ნაკვეთების შეძენაზე, და მათ გაუმჯობესებაზე, დანახარჯები სამშენებლო – სამონტაჟო სამუშაოებზე, ცალკეული სახის ძირითადი საშუალებების შეძენაზე და

მისი ანალოგიური სხვა ხარჯები, რომლებიც უზრუნველყოფს ინვესტირების ობიექტის მოშზადებას ექსპლუატაციისათვის.

- **პროექტის პოსტინვესტიციური (ექსპლუატაციო) სტადიის კაპიტალური ბიუჯეტი.** ბიუჯეტის ამ სახეში აისახება ინვესტიციური დანახარჯები საბრუნავი აქტივების ფორმირებაზე, ასევე მანქანებისა და მოწყობილობის პარკის გაფართოებაზე ოპერაციული საქმიანობის სიდიდის გაღიდების პროცესში.



ნახ. 6.14. ინვესტიციური დანახარჯების საერთო მოცულობის სამაგალითო განაწილების გრაფიკი პროექტის სასიცოცხლო ციკლის სტადიების მიხედვით

კაპიტალური დანახარჯების სიდიდე პროექტის სასიცოცხლო ციკლის ცალკეული სტადიების მიხედვით ძალზე არათანაბარია, რითიც შეიძლება გრაფიკული ილუსტრირება მოხდეს (ნახ. 6.14.).

2. დანახარჯების ცენტრების მიხედვით კაპიტალური ბიუჯეტები დიფერენცირდება მსხვილი ინვესტიციური პროექტების მიხედვით ქვედანაყოფების შესაბამისი სტრუქტურიზაციის გათვალისწინებით, რომელიც უზრუნველყოფს პროექტის რეალიზაციას. ამ პროექტების მიხედვით დანახარჯთა ცენტრები ფორმირდება როგორც წესი, ფუნქციონალური ნიშნით სტრუქტურული ერთეულების და ქვედანაყოფების ჭრილში, რომლებიც ახორციელებენ საპროექტო-საკონსტრუქტორო სამუშაოებს, მატერიალურ-ტექნიკურ უზრუნველყოფას, სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოებს და ა.შ. პროექტის საექსპლუატაციო სტადიაზე დანახარჯების ცენტრების მიხედვით გამოყოფილი ბიუჯეტებთან ერთად ანალოგიური სახის ბიუჯეტები ჯალიბდება მოგების ცენტრების მიხედვით.

3. სამუშაოების განხორციელების ეტაპების მიხედვით კაპიტალური ბიუჯეტები დიფერენცირდება სამუშაოების სახების გამსხვილებული დაჯგუფებების მიხედვით რომლებიც გათვალისწინებულია პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმით.

4. დამუშავების პერიოდის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის კაპიტალურ ბიუჯეტებს:

- საგეგმო კაპიტალური ბიუჯეტი — დგება პროექტის რეალიზაციის შესაბამისი საგეგმო პერიოდის დადგომამდე და მიმართულია ამ რეალიზაციის ფინანსურ უზრუნველყოფაზე.
- საანგარიშსწორებო კაპიტალური ბიუჯეტი — დგება პროექტის რეალიზაციის ცალკეული ეტაპების დასრულებისას ან მთელი საგეგმო პერიოდის დასრულებისას შესაბამისი საგეგმო ბიუჯეტის შესრულების მსვლელობაზე კონტროლის მიზნით.

5. **დამუშავების სტადიების მიხედვით** გამოიყოფა კაპიტალური ბიუჯეტების შემდეგი სახეები:

- **წინასწარი კაპიტალური ბიუჯეტი** იგი ემსახურება საინვესტიციო რესურსების ფორმირების წყაროების და ხარჯების ძირითადი მიმართულებების განხილვას, ინვესტიციური პროექტის კონკრეტული შესრულებლების მიხედვით, ასეთი განხილვის შემდეგ იგი ექვემდებარება აუცილებელ კორექტირებას;

  საბოლოო კაპიტალური ბიუჯეტი. ასეთი სახის ბიუჯეტი ღებულობს საგეგმო დოკუმენტის ფორმას და ექვემდებარება შესრულებას.

6. დამუშავების მეთოდის მიხედვით კაპიტალური ბიუჯეტების სისტემაში გამოყოფენ:

• **სტაბილური კაპიტალური ბიუჯეტი,** ასეთი ბიუჯეტი არ იცვლება პროექტის რეალიზაციისას ცალკეული სამუშაოების მოცულობის ცვლილებისას. (მაგ.: დანახარჯების ბიუჯეტი ინვესტირების ობიექტის პროექტირების მიხედვით).

• **მოქნილი კაპიტალური ბიუჯეტი.** ბიუჯეტის ეს სახე ითვალისწინებს საგეგმო კაპიტალური დანახარჯების დადგენას არა მკაცრად ფიქსირებული თანხით, არამედ დანახარჯების ნორმატიების სახით რაც დაკავშირებულია ინვესტიციური პროექტის რეპოზიციასთან (მაგ.: დანახარჯების ბიუჯეტი საპროექტო სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოებზე). ამ შემთხვევაში დანახარჯები მთლიანად იგეგმება კაპიტალურ ბიუჯეტში შემდეგი ალგორითმის მიხედვით.

$$SCEt = CEu + CEc\ X\ VBI, \qquad (6.18)$$

სადაც ***SCEt*** – კაპიტალური დანახარჯების საერთო სიდიდე კონკრეტული საინვესტიციო ცენტრზე დაყვანით (დანახარჯები);

CEu – უცვლელი კაპიტალური დანახარჯების საგეგმო მოცულობა ბიუჯეტის შემადგენლობაში;

CEc – ცვალებადი კაპიტალური დანახარჯების დადგენილი ნორმატიები სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების ერთეულზე ბიუჯეტის შემადგენლობაში;

VBI – სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების მოცულობა, რომელიც ხორციელდება ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის პროცესში;

საინვესტიციო პროგრამების რეალიზაციის კაპიტალური ბიუჯეტის შემუშავების ამ მეთოდის გამოყენებისას გათვალისწინებული უნდა იყოს საინვესტიციო რესურსების განსაზღვრული რეზერვი კაპიტალური დანახარჯების სიდიდის შესაძლო გადიდებაზე (სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების დაჩქარების ფონზე).

ინვესტიციური პროექტის კაპიტალური ბიუჯეტის ამოცანები

ინვესტიციური პროექტის კაპიტალური ბიუჯეტის შემუშავება მიმართულია ორი ძირითადი ამოცანის გადაწყვეტაზე:

1. დანახარჯების სტრუქტურისა და სიდიდის განსაზღვრა ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმის ცალკეული ეტაპების ჭრილში;

2. ამ ხარჯების დაფარვისათვის საჭირო საინვესტიციო რესურსების ნაკადების უზრუნველყოფა სახსრების საერთო სიდიდის ჩარჩოებში, რაც გამიზნულია საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის დაფინანსებისათვის;

ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის ბიუჯეტის დამუშავებისათვის ამოსავალი წინაპირობებია:

ა) ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმა;

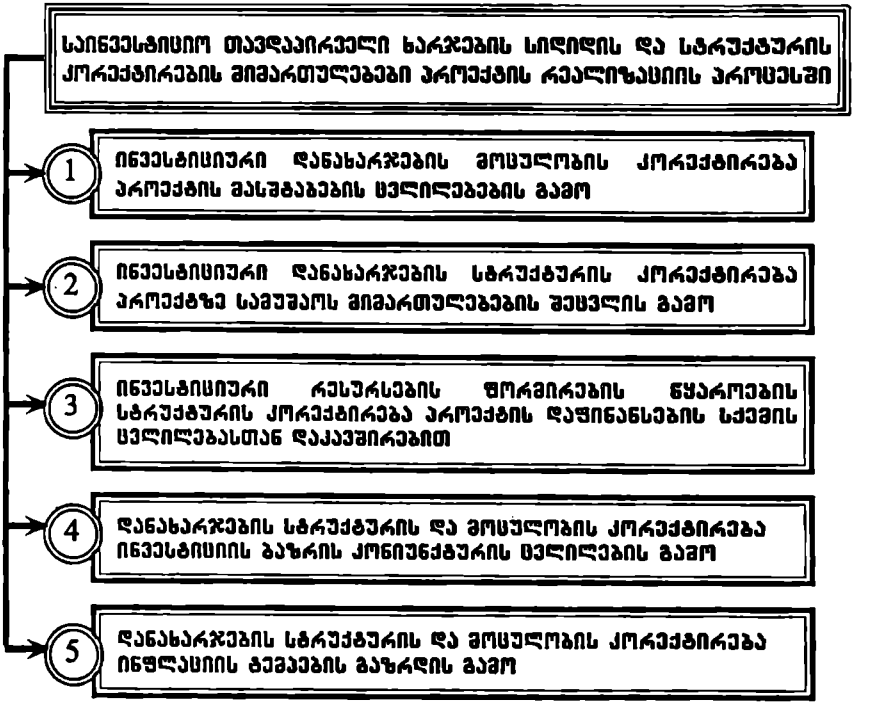
ბ) დანახარჯების ნუსხა ცალკეული სამუშაოების შესრულებაზე, ნედლეულის, მასალების, მექანიზმების და მოწყობილობის შეძენაზე, რომლებიც შემუშავებულია კალენდარული გეგმის ცალკეული ფუნქციონალური ბლოკების ჭრილში.

ე)ინვესტიციური პროექტის საერთო სტრატეგია და დაფინანსების გეგმა;

გ) საინვესტიციო ნაკადების წინასწარი გრაფიკი, რომელიც შედგენილია პროექტის ბიზნეს-გეგმის შემუშავების ეტაპზე.

დ) ინვესტორის ფინანსური მდგომარეობა მიმდინარე პერიოდში.

კაპიტალური-ბიუჯეტის დამუშავების პროცესი დამყარებულია ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდისა და სტრუქტურის გათვლაზე საპროექტო ციკლის ცალკეული ეტაპების მიხედვით, რომელიც ხორციელდება პროექტის ღირებულების განსაზღვრის დროს. ასევე, საპროექტო რისკების შეფასების განყოფილებაში, გარე საინვესტიციო გარემოს ფაქტორების ზემოქმედების შედეგად და საწარმოს შიდა პოტენციალის ცვლილების შედეგად, რეალიზებული პროექტის ამოსავალი და საშედეგო მაჩვენებლები შეიძლება არსებითად შეიცვალოს, ვინაიდან ამ ფაქტორებს შეუძლიათ შექმნან დამატებითი შესაძლებლობები პროექტის გაფართოებისათვის ან პირიქით, მის შესაკეთად. ამასთან დაკავშირებით, თავდაპირველად ინვესტიციური დანახარჯების გათვლილ, სიდიდესა და სტრუქტურაში ბიუჯეტირების პროცესში შეიძლება შეტანილი იყოს განსაზღვრული კორექტივები. ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდე და სტრუქტურის ძირითადი მიმართულებები პროექტის მიხედვით მისი რეალიზაციის პროცესში მოტანილია ნახ. 6.15.:



ნახ. 6.15. პროექტზე დანახარჯების თავდაპირველი ხარჯების სიდიდის კორექტირების ძირითადი მიმართულებები პროექტის რეალიზაციის პროცესში

ინვესტიციური პროექტის კაპიტალური ბიუჯეტის ანგარიშება

ინვესტიციური პროექტის განხორციელების კაპიტალური ბიუჯეტი ორი განყოფილებისაგან შედგება. 1) კაპიტალური დანახარჯები, და 2) სახსრების შემოსულა (საინვესტიციო რესურსები).

კაპიტალური ხარჯების სიდიდე და სტრუქტურა განისაზღვრება ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის უზრუნველყოფის გათვალისწინებით გათვალისწინებული სამშენებლო მოცულობით,

ტექნოლოგიისა და ტექნიკური აღჭურვის დონეზე ამ დანახარჯების ზედმეტი სიდიდის თავიდან აცილების პირობებში.

ვინაიდან ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდე და სტრუქტურა მიახლოებით განისაზღვრება ინვესტიციური პროექტის ბიზნეს გეგმის დასაბუთების სტადიაზე, ამიტომ ბიუჯეტის განყოფილების: **„კაპიტალური დანახარჯები"** დამუშავება მოიცავს ჩვეულებრივ 4 პროცედურას:

1) ბიზნეს გეგმის მიერ განსაზღვრული ინვესტიციური დანახარჯების საერთო მოცულობიდან მათი იმ წილის გამოკლება, რომელიც ეხება განსახილველ მიმდინარე პერიოდს (თუკი საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის ხანგრძლივობა აღემატება ერთ წელს);

2) მიმდინარე პერიოდის ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდის დაზუსტება იმ კორექტივების გათვალისწინებით, რაც მოიჯარემ შეიტანა სამუშაოების ტექნოლოგიაში;

3) ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდისა და სტრუქტურის დაზუსტება ფასების ინდექსის ცვლილებასთან დაკავშირებით პროექტის ბიზნეს-გეგმის მაჩვენებლების დამტკიცების შემდეგ;

4) ინვესტიციური დანახარჯების პირველსაწყისი ხარჯების პირველსაწყისი დონის დაზუსტება ფინანსური სახსრების რეზერვის გათვალისწინებით, რომელიც გათვალისწინებულია დამკვეთთან ხელშეკრულებაში გაუთვალისწინებელი ხარჯების დასაფარავად (საინვესტიციო რისკების შიდა დაზღვევის წესით). ამ რეზერვის სიდიდე კაპიტალური ბიუჯეტის დამუშავებისას უნდა განისაზღვროს მხოლოდ იმ კატეგორიის ხარჯების გათვალისწინებით, რომლებიც შევიდნენ ინვესტიციური რისკების პირველსაწყის შეფასებაში.

სახსრების შემოსვლის კაპიტალური ბიუჯეტის შემუშავებისას მოიცავს საინვესტიციო რესურსების გეგმურ ნაკადს ცალკეული წყაროების ჭრილში: ინვესტორის საკუთარი სახსრები (მოგება, საამორტიზაციო ანარიცხები, შემოსაეალი მწყობრიდან გამოსული ქონების რეალიზაციიდან, და ა.შ.). მოზიდული საპაიო ან აქციონერული კაპიტალი, ბანკის კრედიტები, ლიზინგი, ხელშეკრულება და ა.შ. ბიუჯეტის განყოფილების: **„სახსრების შემოსვლა"** დამუშავების პროცესი გაითვალისწინებს შემდეგ პროცედურებს:

1) სახსრების შემოსვლის საერთო სიდიდის დაზუსტება. ეს მაჩვენებელი უნდა კოორდინაციაში მოვიდეს ინვესტიციური დანახარჯების საერთო სიდიდის მაჩვენებელთან ბიუჯეტის პირველი განყოფილების მიხედვით.

2) სახსრების შემოსვლის წყაროების სტრუქტურის დაზუსტება (თუკი იცვლება მისი საერთო მოცულობის მაჩვენებელი).

3) ბიუჯეტის შემოსაელების ნაწილის ფორმირებისას ცალკეული პერიოდების მიხედვით სახსრების შემოსვლის მაჩვენებლის სიდიდის შეპირისპირების უზრუნველყოფა ინვესტიციური დანახარჯების სიდიდესთან, რაც გათვალისწინებულია ცალკეულ პერიოდებში სამუშაოთა შესრულების კალენდარული გეგმების შესაბამისად.

კაპიტალური ბიუჯეტის შემუშავება საშუალებას იძლევა არა მარტო ოპერატიულად მოხდეს ფულადი ნაკადების კორექტირება, არამედ განხორციელდეს ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის ეფექტიანი პოლიტიკა მიმდინარე პერიოდში.

სანარმოს საინვესტიციო პროგრამის კორექტირების აუცილებლობა

საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის ოპერატიული მართვის სისტემაში შედის ღონისძიებები არა მარტო მისი წარმატებული რეალიზაციის თვალსაზრისით, არამედ მისი მიმდინარე კორექტირებით. ყოველი ინვესტორი, რომელიც ახორციელებს რეალურ ინვესტირებას, მისი განვითარების მიზნით, უნდა ცდილობდეს გაატმჯობესოს თავისი საინვესტიციო პოზიციები რეალიზებული საინვესტიციო პროექტების ეფექტიანობის ობიექტური შეფასების გზით და კაპიტალის თავისდროული რეინვესტირებით არასელსაყრელი გარემოებების დადგომისას ცალკეული პროექტებისათვის მათ საინვესტიციო ან პოსტსაინვესტიციო (საექსპლუატაციო) სტადიებზე. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის კორექტირების აუცილებლობა დაიშვება თანამედროვე პირობებში, მინიმუმ, ორი არსებითი მიზეზით.

პირველი მათგანი დაკავშირებულია ტექნოლოგიურ პროგრესთან, რომელიც ცლინდება საინვესტიციო ბაზარზე უფრო მწარმოებლური საინვესტიციო საქონლის და კაპიტალის დაბანდების უფრო ეფექტიანი ობიექტების გამოჩენით. ბუნებრივია, რომ საბაზრო კონკურენციის პირობებში ინვესტორი ეცდება მოახდინოს თავისი საინვესტიციო პროგრამის რეკონსტრუქცია ცალკეული ინვესტიციური პროექტის ან საქონლის როტაციის გზით მისი საერთო ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით. ამ შემთხვევაში მისი მოქმედების წესი რეალური ინვესტიციების პროგრამის ფორმირების საერთო პრინციპების ანალოგიურია — გამომდინარე მათი საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნებიდან და არსებული და ახალი საინვესტიციო აქტივების ეფექტიანობის შეფასების შედარებისას.

ამ დროს საჭიროა მოხდეს პროგრამის შემადგენლობის ოპტიმიზაცია ცვალებადი გარემოებების გათვალისწინებით. მეორე მიზეზი დაკავშირებულია ცალკეული რეალიზებული ინვესტიციური პროექტების მოსალოდნელი ეფექტიანობის არსებით შემცირებასთან შიდა ფინანსური გარემოს ან საწარმოს შიდა განვითარების ფაქტორების ცვალებად პირობებში. ამ შემთხვევაში საწარმოს ხშირად უხდება საინვესტიციო პროგრამიდან ამოიღოს ცალკეული რეალური ინვესტიციური პროექტი.

მმართველობითი გადაწყვეტილების დასაბუთება, რომელიც ეხება საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური ინვესტიციური პროექტების ამოღებას, მეტად საპასუხისმგებლო და რთული პროცესია. ასეთი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღებისადმი ამაღლებული პასუხისმგებლობა დაკავშირებულია იმასთან, რომ ისინი ხშირად იწვევენ არა მარტო მოსალოდნელი საინვესტიციო შემოსავლის, არამედ დაბანდებული კაპიტალის ნაწილის დაკარგვას. ასეთი გადაწყვეტილებების მიღების სირთულე დაკავშირებულია იმასთან, რომ იგი უნდა ემყარებოდეს არა მარტო საინვესტიციო ბაზრის მიმდინარე კონიუქტურის მოქნილ ანალიზს, არამედ მისი შემდგომი განვითარების პროგნოზს, რამდენადაც საინვესტიციო პროგრამის ცალკეული შემადგენელი ელემენტის ეფექტიანობის შეფასება შეიძლება ატარებდეს დროებით ხასიათს.

რეალური ინვესტიციური პროექტების შერჩევის მართვის ძირითადი ეტაპები

გადიდებული პასუხისმგებლობა და მმართველობითი გადაწყვეტილების მიღების სირთულე, რომელიც დაკავშირებულია საინვესტიციო პროგრამიდან ცალკეული ინვესტიციური პროექტის ამოღებასთან, განსაზღვრავს მაღალ მოთხოვნებს იმ საინვესტიციო მენეჯერების კვალიფიკაციის დონის მიმართ, რომლებიც ღებულობენ ასეთ გადაწყვეტილებებს. ეკონომიკის რეალური სექტორის მსხვილ საწარმოებში, რომლებიც ახორციელებენ საინვესტიციო საქმიანობის დიდი მოცულობით, მუშაედება სპეციალური მოდელები ასეთი გადაწყვეტილებების მისაღებად არამედ მისი რეალიზაციის პროცედურები (ნახ. 7.25):

1. საწარმოს ცალკეული ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის ეფექტიანობის შეფასება ხორციელდება ყოველი მათგანის განხორციელების მსვლელობის მონიტორინგის პროცესში. ეს მონიტორინგი მოიცავს რეალური პროექტის რეალიზაციის საინვესტიციო სტადიას, რომლის პროცესში განისაზღვრება კალენდარული გეგმის დავალებების შესრულების კაპიტალური და სხვა დაკვირვებადი პარამეტრების მაჩვენებლები.

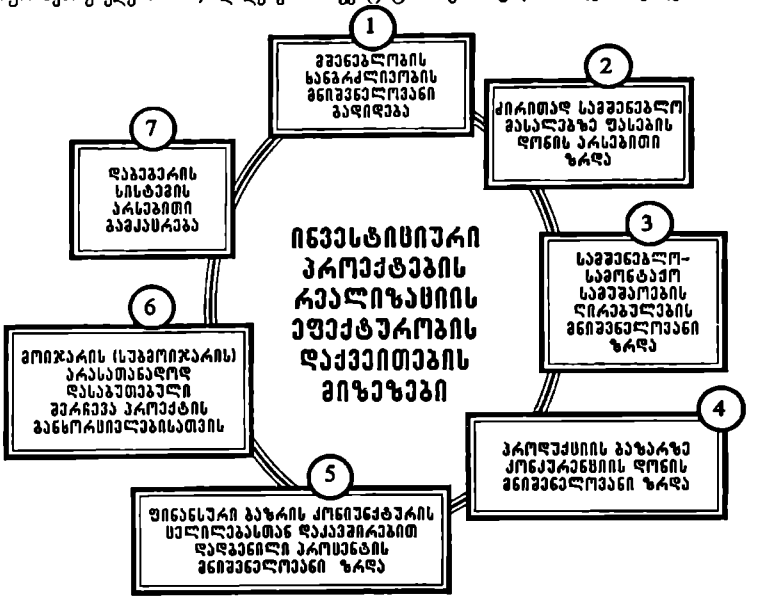
საინვესტიციო სტადიაზე პროექტის რეალიზაციის მაჩვენებლების ფაქტობრივი გადახრის გათვალისწინებით მათი გათვალისწინებული სიდიდიდან, განისაზღვრება ცალკეული ნეგატიური გადახრის გავლენა ეფექტიანობისა და რისკის ეფექტიანობისა საბოლოო მაჩვენებლებზე პროექტის ექსპლუატაციის მიმდინარე სტადიაზე.

ცალკეული ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობის ღაქვეითების ძირითადი მიზეზები

2. იმ მიზეზების დადგენა, რომლებიც განაპირობებენ საწარმოს ცალკეული ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის ეფექტიანობის შემცირებას, ხორციელდება, როგორც წესი, პროექტების ხელმძღვანელების და საინვესტიციო მენეჯერების მიერ (საჭირო შემთხვევაში ხდება დამოუკიდებელი ექსპერტების მოწვევა). ამ მიზეზებიდან მთავარია შემდეგი. (ნახ. 6.16.).

- მშენებლობის ხანგრძლივობის მნიშვნელოვანი გაღიდება. იგი იწვევს ინვესტიციური დანახარჯე-ბის

სიდიდის გადახარჯვას, პროექტს უქმნიან დამატებით რისკს, რაც დაკავშირებულია გარე ფაქტორების ნეგატიურ ზემოქმედებასთან, ადიდებენ საინვესტიციო შემოსავლის მიღების ვადებს.



ნახ.6.16. ცალკეული რეალური ინვესტიციური პროექტის განხორციელების ეფექტიანობის დაქვეითების ძირითადი მიზეზები

• **ფასების დონის არსებითი ზრდა ძირითად სამშენებლო მასალებზე.** ცალკეულ პერიოდებში (სამშენებლო სეზონი, ბაზარზე მიწოდების სიდიდის შემცირება და ა.შ.) ფასების ზრდა ძირითადი სახეობის სამშენებლო მასალებზე შეიძლება იყოს ინფლაციის საერთო ინდექსის გაზრდის მიზეზი. თუკი ასეთი პერიოდი ემთხვევა ინვესტიციური პროექტის განხორციელების სამშენებლო ციკლის პიკს, მისი რეალიზაციის ეფექტიანობა არსებითად შემცირდება ინვესტიციური დანახარჯების ზრდის გამო (საინვესტიციო შემოსაელების მოსალოდნელი მაჩვენებლების უცვლელობის პირობებში).

• **სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების შესრულების ღირებულების მნიშვნელოვანი ზრდა.**

• იგი იწვევს იგივე ნეგატიურ შედეგებს ინვესტიციური პროექტის ეფექტიანობასთან მიმართებაში, რასაც წინათგანხილული შემთხვევა იწვევდა.

• **პროდუქციის ბაზარზე კონკურენციის დონის მნიშვნელოვანი ზრდა.** იგი შეიძლება განხორციელდეს ანალოგიური პროდუქციის სამამულო მწარმოებლების ან იმპორტის გამო. ამან შეიძლება გამოიწვიოს ფასების დონის დაწევა პროდუქციაზე, რომლის ზრდას საწარმო ახდენს ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის ხარჯზე. ინვესტიციური დანახარჯების უცვლელი დონის პირობებში ეს განაპირობებს საინვესტიციო შემოსაელის საანგარიშგებო დონისა და ოდენობის შემცირების პროექტის თანმიმდევრული ექსპლუატაციის პროცესში.

• **ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებასთან დაკავშირებული საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელოვანი ზრდა.** იგი ნეგატიურ ეკონომიკურ გაელენას ახდენს იმ ინვესტიციურ პროექტებზე, რომელთა დაფინანსების წყაროების დიდი ხვედრითი წილი ნასესხები რესურსებია. ინვესტიციური დანახარჯების ზრდა აქ ერთდროულად ზრდის საწარმოს გადახდისუნარიანობის რისკს.

• **მოიჯარის (სუბმოიჯარის) პროექტის არასათანადოდ დასაბუთებული შერჩევა.** სამშენებლო გამოცდილება, სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების განხორციელების ტექნოლოგია მოიჯარის, (სუბმოიჯარის) მიერ გამოყენებული მექანიზმების პარკი შეიძლება არ შეესაბამებოდეს კონკრეტული ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის თავისებურებებს. ეს, როგორც წესი, იწვევს მშენებლობის ხანგრძლივობის გადიდებას, სამუშაოების დაბალი დონე (რომელიც შედეგობრივად აისახება ობიექტის ეფექტიანობის ეფექტიანობაზე) და ინვესტიციური დანახარჯების საგრძნო მოცულობის დაუგეგმაჟი გადახარჯვა.

• **საგადასახადო დაბეგვრის სისტემის არსებითი გამკაცრება.** იგი განაპირობებს არა მარტო წმინდა დაყვანილი დანახარჯების შემცირებას, არამედ შეუძლია საერთოდ გამოიწვიოს შესაბამისი საინვესტიციო საქმიანობის სტიმულირება.

3. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური პროექტების გასვლის კრიტერიუმების სისტემის ფორმირება

საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური პროექტების გასვლის კრიტერიუმების სისტემის ფორმირება ემყარება ადრე განხილული მთავარ კრიტერიუმებს და შეშზღუდავ პირობებს, რომლებიც ჩნდება ინვესტიციური პროექტების შერჩევისას საინვესტიციო პროგრამებისათვის.

ასეთი გადაწყვეტილების მიღებისათვის ძირითად კრიტერიუმებად გამოდის წმინდა დაყვანილი შემოსაველის მოსალოდნელი მნიშვნელობა ან შემოსაველიანობის შიდა განაკეთი ინვესტიციური პროექტის მიხედვით მისი რეალიზაციის ცვალებად პირობებში. საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის გაგრძელება. შეიძლება მხოლოდ შემდეგი მოთხოვნების დაცვის შემთხვევაში.

ა) წმინდა დაყვანილი შემოსაველი უნდა იყოს დადებითი სიდიდე.

ბ) შემოსაველიანობის შიდა განაკეთი პასუხობს შემდეგ უტოლობას:

$$IRP > MP + Pr + Pl, \qquad (6.20)$$

სადაც ***IRP*** – შემოსაველიანობის შიდა განაკეთის განხილული მნიშვნელობა ინვესტიციური პროექტის მიხედვით მისი რეალიზაციის ცვალებად პირობებში;

MP – საშუალო საპროცენტო განაკეთი (ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით) ფინანსურ ბაზარზე;

Pr – რისკისათვის პრემიის დონე, რომელიც დაკავშირებულია რეალური ინვესტირების განხორციელებასთან %-ში;

Pl – ინვესტიციური პროექტის განხორციელების ხანგძლიეობის პროგნოზირებული ზრდის მხედველობაში მიღებით (გათვალისწინებით) ლიკვიდობისათვის პრემიის დონე.

ძირითად კრიტერიუმებთან ერთად შეიძლება გამოყენებული იყოს დამატებითი კრიტერიუმების სისტემა, რომლის მიხედვითაც ხდება საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური ინვესტიციური პროექტის ამოღება. ასეთი კრიტერიუმები შეიძლება იყოს:1.

- საინვესტიციო ციკლის ხანგრძლივობის გადიდება ობიექტის ეფექტიანი ექსპლუატაციის დაწყებამდე. (მაგ.: 3 წელზე ზევით).

  ინვესტიციების გამოსყიდვის პერიოდის გადიდება პროექტის მიხედვით (მაგ.: ხუთ წელზე მეტი).

  პროექტის დასაბუთებაში გათვალისწინებული ექსპლუატაციის შესაძლო ვადის შემცირება (მაგ.: 30%-ზე მეტად).

  კომპანიის იმიჯის შემცირება ადრე გაუთვალისწინებელი გარემოებების გამო, რაც დაკავშირებულია ინვესტიციური პროექტის შერჩევასთან და რეალიზაციასთან და სხვ.

ზემოთ მოტანილი დამატებითი კრიტერიუმების რიცხვით მნიშვნელობას ყოველი საწარმო ადგენს დამოუკიდებლად თავისი საინვესტიციო საქმიანობის მიზნებისა და თავისებურებების გათვალისწინებით.

4. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური პროექტების გასვლის შედარებით ეფექტიანი ფორმების განსაზღვრა ხორციელდება იმ შემთხვევაში, თუკი სარეალიზაციო პროექტის მიხედვით

ზემოთაღნიშნული ფაქტორებიდან რომელიმეს (ან სხვა) ზემოქმედების შედეგად უნდა მოველოდეთ მაჟი ეფექტიანობის შემდგომ არსებით შემცირებას, ამ ფირმებიდან ძირითადია შემდეგი:

- პროექტის რეალიზაციაზე უარი სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების დაწყებამდე;
- ნაწილობრივად რეალიზებული ინვესტიციური პროექტის გაყიდვა დაუმთავრებელი მშენებლობის ობიექტის ფორმით;
  საინვესტიციო ობიექტის გაყიდვა მისი ექსპლუატაციის დასაწყის სტადიაზე მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსის ფორმით;
  ინვესტიციური პროექტის რეალიზაციის ნებისმიერ სტადიაზე დამატებითი გარე საპაიო კაპიტალის მოზიდვა ინვესტიციებში მისი მინიმალური საპაიო წილით;
  ინვესტიციური პროექტის აქციონირება მისი რეალიზაციის ნებისმიერ სტადიაზე სააქციო კაპიტალის ოდენობაში მისი წილის მინიმიზაციით. (თუკი პროექტი სტრუქტურულად შეიძლება გამოიყოს მიზნობრივი ქონებრივი კომპლექსის სახით);
  შეწყვეტილი ინვესტიციური პროექტის ცალკეული სახის აქტივების ცალკე გაყიდვა;
  საწარმოს მიერ გაკოტრების ინიციირებული პროცედურა (რეალური პროექტის ექსპლუატაციის პოსტსაინვესტიციო სტადიაზე).

5. მმართველური გადაწყვეტილების მიღების და რეალიზაციის პროცედურების შემუშავება, რაც დაკავშირებულია საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური პროექტების ამოღებასთან, ითვალისწინებს:

- საკუთარი და დამოუკიდებელი ექსპერტების შემადგენლობის განსაზღვრა, რომლებიც მონაწილეობას მიიღებს შესაბამისი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მოშზადებაში;
  საწარმოს უმაღლესი მენეჯერების შემადგენლობის განსაზღვრა, რომელთაც უფლება აქვთ მიიღონ ასეთი გადაწყვეტილება;
  ასეთი გადაწყვეტილებების მიღების ზღვრული ვადების განსაზღვრა ცალკეული რეალიზებული პროექტების ეფექტიანობის შემცირებისას;
  ასეთი გადაწყვეტილებების რეალიზაციის საუკეთესო ფორმების განსაზღვრა რეალიზებული საინვესტიციო პროექტის სალიკვიდაციო ღირებულების მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფის პოზიციებიდან;
- ასეთი გადაწყვეტილებების რეალიზაციის შედარებით მისაღები ვადების შერჩევა.

საწარმოს საინვესტიციო პროგრამიდან ინვესტიციური **პროექტის სწრაფი „გასვლის" შესაძლებლობები და ფორმები** უნდა განიხილოს, ჯერ კიდევ მისი დამუშავების სტადიაზე (საინვესტიციო რისკების შეფასებისა და დაზღვევით) – ასეთი გასვლის კონკრეტული ფორმების შერჩევის პროცესში უნდა ამოვიდეთ ეკონომიკური კრიტერიუმებიდან და პირველ რიგში – საინვესტიციო კაპიტალის დანაკარგების მინიმიზაციიდან.

დაგეგმილი საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების უზრუნველყოფის მიზნით საინვესტიციო პროგრამიდან რეალური ინვესტიციური პროექტის გასვლის შესახებ გადაწყვეტილების დასაბუთების პარალელურად უნდა მომზადდეს გადაწყვეტილება კაპიტალის რეინვესტირების უფრო ეფექტიანი შესაძლო ფორმების შესახებ.

მეშვიდე თავი. საინვესტიციო რისკების შეფასება და მათი გათვალისწინება საინვესტიციო საქმიანობაში

მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიზანია ამ საქმიანობიდან მიღებული შემოსავლის გადიდება საინვესტიციო დაბანდებათა რისკის მინიმალური დონის პირობებში. შემოსაელიანობისა და რისკის ოპტიმალურად შეხამების ძიება გულისხმობს უამრავი განსხვაეებული ფაქტორის მოქმედების გათვალისწინების აუცილებლობას, რაც მეტად რთულს ხდის ამ ამოცანას. ამაეე დროს, ამ პრობლემის გადაჭრა ნებისმიერი ეკონომიკური საქმიანობის ეფექტიანობის პირობაა.

7.1. საინვესტიციო რისკების არსი

საინვესტიციო რისკი ფინანსური დანაკარგების წარმოქმნის ალბათობაა, რომლებსაც საინვესტიციო საქმიანობის პირობათა გაურკვეელობის გამო, კაპიტალის შემცირების ან შემო-საელისა და მოგების დაკარგვის სახე შეიძლება ჰქონდეს.

როგორც ცნობილია, შემოსაელიანობა და რისკი ურთიერთდაკაეშირებული კატეგორიებია. ინვესტორის საქმიანობის მოსალოდნელ შემოსაელიანობასა და დასაშეებ რისკს შორის ურთიერთკაეშირის ამსახველი ყეელაზე უფრო ზოგადი კანონზომიერებები შემდეგია:

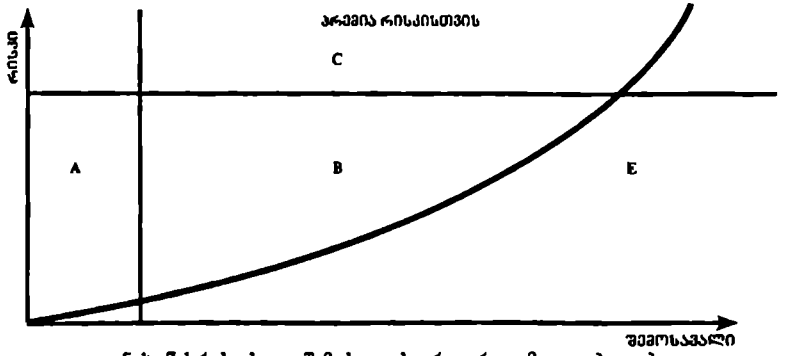
- ყეელაზე უფრო სარისკო დაბანდებებს, როგორც წესი ახასიათებს უფრო მაღალი შემოსაელიანობა;
- შემოსაელის მატებისას მცირდება მისი მიღების ალბათობა, მაშინ როდესაც მინიმალურად გარანტირებული გარკეეული შემოსაელის მიღება პრაქტიკულად ურისკოდაა შესაძლებელი.

შემოსაელისა და რისკის თანაფარდობის ოპტიმალობა ნიშნავს მაქსიმუმის მიღწეას კომბინაციისთვის „შემოსაელიანობა – რისკი“ ან მინიმუმის მიღწეას კომბინაციისათვის „რისკი-შემოსაელიანობა“ ამ დროს ერთდროულად უნდა სრულდებოდეს ორი პირობა:

1. შემოსაელიანობისა და რისკის არცერთ სხეა თანაფარდობას არ შეუძლია მეტი შემოსაელიანობის უზრუნეელყოფა რისკის მოცემული ან უფრო ნაკლები დონის დროს;

2. შემოსაელიანობისა და რისკის არცერთ სხეა თანაფარდობას არ შეუძლია ნაკლები რისკის უზრუნეელყოფა შემოსაელიანობის მოცემული ან უფრო მეტი დონის დროს.

7.1. სურათზე ნაჩეენებია, რომ ერთი რისკისა და შემოსაელის ერთი წყაროს მიღების დაშეების შემთხვეევაში არსებობს მხოლოდ ერთი ასეთი შეხამება – E წერტილი.



ნახ. 7.1 რისკისა და შემოსაელის ურთიერთდამოკიდებულება

მაგრამ რადგანაც საინვესტიციო საქმიანობა პრაქტიკულად უკავშირდება უამრავ რისკსა და რესურსების სხვადასხვა წყაროს გამოყენებას, მატულობს ოპტიმალურ თანაფარდობათა რაოდენობა. ამის გამო რისკსა და შემოსავალს შორის წონასწორობის მიღწევისათვის აუცილებელია ნაბიჯ-ნაბიჯ ამოხსნის მეთოდის გამოყენება თანმიმდევრულ მიახლოებათა გზით. საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელება მოითხოვს არა მარტო ცნობილი რისკის მიღებას, არამედ გარკვეული შემოსავლის უზრუნველყოფასაც. თუკი დავუშვებთ, რომ მინიმალურ რისკს შეესაბამება მინიმალურად აუცილებელი შემოსავალი, მაშინ შეგვიძლია გამოვყოთ რამდენიმე ისეთი სექტორი, რომლებიც შემოსავლისა და რისკის გარკვეულ კომბინაციას ახასიათებს: A, B, C.

A სექტორი, რომელშიც დაბანდებები არ უზრუნველყოფს მინიმალურად აუცილებელ შემოსავალს, შეგვიძლია განვიხილოთ არასაკმარისი შემოსავლიანობის არედ. C სექტორში ფუნქციონირება უკავშირდება მაღალ რისკებს, რომლებიც ამცირებენ მოსალოდნელი მაღალი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობას. ამიტომ C სექტორი შეგვიძლია მომატებული რისკის არედ განვიხილოთ. B სექტორში დაბანდებათა განხორციელება ინვესტორისათვის უზრუნველყოფს შემოსავლის მიღებას დასაშვები რისკის პირობებში. მაშასადამე, B სექტორი შემოსავლიანობისა და რისკს შორის თანაფარდობის ოპტიმალურ მნიშვნელობათა არეა.

საინვესტიციო საქმიანობა სხვადასხვა სახის რისკს უკავშირდება.

რისკის თეორიამ ინტენსიური განვითარება დაიწყო მეოცე საუკუნის 50-იან წლებში. რისკის ანალიზისადმი მიძღვნილი გამოკვლევების ყველაზე დიდი რაოდენობა ამერიკელ მეცნიერებს ეკუთვნის, თუმცა ეს საკითხი დასავლეთ ევროპის ქვეყნებშიც მუშავდებოდა. ჩვენში ამ საკითხზე მუშაობა დიდი ხანი არ არის რაც დაიწყო.

რისკი და განუსაზღვრელობა

საჭიროა განვასხვავოთ ცნებები **„რისკი“** და **„განუსაზღვრელობა“**. **განუსაზღვრელობა ეს არის არასრული, ან არაზუსტი ინფორმაცია პროექტის რეალიზაციის პირობებზე.** განუსაზღვრელობის ფაქტორები იყოფა შიდა და გარე ფაქტორებად. გარე ფაქტორებია — კანონმდებლობა, ბაზრის რეაქცია გამოშვებულ პროდუქციაზე, კონკურენტების მოქმედებები. შიდა ფაქტორებია — ფირმის პერსონალის კომპეტენტურობა, პროექტის მახასიათებლების განსაზღვრის მცდარობა და ა.შ. **რისკი — ესაა, პოტენციური, რიცხობრივად გაანგარიშებადი დანაკარგის შესაძლებლობა.** რისკის ცნებით ხასიათდება განუსაზღვრელობა, რომელიც უკავშირდება პროექტის რეალიზაციისას წარმოქმნილ არახელსაყრელ სიტუაციებსა და შედეგებს, ამასთან, აქ გამოიყოფა ობიექტური და სუბიექტური ალბათობების შემთხვევები.

უნდა აღვნიშნოთ მნიშვნელოვანი თავისებურებები, რომლებიც დაკავშირებულია ინვესტიციური პროექტის განუსაზღვრელობის გათვალისწინებასთან.

განუსაზღვრელობა არ შეიძლება განვმარტოთ როგორც პროექტის განხორციელების პირობების შესახებ ინფორმაციის უქონლობა, აქ იგულისხმება არსებული ინფორმაციის უკმარისობა და უზუსტობა. ყურადღება უნდა მიექცეს არა ინფორმაციის არარსებობას, არამედ მის არსებობას. არსებული ინფორმაცია უნდა იქნეს განხილული, როგორც ზუსტი და დასაბუთებული და უნდა გამოიყენებოდეს პროექტის შეფასებისას.

განუსაზღვრელობა შეიძლება ეხებოდეს არა მარტო ინფორმაციას პროექტის რეალიზაციის სამომავლო პირობების შესახებ, არამედ დაპროექტებისას უკვე გამოყენებულ ინფორმაციას განხორციელებული მოქმედებების შესახებ. ამიტომ განუსაზღვრელობის ფაქტორები უნდა იქნეს გათვალისწინებული პროექტის დასამუშავებლად საწყისი ინფორმაციის მომზადებისას, მისი რეალიზაციის შედეგების შეფასებისას და აგრეთვე ახალი ინფორმაციის მიღების საფუძველზე პროექტის რეალიზაციის მსვლელობის კორექტირებისას.

რისკის უფრო სრული დახასიათებისათვის მიზანშეწონილია დავაზუსტოთ ცნება **რისკის სიტუაცია.**

ცნება სიტუაცია შეიძლება განისაზღვროს, როგორც სხვადასხვა გარემოებათა და პირობათა ერთობლიობა, რომელიც შექმნის გარკვეულ მდგომარეობას საქმიანობის ამა თუ იმ სახეობისათვის. ხშირად ეკონომიკური პროცესების ფუნქციონირებას და განვითარებას ახლავს განუსაზღვრელობის ელემენტები. ეს განაპირობებს სიტუაციის წარმოშობას, რომელსაც არა აქვს ერთნაირა გადაწყვეტა. თუ არსებობს შესაძლებლობა რაოდენობრივად და ხარისხობრივად განვსაზღვროთ ამა თუ იმ ვარიანტის ალბათობის ხარისხი, სწორედ ეს იქნება რისკის სიტუაცია. უნდა აღინიშნოს, რომ რისკის სიტუაცია ხარისხობრივად განსხვავდება განუსაზღვრელობის სიტუაციისაგან. განუსაზღვრელობის სიტუაცია ხასიათდება იმით, რომ გადაწყვეტილებათა და მოვლენათა შედეგების ალბათობა ფაქტობრივად შეუძლებელია დადგინდეს.

ამგვარად, **რისკის სიტუაცია — ეს არის განუსაზღვრელობის სახესხვაობა, რომლის დროსაც გადაწყვეტილებათა და მოვლენათა შედეგების ალბათობა შეიძლება განისაზღვროს. რისკის და განუსაზღვრელობის ფაქტორების გავლენას ახდენენ საინვესტიციო პროექტის შინაარსზე, ასევე მისი ზეგავლენით ინვესტიციებს ეფექტიანობის შეფასების მეთოდი იცვლება. პროექტები, რომლებიც დამუშავდებიან და შეფასდებიან განუსაზღვრელობის გათვალისწინებით, გამოირჩევიან იმით, რომ მათი რეალიზაციის პირობები და შესაბამისი დანახარჯები და შედეგები ზუსტად ცნობილი არ არის.**

ინვესტირება ნებისმიერ პროექტში შეიცავს გარკვეულ რისკს, რაც აისახება საპროცენტო განაკვეთის ოდენობაში. პროექტი შეიძლება წარუმატებლად დასრულდეს, ე.ი. არ განხორციელდეს, იყოს არაეფექტური ან ნაკლებად ეფექტური, ვიდრე იყო მოსალოდნელი. რისკი უკავშირდება იმას, რომ შემოსავალი პროექტიდან არის შემთხვევითი და არა განსაზღვრული სიდიდე, ისევე როგორც ზარალის ოდენობა. მონაცემების დიდი ნაწილი, რომელიც აუცილებელია პროექტის ანალიზისათვის (დანახარჯების ელემენტები, ფასები, პროდუქციის გაყიდვის მოცულობა და სხვა) გაურკვეველია. მომავალში პროგნოზი შესაძლებელია შეიცვალოს როგორც უარესობისაკენ (მოგების შემცირება), ისე უკეთესობისაკენ. რისკის ანალიზი ითვალისწინებს ყველა სახის ცვლილებებს. პროექტის რეალიზაციის პროცესში ცვლილებებს განიცდიან შემდეგი ელემენტები: ნედლეულის და მასალების ღირებულება, კაპიტალური დანახარჯების ღირებულება, მომსახურების ღირებულება, გაყიდვების ღირებულება, ფასები და ა.შ. რაც უფრო დიდია პროექტის ფაქტორთა ცვლილებების დიაპაზონი, მით უფრო დიდ რისკთანაა დაკავშირებული პროექტი. საინვესტიციო პროექტის ანალიზისას საჭიროა რისკების ყოველგვარი სახეობის გათვალისწინება და პროექტის მთლიანი რისკის მინიმუმამდე დაყვანა.

რისკთან მიმართებაში ინვესტორები იყოფიან:

- ინვესტორები რომლებიც ეგუებიან რისკს (მზად არიან გადაიხადონ რისკის საფასური);
- რომლებიც არ ეგუებიან რისკს (მზად არიან გადაიხადონ იმაში, რომ აიცილონ რისკი);
- ნეიტრალურები რისკის მიმართ.

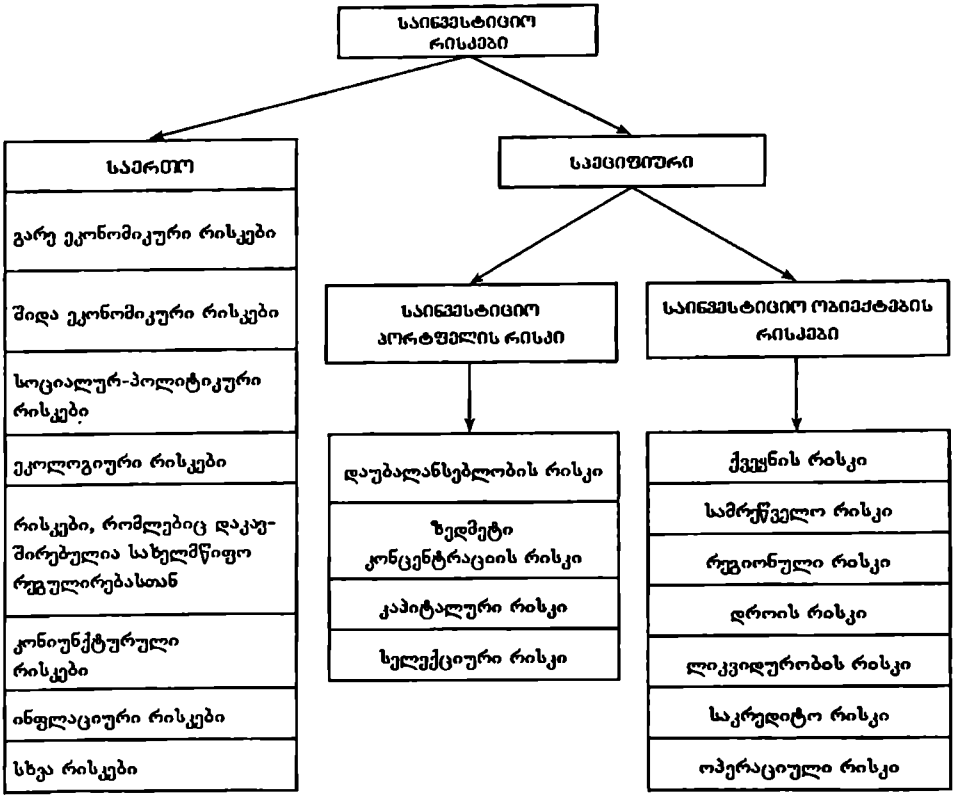
დამოკიდებულება რისკის მიმართ განისაზღვრება ინვესტირების მიზნებით, ასევე ინვესტორის ფინანსური მდგომარეობით. რისკის ანალიზი არის საინვესტიციო ექსპერტიზის აუცილებელი და მეტად მნიშვნელოვანი ეტაპი.

7.2. საინვესტიციო საქმიანობის რისკების კლასიფიკაცია

ინვესტირებისათვის ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი სპეციფიკური რისკების კლასიფიკაცია ზოგადი სახით 7.2 სურათზეა წარმოდგენილი.

საერთო რისკები იმ რისკებს მოიცავს, რომლებიც ერთნაირია საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მონაწილისა და ინვესტირების ყველა ფორმისათვის. მათ ის ფაქტორები განსაზღვრავს, რომლებზეც ინვესტორს არ შეუძლია გაავლენის მოხდენა ინვესტირების ობიექტების შერჩევის დროს. ამგვარ

რისკებს ინვესტიციური ანალიზის თეორიაში სისტემატურ რისკებს უწოდებენ. ძირითადი სახის საერთო რისკებს მიაკუთვნებენ საგარეო ეკონომიკურ რისკებს, რომლებიც საგარეო ეკონომიკურ საქმიანობაში ვითარების შეცვლის გამო წარმოიშობა, და შიდა ეკონომიკურ რისკებს, რომლებიც შიდა ეკონომიკური გარემოს შეცვლას უკავშირდება. ამგვარი რისკები, თავის მხრივ, რისკების უფრო კერძო სახესხვაობების სინთეზის სახით გვეელინება.



ნახ. 7.2. საინვესტიციო საქმიანობის რისკების კლასიფიკაცია

სოციალურ-პოლიტიკური რისკი იმ რისკების ერთობლიობას აერთიანებს, რომლებიც ჩნდება პოლიტიკური სისტემის შეცვლასთან, საზოგადოებაში პოლიტიკურ ძალთა განლაგების ცვლილებასთან და პოლიტიკურ არასტაბილურობასთან დაკავშირებით. პოლიტიკურ და ქვეყანასთან დაკავშირებულ რისკებს ინვესტორები თავის თავზე იღებენ მცირე ან მოკლევადიან დაბანდებათა შემთხვევაში და სათანადოდ ზრდიან საპროცენტო განაკვეთს. საინვესტიციო დაკრედიტების ან საპროექტო დაფინანსების დროს შესაძლებელია რისკის შემცირება სახელმწიფოს გარანტიების მიცემის ხარჯზე.

ეკოლოგიური რისკი იმ დანაკარგების შესაძლებლობაა, რომლებიც უკავშირდება ბუნებრივ კატასტროფებსა და ეკოლოგიური ვითარების გაუარესებას.

სახელმწიფოებრივი რეგულირების ღონისძიებებთან დაკავშირებული რისკები — მოიცავს საინვესტიციო საქმიანობის ადმინისტრაციული შეზღუდვის, ეკონომიკური ნორმატივების, დაბეგვრის, სავალუტო რეგულირების, საპროცენტო პოლიტიკის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებისა და საკანონმდებლო ცვლილებათა რისკებს.

კონიუნქტურული რისკი უკავშირდება საერთო ეკონომიკური ვითარების ან ცალკეულ ბაზრებზე არსებული მდგომარეობის არასასიკეთოთ შეცვლას. კონიუნქტურული რისკი შეიძლება წარმოიშვას, კერძოდ, ქვეყნის განვითარების ეკონომიკური ციკლის სტადიების ან ინვესტიციების ბაზრის განვითარების კონიუნქტურული ციკლების შეცვლის დროს.

ინფლაციის რისკი ჩნდება იმის გამო, რომ ინვესტირების ობიექტებში დაბანდებული ფულადი თანხები მაღალი ინფლაციის შედეგად შესაძლოა ვერ დაფაროს ინვესტირებიდან მიღებულმა შემოსავლებმა. ინფლაციის რისკი, როგორც წესი, თითქმის ყოველთვის აწვება ინვესტორებს (კრედიტორებს), რომლებიც ვალდებულნი არიან სწორად შეაფასონ ინფლაციური პროცესების განვითარების პერსპექტივები. ამიტომ საკარაუდო ობიექტების საინვესტიციო ოვისებების კვლევის დროს მიღებულია ინფლაციის საპროგნოზო ტემპების გათვალისწინება.

ინვესტიციების ეფექტიანობის მაჩვენებლებზე დიდ გავლენას ახდენს რესურსებისა და პროდუქტების მიხედვით ინფლაციის დონეებს შორის განსხვავებები (ინფლაციის არაერთგვაროვნება) და ინფლაციის დონის გადამეტება უცხოური ვალუტის კურსის ზრდაზე. მყარი ვალუტით ანგარიშსწორებაზე (ან საინვესტიციო დაპროექტების დროს ნატურალურ მაჩვენებლებზე) გადასვლა არ ხსნის ინფლაციის რისკის გათვალისწინების აუცილებლობას, რადგან ინფლაცია მოქმედებს პროექტის არამარტო ღირებულებით, არამედ ნატურალური სახით შედგენილ მაჩვენებლებზე: ინფლაციის მოქმედება ცვლის როგორც პროექტის განხორციელების ფინანსურ შედეგებს, ისე მის პარამეტრებსაც (საჭირო რესურსების, გაყიდვების და ა.შ. საგეგმო მოცულობებს). აღსანიშნავია, რომ ინფლაციის რისკების გათვალისწინებას დიდად ართულებს არსებული ინფორმაციის უზუსტობა და მისი სრულად უქონლობა.

საქმიანობის მოცემული სფეროსთვის პირობების გაუარესების რისკი უკავშირდება კონკურენციის გამწვავების, მომხმარებელთა მოთხოვნილებების შეცვლის შესაძლებლობებს, საბანკო კრიზისებს და სხვა.

სხვა რისკებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ ის რისკები, რომლებიც ჩნდება ეკონომიკურ დანაშაულთან, მეურნე პარტნიორების არაკეთილსინდისიერებასთან დაკავშირებით, პარტნიორების მიერ ნაკისრ ვალდებულებათა შეუსრულებლობის, მათი არასრულად ან უხარისხოდ შესრულების გამო.

საერთო რისკები შესაძლებელია სერიოზული საფრთხე აღმოჩნდეს ინვესტორებისათვის, რის გამოც საჭიროა მათი გათვალისწინება ინვესტირების ყველა ფორმისა და ობიექტის მიხედვით, საერთო რისკებისგან განსხვავებით, სპეციფიკური რისკები უალრესად ინდივიდუალურია ყოველი ინვესტორისათვის. ისინი თავს უყრიან იმ ყოველგვარ რისკებს, რომლებიც უკავშირდება კონკრეტული სუბიექტის საინვესტიციო საქმიანობას ან ინვესტირების კონკრეტულ ობიექტებში დაბანდებებს.

სპეციფიკური რისკები შეიძლება წარმოშვას არაპროფესიულმა საინვესტიციო პოლიტიკამ, საინვესტიციო სახსრების არარაციონალურმა სტრუქტურამ და სხვა ანალოგიურმა ფაქტორებმა. მათი უარყოფითი შედეგების თავიდან აცილება შესაძლებელია საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ეფექტიანობის ამაღლებით. ეს რისკები დივერსიფიცირებულია და შემცირებადი და დამოკიდებულია ინვესტორის იმ უნარზე, თუ როგორ ირჩევს იგი მისაღები რისკის მქონე საინვესტიციო ობიექტს და როგორ ახდენს რისკების რეალურად გათვალისწინებასა და რეგულირებას.

განხილული რისკების ერთობლიობა ეკონომიკური შინაარსით არასისტემატური რისკის ცნების ანალოგიურია. (არასისტემატურ რისკს ინდივიდუალურ, ნარჩენ, განსაკუთრებულ და დივერსიფიცირებად რისკსაც უწოდებენ). ბანკების საინვესტიციო საქმიანობაში გაჩენილი რისკების ერთობლიობაში სისტემატური და არასისტემატური რისკების გამოყოფა იძლევა შემდგომ ანალიზში ეფექტიანი საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების თეორიის მეთოდოლოგიური აპარატის

გამოყენების შესაძლებლობას.

სპეციფიკური რისკების განხილვის დროს მიზანშეწონილია მათ შემადგენლობაში იმ რისკების გამოყოფა, რომლებიც ინვესტიციების პორტფელს ახასიათებს, და შიდა რისკებისა, რომლებიც ინვესტირების ამა თუ იმ სახისთვისაა ჩვეული. ინვესტიციების პორტფელის რისკი ჩნდება მის შემადგენლობაში არსებული საინვესტიციო ობიექტების თვისების გაუარესებისა და ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების პრინციპების დარღვევის მიზეზით. იგი თავის მხრივ, აგრეგირებული რისკია და უფრო კერძო სახის რისკებს მოიცავს. მათგან ყველაზე მნიშვნელოვანი სახის რისკებია შემდეგი:

- **კაპიტალური რისკი** – ინვესტიციების პორტფელის ინტეგრალური რისკი, რომელიც უკავშირდება მისი თვისების საერთო გაუარესებას და გვიჩვენებს ინვესტიციებში დაბანდებების დროს დანაკარგების შესაძლებლობას სხვა სახის აქტივებთან შედარებით.
- **სელექციური რისკი** – უკავშირდება ინვესტირების გარკვეული ობიექტის საინვესტიციო თვისებების არასწორად შეფასებას ინვესტიციების პორტფელის შედგენის დროს.
- **დაუბალანსებლობის რისკი** – ჩნდება საინვესტიციო დაბანდებებსა და მათი დაფინანსების წყაროებს შორის შესაბამისობის დარღვევის მიზეზით (მოცულობით, შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის მაჩვენებლების მიხედვით).
- **ჭარბი კონცენტრაციის (არასაკმარისი დივერსიფიკაციის) რისკი.** ესაა იმ დანაკარგების საშიშროება, რომელთაც განაპირობებს საინვესტიციო ობიექტების ვიწრო სპექტრი, საინვესტიციო აქტივებისა და მათი დაფინანსების წყაროების დივერსიფიკაციის დაბალი ხარისხი, რაც ინვესტორს დამოკიდებულს ხდის ეკონომიკის ერთ დარგზე ან ერთ სექტორზე, საინვესტიციო საქმიანობის ერთ მიმართულებაზე. ამასთან, ეს რისკი გვევლინება ქვეყნის, დარგობრივი, რეგიონული, საკრედიტო და ა.შ. რისკების კონგლომერატად და სპეციფიკური ნიშან-თვისებების შეხამებით გამოირჩევა.

განხილული რისკები პორტფელური ინვესტირების სპეციფიკური რისკებია, რომლებიც ინვესტიციებისპორტფელისროგორცმთლიანობითიერთობლიობისფუნქციონირებასთანდაკავშირებით ჩნდება. ეს აუცილებელს ხდის მათ გათვალისწინებას ინვესტიციების პორტფელის ჩამოყალიბებისა და მართვის დროს. გარდა აღნიშნული სახის რისკებისა, შეგვიძლია გამოვყოთ ინვესტიციების პორტფელში შესული ამა თუ იმ საინვესტიციო ობიექტისათვის მეტ-ნაკლებად დამახასიათებელი რისკები, რომელთა გათვალისწინება აუცილებელია როგორც ცალკეულ საინვესტიციო დაბანდებათა, ისე მთელი პორტფელის შეფასების დროს.

ქვეყანასთან დაკავშირებული რისკი – იმ დანაკარგების შესაძლებლობა, რომელსაც იწვევს სახსრების განთავსება და საინვესტიციო საქმიანობის წარმართვა მერყევი სოციალური და ეკონომიკური მდგომარეობის მქონე ქვეყანაში. იგი აერთიანებს სათანადო ეკონომიკურ, პოლიტიკურ, გეოგრაფიულ, ეკოლოგიურ და სხვა რისკებს, რომელთა შემცირება, ზემოგანხილული საერთო სახის ანალოგიური რისკებისგან განსხვავებით, შესაძლებელია ინვესტორის მიერ დაბანდებათა სხვა ობიექტების შერჩევის დროს.

დარგობრივი რისკი – გარკვეულ დარგში ვითარების შეცვლით განპირობებული რისკი. დარგობრივი რისკის საფუძველია დარგების განვითარების ციკლურობა, ეკონომიკის ორიენტაციის შეცვლა, კონკრეტული სახის რესურსების გამოლევა, ბაზარზე მოთხოვნის ცვლილება და სხვა ფაქტორები.

რეგიონული რისკი რეგიონის ეკონომიკის მერყევი მდგომარეობით გამოწვეული რისკია, რომელიც განსაკუთრებით ახასიათებს მონოპროდუქტიან რეგიონებს.

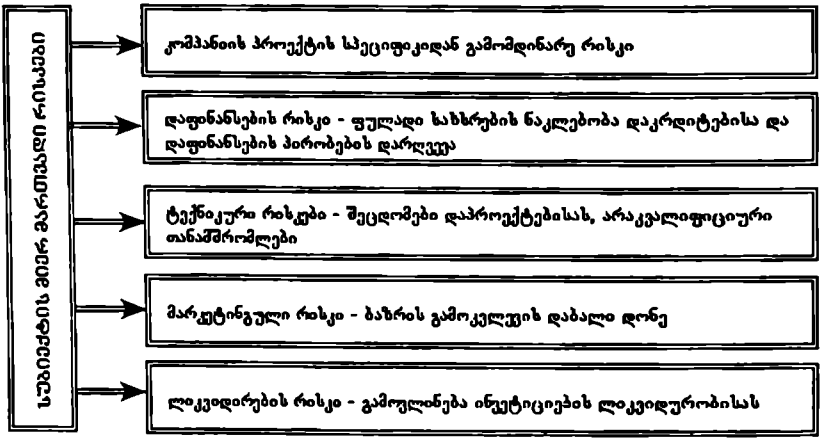
დროითი რისკი არის დანაკარგების შესაძლებლობა საინვესტიციო ობიექტებში დაბანდებათა განხორციელებისა და მათი რეალიზაციის დროს არასწორად განსაზღვრის გამო, აგრეთვე, სეზონურ და ციკლურ რყევათა შედეგად.

ლიკვიდობის რისკი არის საინვესტიციო ობიექტის რეალიზაციის დროს დანაკარგების რისკი მისი საინვესტიციო თვისების შეფასების შეცვლის შედეგად.

საკრედიტო რისკი არის სახსრების დაკარგვის ან საინვესტიციო ობიექტის მიერ თავდაპირველი თვისებისა და ღირებულების დაკარგვის რისკი ემიტენტის, მსესხებლის ან მისი თავდების მიერ ვალდებულებათა შეუსრულებლობის გამო. ამგვარი რისკი ყველაზე მეტად ახასიათებს საბანკო საქმიანობას. იგი უკავშირდება ხარჯების გადიდების შესაძლებლობას ზრდის ტენდენციის მქონე **„მცურავი"** განაკვეთით კრედიტების გაცემისას და მსესხებლის გადახდისუნარიანობის დაქვეითებას.

ოპერაციული რისკი არის იმის გამო დანაკარგების მიღების რისკი, რომ ინვესტორი – სუბიექტის საქმიანობაში არსებობს დარღვევები საინვესტიციო ოპერაციების ტექნოლოგიაში, გაუმართაობა ინფორმაციის დამუშავების კომპიუტერული სისტემები და ა.შ.

რისკების მოყვანილი სტრუქტურა უნდა შეიცვალოს იმ სახის რისკებით, რომლებიც ინვესტირების კონკრეტულ ფორმებს ახასიათებს.



სქემა 7.3. რისკების კლასიფიკაცია სუბიექტების მიხედვით

წარმოშობის წყაროს მიხედვით რისკები იყოფა სისტემურ (მაკროეკონომიკურ) და არასისტემურ (მიკროეკონომიკურ) რისკებად.

სისტემური რისკები განისაზღვრება გარე გარემოებებით, არ არის დამოკიდებული სუბიექტზე და არ იმართება სუბიექტის მიერ, ესენია: ქვეყნის რისკი, ფორსმაჟორულ გარემოებათა რისკი.

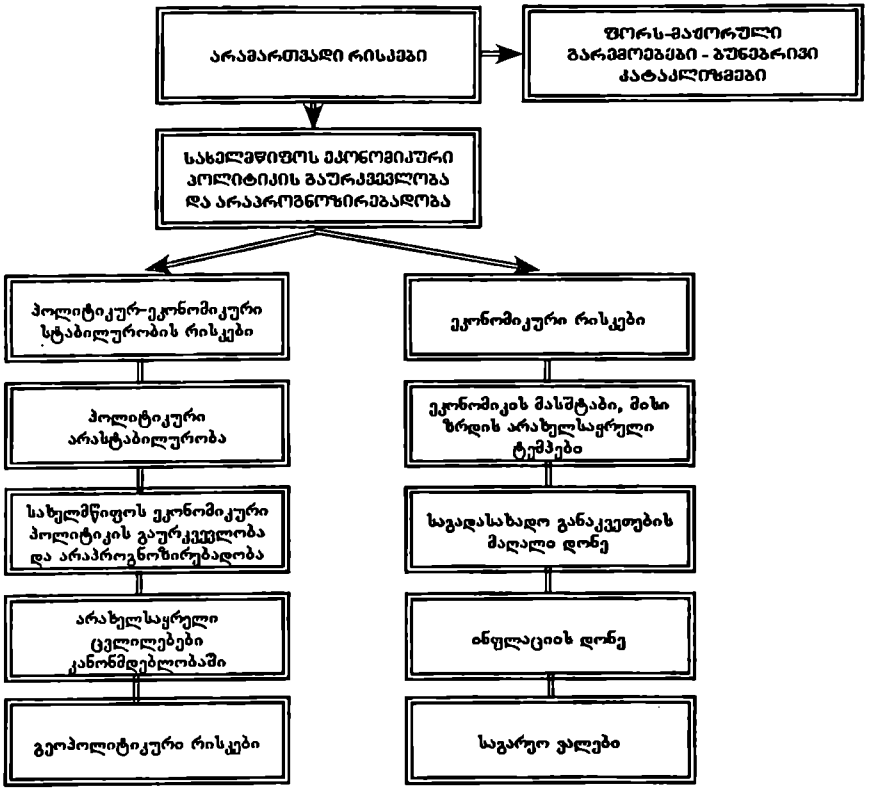
ქვეყნის რისკი უშუალოდ არის დამოკიდებული ბიზნესის ინტერნაციონალიზაციასთან. ის აქტუალური საგარეო ეკონომიკურ საქმიანობის ყველა მონაწილესათვის და დამოკიდებულია ქვეყნების პოლიტიკურ-ეკონომიკურ სტაბილიზაციაზე. ხსენებული რისკი იყოფა ეკონომიკურ და პოლიტიკურ რისკებად.

ეკონომიკური რისკი შეიძლება უკავშირდებოდეს ქვეყნაში შესაძლო მნიშვნელოვან არასახარბიელო ცვლილებებს ეკონომიკურ სფეროში. ეკონომიკური რისკის ძირითად ფაქტორებად, რომელსაც ითვალისწინებენ უცხოელი ინვესტორები, როდესაც სურვილი აქვთ იმუშაონ გარკვეულ ქვეყანაში შემდეგია: ეკონომიკის მასშტაბები; ეკონომიკური ზრდის რეალური ტემპები; გადასახადების განაკვეთები; ინფლაციის დონე; საგარეო ვალი; საგადასახადო ბალანსი; რეფინანსირების განაკვეთი; შემოსავალი ერთ სულ მოსახლეზე და სხვ.

პოლიტიკური რისკი, როგორც წესი, უკავშირდება ქვეყანაში პოლიტიკური სიტუაციის შეცვლის შედეგებს. პოლიტიკურ რისკებს განეკუთვნებიან: პოლიტიკური ცვლილებების შესაძლებლობა; სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის ბუნდოვანება და არაპროგნოზირებადობა; კანონმდებლობაში

შესაძლო არასახარბიელო ცვლილებები; გეოპოლიტიკური რისკები; სოციალური რისკები და სხვა.

ნათელია, რომ მოცემული რისკები უნდა განიხილებოდნენ ურთიერთკავშირში (როგორც ერთიანი „ქვეყნის“ რისკი);



სქემა 7.4. არამართვადი რისკების კლასიფიკაცია

ფორსმაჟორულ გარემოებათა რისკი განსაზღვრავს ბუნებრივი კატაკლიზმების საშიშროების გამოვლენას პროექტის განხორციელების მსვლელობაზე (მიწისძერები, წყალდიდობა და სხვა).

არასისტემური რისკი ახასიათებს კონკრეტულ სუბიექტს, დამოკიდებულია მის მდგომარეობაზე და განისაზღვრება მისი კონკრეტული სპეციფიკით. ეს რისკები შეიძლება და უნდა იმართოს კიდეც. მათგან მთავარია: საქმიანი რისკი — რისკი, რომელიც კომპანიის, რომელიც განახორციელებს პროექტს, დარგობრივი სპეციფიკით ან თვით პროექტის სპეციფიკით განისაზღვრება.

დაფინანსების რისკი — ესაა ფულადი სახსრების უქონლობის რისკი, პროექტის განხორციელების მომენტში, აგრეთვე დაკრედიტების პირობების და პირდაპირი ინვესტიციების პირობების შეცვლა.

ტექნოლოგიური რისკი — გამოწვეულია დაპროექტებაში შეცდომებით, არჩეული ტექნოლოგიების ნაკლოვანებებით, არასაკმარისი კვალიფიციური მუშახელით, წარმოებული სამუშაოების ვადების

შეუსრულებლობით, ფასების ზრდით ნედლეულზე და სხვა.

მარკეტინგული რისკი — ბაზრის გამოკვლევის დაბალი ღონის რისკია.

ლიკვიდურობის რისკი — ესაა რისკი, რომელიც დაკავშირებულია აქტივების გაყიდვის უუნარობასთან, მოგებიან ფასად.

ნათელია, რომ ჩამოთვლილი რისკები ურთიერთკავშირში არიან, და ერთ-ერთ მათგანში ცვლილება იწვევს ცვლილებას სხვაშიც, რაც საპროექტო საქმიანობაზე მოქმედებს ეს ყველაფერი საჭიროს ხდის რისკების აღრიცხვას და ანალიზს.

პროექტზე ზიანის მიყენების დონით საპროექტო რისკები იყოფიან:

ნაწილობრივი — როდესაც დაგეგმილი მაჩვენებლები, მოქმედებები, შედეგები შესრულებულია ნაწილობრივ დანაკარგის გარეშე; დასაშვები — როდესაც დაგეგმილი მაჩვენებლები, მოქმედებები, შედეგები არ არის მიღწეული, მაგრამ დანაკარგიც არ არის; კრიტიკული — როდესაც მაჩვენებლები, მოქმედებები, შედეგები არაა შესრულებული და გარკვეული დანაკარგებია; კატასტროფული — როდესაც დაგეგმილი შედეგის შეუსრულებლობა სუბიექტის (პროექტის, საწარმოს) დაშლას იწვევს. რისკების წარმოშობა დროში; მათი დაჯგუფება; რეტროსპექტული, მიმდინარე და პერსპექტიული. რეტროსპექტული რისკების ანალიზი, მათი ხასიათის და შემცირების ანალიზი, საშუალებას იძლევა უფრო ზუსტად იქნეს გათვლილი მიმდინარე და პერსპექტიული რისკები.

რისკების კლასიფიკაცია წარმოვადგინეთ ჩვენს მიერ შედგენილი შემდეგი ორი სქემის სახით:

რისკის შეფასება უნდა განხორციელდეს შემდეგი თანმიმდევრობით:

1. რისკის მიზეზების წყაროების გამოვლენა;
2. პროექტისთვის დამახასიათებელი ყველა შესაძლო რისკის იდენტიფიკაცია;
3. ცალკეული რისკების დონის შეფასება და აგრეთვე მთლიანად პროექტის რისკის შეფასება, რომელიც მის ეკონომიკურ მიზანშეწონილობას განსაზღვრავს;
4. რისკის დასაშვები დონის განსაზღვრა;
5. რისკის შესამცირებელი ღონისძიებების შემუშავება.

7.3. ინვესტიციური პროექტების რისკების ანალიზი

ინვესტიციური პროექტების რისკების ანალიზი იყოფა ხარისხობრივ და რაოდენობრივ ანალიზებად.

ხარისხობრივი ანალიზი გულისხმობს პროექტის ყოველგვარი შესაძლებელი რისკების აღწერას, აგრეთვე ღირებულებით შეფასებას შედეგების გათვალისწინებით და რისკის შემცირების ზომების მიღებას. რაოდენობრივი ანალიზი გულისხმობს, პროექტის რისკებთან დაკავშირებულ ეფექტურობის ცვალებადობის უშუალო გაანგარიშებებს.[1]

პროექტის რისკის ხარისხობრივი ანალიზის ჩატარების პროცესი უნდა შეიცავდეს აღწერით ასპექტს მოცემული პროექტის რისკის სახეობის შესახებ, მათი წარმოქმნის შესაძლო მიზეზების, გამოვლენილი რისკების მინიმიზაციისთვის ჩატარებულ ანალიზს. აგრეთვე, უნდა შეიცავდეს კონკრეტული პროექტის რისკის მინიმიზაციის ღონისძიებათა ღირებულების შეფასებას.

პროექტების რისკების ხარისხობრივი ანალიზის ჩასატარებელ პირველ ეტაპს წარმოადგენს, პროექტის შესაძლო რისკების ზუსტი განსაზღვრა. უპირატესობას ენიჭება პროექტის რისკების ქვემოთ მოცემულ კლასიფიკაციას, რომელიც პრაქტიკაშიც უნდა გამოიყენებოდეს.

[1] Воронцовский А. В. Управление рисками. СПб.: 2000, გვ. 81.

რისკების ანალიზი შეიძლება ჩატარდეს შემდეგ ძირითად სფეროებში: ფინანსური რისკები; მარკეტინგული რისკები; ტექნოლოგიური რისკები; პროექტის მონაწილეთა რისკები; პოლიტიკური რისკები; იურიდიული რისკები; ეკოლოგიური რისკები; სამშენებლო რისკები; სპეციფიკური რისკები; ფორსმაჟორი, ანუ გაურკვეველი ძალის გარემოებანი.

ზემოჩამოთვლილი თითოეული მიმართულება საჭიროა განვიხილოთ შემდეგი პოზიციებიდან:

1. რა მიზეზები დაედო საფუძვლად მოცემულ ტიპის რისკს;

2. განვსაზღვროთ ჰიპოთეზური, ნეგატიური შედეგები, რომლებიც მოჰყვება მოცემული რისკის შესაძლო განხორციელებას;

3. განვიხილოთ კონკრეტული ღონისძიებები, რომლებიც რისკის მინიმიზაციის საშუალებას მოგვცემს.

პროექტის დაფინანსება შეიძლება იყოს სარისკო, თუ ამას განაპირობებს ქვეყანაში გამეფებული ეკონომიკური არასტაბილურობა: ინფლაცია; დარგში ჩამოყალიბებული გადაუხდელობის სიტუაცია; საბიუჯეტო სახსრების დეფიციტი.

ფინანსური რისკების წარმოშობის მიზეზები

პროექტის ფინანსური რისკის წარმოშობის მიზეზები შეიძლება იყოს: პოლიტიკური ფაქტორები; საკალუტო კურსის მერყეობა; ბანკის სააღრიცხვო განაკვეთის სახელმწიფოს მიერ რეგულირება; რესურსების ღირებულების ზრდა კაპიტალის ბაზარზე; წარმოების დანახარჯების ზრდა.

ჩამოთვლილი მიზეზები გამოიწვევენ საპროცენტო განაკვეთის ზრდას, დაფინანსების გაძვირებას, სამშენებლო კონტრაქტების ფასების ზრდას და სხვ.

ვალის მომსახურების საშუალებათა დეფიციტი შეიძლება გამოიწვიოს: პროექტის პროდუქციაზე ფასების ვარდნამ მსოფლიო ბაზარზე; ეკონომიკის არამდგრადობამ; ფინანსურ პოლიტიკაში მართვის არაკომპეტენტურობამ; ბიუჯეტის დეფიციტმა, ფასების ინფლაციურმა ზრდამ.

იმისათვის რომ შევამციროთ ფინანსური რისკები, საჭიროა გატარდეს შემდეგი ღონისძიებები: პროექტის დამუშავებისა და რეალიზაციისათვის იმ მსხვილი ფირმების მოზიდვა, რომელთაც აქვთ დაპროექტების, წარმოების, მშენებლობის და ექსპლუატაციის დიდი გამოცდილება; ქვეყნის მთავრობის მიერ გარანტიების გაცემა უცხოელი ინვესტორების კრედიტებზე; საგადასახადო შეღავათების მიღება; იმ ურთიერთმოქმედი მხარეების დოკუმენტების დამუშავება და მოშზადება, რომლებიც პროექტის რეალიზაციაში უშუალო მონაწილეობას იღებენ; არასასურველ სიტუაციათა განვითარების სცენარების დამუშავება.

მარკეტინგული რისკები წარმოიქმნებიან შემდეგი მიზეზების გამო: პროდუქციის გასაღების ბაზრის არასწორი არჩევა, ბაზარზე ოპერაციების არაზუსტი სტრატეგიის განსაზღვრა; ბაზრის მოცულობის არაზუსტი გათვლა, საწარმოთა სიმძლავრეების არაზუსტი განსაზღვრა; გასაღების ქსელის გაუაზრებლობა, დაუხვეწავობა, ან არარსებობა; ბაზარზე დაგვიანებით გასვლა.

ამ მიზეზებმა შეიძლება გამოიწვიოს ის, რომ საწარმო არასაკმარის შემოსავალს მიიღებს, ვერ დაფარავს კრედიტებს, შეუძლებელი იქნება პროდუქციის რეალიზება საჭირო ფასში და წინასწარ განსაზღვრულ ვადებში.

შედეგად გამოვლინდება პროექტის შემდეგი ნაკლოვანებები: საპროექტო სიმძლავრეზე ვერ გასვლა; არასრული სიმძლავრით მუშაობა; დაბალი ხარისხის პროდუქციის გამოშვება.

ტექნიკური რისკები შეიძლება გამოწვეული იყოს შემდეგი მიზეზებით: შეცდომები პროექტირებისას; ტექნოლოგიის ნაკლოვანებები და მოწყობილობის არასწორი არჩევა; სიმძლავრის არასწორი განსაზღვრა; მართვის ნაკლოვანებები; კვალიფიციური სამუშაო ძალის ნაკლებობა, ადგილობრივი პერსონალის გამოუცდელობა იმპორტულ მოწყობილობებზე მუშაობისას; მასალების, ნედლეულის, დეტალების მოწოდების ჩაშლა; ნედლეულზე, დეტალებზე და ელექტროენერგიაზე ფასების მომატება, მოწყობილობების ღირებულების გაზრდა, ხელფასზე დანახარჯების ზრდა.

ეს მიზეზები იწვევენ პროექტის წინასწარ გაანგარიშებული ღირებულების გადიდებას.

პროექტის მონაწილეთა რისკები გამოვლინდება მონაწილეების მიერ პროექტის შეგნებულად ან იძულებით შეუსრულებლობის მიზეზით: ფინანსური მდგომარეობის არამდგრადობა; ხელმძღვანელობის პოლიტიკის ან სიტუაციის შეცვლა; დაბალი პროფესიონალური დონე.

პროექტის არასაკმარისი დაფინანსება, მისი რეალიზაციის და ჩადებული თანხების უკანდაბრუნების ვადების ჩაშლა წარმოიშვება შემდეგ საფუძველზე: კრედიტორების მიერ ვალდებულების არშესრულების რისკის გამო; კრედიტის ვალუტის იძულებითი შეცვლის გამო; კრედიტის გამოყენების შეწერების (შეწყვეტის) გამო; კრედიტის დაბრუნების და პროცენტის გადახდის ვადების გამკაცრების გამო.

პოლიტიკური რისკების ნარმოშობისმიზეზები

პოლიტიკური რისკების წარმოქმნის ძირითადი მიზეზები მდგომარეობს შემდეგში: საეჭვო-პოლიტიკური რეჟიმის და საბაჟო პოლიტიკის შეცვლა; ცვლილებები საგადასახადო სისტემაში, ვალუტის რეგულირებაში, ქვეყნის საგარეო პოლიტიკის კურსში; ქვეყნაში არსებული არასტაბილური მდგომარეობა; ნაციონალიზაციისა და ექსპროპრიაციის საშიშროება; კანონმდებლობის შეცვლა, მაგ., კანონის უცხოური ინვესტიციების შესახებ; გეოპოლიტიკური რისკები; სოციალური რისკები.

იურიდიული რისკები გამოწვეულია შემდეგი მიზეზებით: კანონმდებლობის დაუხვეწაობა; დოკუმენტების არაზუსტი გაფორმება, რომლებიც ადასტურებენ საკუთრების უფლებას, იჯარას და ა.შ.

ეკოლოგიური რისკები წარმოიშვება შემდეგი მიზეზით: გარემოს დაცვასთან დაკავშირებული კანონმდებლობის დაუხვეწაობა; ავარიები; პროექტის მიმართ ხელისუფლების დამოკიდებულების შეცვლა.

საშენებლო რისკები შეიძლება დაიყოს ორ კატეგორიად, პირველი ესაა მშენებლობის დასრულებამდე წარმოქმნილი რისკები და მეორე – მშენებლობის დასრულების შემდგომ წარმოქმნილი რისკები.

მშენებლობის დასრულებამდე წარმოქმნილ რისკებს მოაქვთ მშენებლობისათვის მატერიალური ზარალი და ზრდიან მის ღირებულებას. მიზეზებია: შეფერხებები მშენებლობისას; მომწოდებელთა მიერ ვალდებულებების შეუსრულებლობა, მოწყობილობებსა და ტექნოლოგიებში არსებული დეფექტები; მოიჯარადის მიერ მშენებლობის ვადების ჩაშლა.

მშენებლობის დასრულების შემდგომ წარმოქმნილი რისკების წარმოქმნის მიზეზებია: პროდუქციის ხარისხი; პროდუქციის რეალიზაცია; მენეჯმენტი; ექსპორტ-იმპორტი; „ფორს-მაჟორის“ ტიპის; ფიზიკური ზარალი; სატრანსპორტო; მომარაგების; მოწყობილობის შეუთავსებლობა.

სპეციფიკურ რისკებს განეკუთვნება პროექტების რისკების იშვიათი სახეობები, რომელიც მხოლოდ მოცემულ პროექტს ახასიათებს.

თუ მოცემულ პროექტში არის საშიშროება იმისა, რომ მასზე შეიძლება გავლენა მოახდინონ ბუნებრივმა კატაკლიზმებმა, როგორიცაა: მიწისძვრა, წყალდიდობა, გვალვა და ა.შ., მაშინ საჭიროა განვიხილოთ ფორს-მაჟორულ გარემოებათა რისკები. ამ შემთხვევაში ხდება მათი შედეგებისა და ზარალის მინიმიზირების ღონისძიებათა აღწერა. ყველა ეს ღონისძიება შეიძლება სამ ჯგუფად დაიყოს:

- ✓ **რისკების დივერსიფიკაცია, რაც გულისხმობს რისკის გადანაწილებას პროექტის მონაწილეთა შორის;**
- ✓ **პროექტის რისკების დაზღვევა;**
- ✓ **გაუთვალისწინებელი გარემოებებისათვის განკუთვნილი თანხების წილის გაზრდა.**

ხარისხობრივი ანალიზის ძირითადი შედეგებია: პროექტის კონკრეტული რისკების და მათი წარმომშობი მიზეზების გამოვლინება, ამ რისკების ანალიზი და იმ დანახარჯების ჰიპოთეზური დაანგარიშება, რაც შეიძლება მოჰყვეს ამ რისკების რეალიზაციას, ზარალის მინიმიზაციის ღონისძიებათა დასახვა და შეფასება.

რისკების რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდები

საინვესტიციო პროექტის რისკის რაოდენობრივი ანალიზის ყველაზე ხშირად გამოყენებადი

მეთოდებია: შეფასების სტატისტიკური მეთოდები; ექსპერიმენტული შეფასების მეთოდები; ანალოგიების მეთოდი; ანალიტიკური მეთოდების ჯგუფი.

სტატისტიკური მეთოდი საშუალებას იძლევა შეაფასოთ როგორც პროექტის, ისე მთლიანად საწარმოს რისკი. ეფუძნება საწარმოს წარსული საქმიანობის შესახებ არსებული მონაცემების სტატისტიკურ კვლევას.

შეფასების კრიტერიუმებია მათემატიკური სტატისტიკის კატეგორიები: დისპერსია, საშუალოკვადრატული გადახრა, ვარიაციის კოეფიციენტი.

ეს საკმაოდ გავრცელებული მეთოდია, თუმცა აქვს ნაკლიც – საჭიროებს მრავალი მონაცემის შეგროვებას, რათა რისკების შეფასება სარწმუნო იყოს.

ექსპერტული შეფასების მეთოდის უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ ექსპერტების გამოცდილების გამოყენების საშუალებას იძლევა.

ანალოგიების მეთოდის გამოყენებისას ხდება ყველა არსებული მონაცემის გაანალიზება, უკვე განხორციელებული საინვესტიციო პროექტისა, რომელიც შესაფასებელი პროექტის მსგავსია.

ეს მეთოდი გამოიყენება ხშირად გამეორებადი ანალოგიური პროექტების რისკის შეფასებისას, მაგ. მშენებლობაში.

ანალიტიკური მეთოდების ჯგუფი იყოფა:

1) მეთოდები ალბათობის განაწილების გათვალისწინების გარეშე, კერძოდ: მგრძნობიარობის ანალიზი; სცენარების ანალიზი; პროექტის ცალკეული პარამეტრების კორექტირების მეთოდი.

2) მეთოდები ალბათობის განაწილების გათვალისწინებით, კერძოდ: მონტე-კარლოს მეთოდი; გადაწყვეტილების მიღების თეორიის გამოყენებაზე დაფუძნებული მეთოდები.

უნდა აღინიშნოს, რომ რაც უფრო მაღალია პროექტის რისკი, ინვესტორი უფრო მეტ მომგებიანობას ითხოვს. ეს შესაძლებელია აისახოს გაანგარიშებებში დისკონტის ნორმის გაზრდის გზით.

არსებობს მეთოდების ორი ჯგუფი – **აგრეგირებული და კუმულატიური,** რომლებიც შესაბამისად ითვალისწინებენ რისკს მაშინვე მთლიანად ან რისკის თითოეულ სახეს ცალ-ცალკე.

აგრეგირებული მეთოდებია:

„ბეტა" კოეფიციენტის მეთოდი, რომელიც დისკონტის ნორმის გამოთვლისას იყენებს კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელს (CAPM).

კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების მეთოდი (WACC).

კუმულატიური მეთოდი ეფუძნება რისკის ფაქტორების განსაზღვრულ კლასიფიკაციას და თითოეულის შეფასებას. ანგარიშის ბაზად აიღება ურისკო განაკეთი. ითვლება, რომ თითოეული ფაქტორი ზრდის მას გარკვეული ზომით. ფაქტორების კლასიფიკაცია შესაძლებელია იყოს სხვადასხვაგვარი. ჩვენი აზრით ყველაზე მისაღებია შემდეგი ცხრილი, რომელიც შედგენილია მსოფლიო ბანკის და ცნობილი აუდიტორული ფირმის „Deloitte and Touche" მასალების საფუძველზე.

კუმულატიური მეთოდებით რისკების გაანგარიშების ცხრილი 7.1.

ცხრილი 7.1

რისკები	პრემია
ხელმძღვანელობის ხარისხი	0-5 პროცენტი
კომპანიის ზომა	0-5
ფინანსური სტრუქტურა	0-5
საწარმოო და ტერიტორიული დივერსიფიკაცია	0-5
კლიენტურის დიფერსიფიკაცია	0-5
შემოსავლები: რენტაბელობა და ადვილად გათვლადობა	0-5
გაკოტრების ალბათობა	0-5
სხვა რისკები	0-5

რისკის ანალიზი მნიშვნელოვანია ყველა ფინანსური საკითხის გადაწყვეტისას, განსაკუთრებით, რომელიც კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირებასთანაა დაკავშირებული. რაც უფრო მაღალია რისკი, მით უფრო მეტი უნდა იყოს შემოსაელიანობა რისკის კომპენსაციისათვის. ეს მოსაზრება სამართლიანია ნებისმიერი საინვესტიციო პროექტისათვის. რადგან, ერთი ფირმის ფარგლებშიც კი შეიძლება ერთმანეთისაგან მკვეთრად განსხვავდებოდნენ საინვესტიციო პროექტები მათი რისკიანობის მიხედვით, ამიტომ რისკის შეფასების ჩართვას კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტზე გადაწყვეტილების მიღების პროცესში არსებითი მნიშვნელობა გააჩნია. ჩვენ განვიხილავთ რისკის გათვალისწინების და შეფასების მეთოდებს კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შემუშავებისას.

შეიძლება სამი მკვეთრად განსხვავებული ტიპის რისკის გამოყოფა:

1) ერთეულოვანი რისკი (stand-alone risk), როცა პროექტის რისკი განიხილება იზოლირებულად, ფირმის პორტფელის სხვა პროექტებისაგან დამოუკიდებლად;

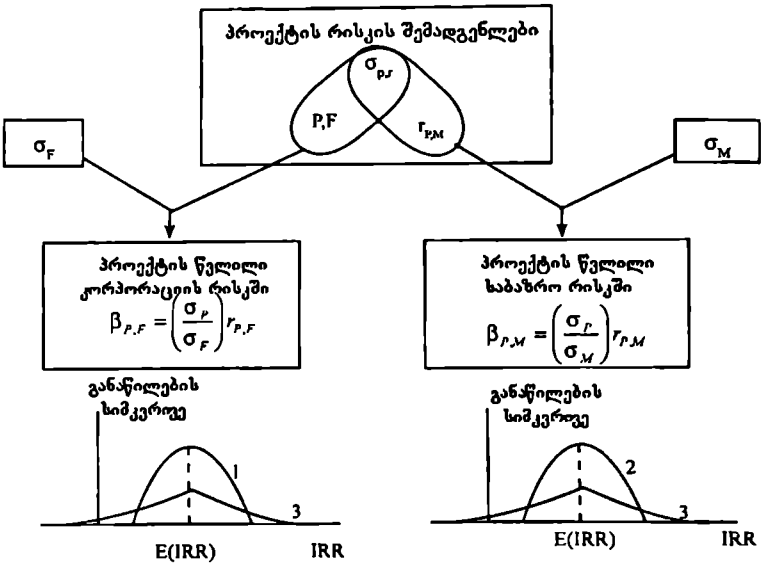
2) ფირმისშიდა რისკი (within-firm risk), რომელსაც ასევე კორპორაციული რისკი ეწოდება, როცა პროექტის რისკი განიხილება ფირმის პროექტების პორტფელთან კავშირში;

3) საბაზრო რისკი (market risk), როცა პროექტის რისკი განიხილება საფონდო ბაზარზე ფირმის აქციონერების კაპიტალის დივერსიფიკაციის კონტექსტში. კონკრეტული პროექტის შემოსავალი შეიძლება საკმაოდ განუსაზღვრელი იყოს, რაც იმას ნიშნავს, რომ ასეთი პროექტის ერთეულოვანი რისკი მაღალია. მაგრამ, თუ დივერსიფიკაციას მხედველობაში მივიღებთ, მაშინ მოცემული პროექტის განსახორციელებლად მიღებამ შეიძლება დიდი გაკვეთა არ მოახდინოს არც ფირმის კორპორაციულ რისკზე და არც მისი მფლობელების რისკზე.

ნახ. 7.5-ზე მოყვანილია პროექტების რისკიანობის ანალიზის[1] მთავარი სქემა, რომელიც საკმაოდ დაწვრილებითაა განხილული, გარდა ამისა, შემდგომში განვიხილავთ განსხვავებული რისკების რაოდენობრივად შეფასების პროცესს. მოცემულ ნახაზთან დაკავშირებით გამოვყობთ შემდეგ ცხრა მომენტს:

1. მოცემულ თავში და ნახ. 7.5-ზე ნაჩვენები რისკი მთლიანობაში მომავალი მოვლენების განუსაზღვრელობას ახასიათებს. კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირებისას მომავალი მოვლენების ქვეშ იგულისხმება პროექტის მომავალი მომგებიანობა. ზოგიერთი პროექტისათვის შესაძლებელია წარსული წლების სტატისტიკური მონაცემების გადამუშავება და ინვესტიციის რისკიანობის გაანალიზება. კერძოდ, ეს მიდგომა მართებულია ინვესტიციებისათვის, რომლებიც გაფართოებასთანაა დაკავშირებული. მაგალითად, თუ «Sears» გეგმავს ახალი მაღაზიის გახსნას, «Citibank» — ახალი ფილიალის, ხოლო — „შევროლეს" მარკის ავტომობილების წარმოების გაფართოებას, მაშინ წარსული გამოცდილება შეიძლება გამოყენებული იქნას საბაზისო წერტილად მომავალი რისკის შესაფასებლად. ანალოგიურად კომპანიას, რომელიც შეისწავლის ბიზნესის ახალ სფეროში შესვლის შესაძლებლობას, შეუძლია მიიღოს წარმოდგენა თავისი მოსალოდნელი ინვესტიციების რისკიანობის შესახებ, უკვე არსებული ფირმების სტატისტიკური მონაცემების გაანალიზების საშუალებით. მაგრამ არსებობს შემთხვევები, როცა მოსალოდნელი ინვესტიციების შესახებ სტატისტიკური მონაცემების მიღება შეუძლებელია. მაგალითად, თუ GM განიხილავდა ელექტრო-მანქანების წარმოების პროექტს, მაშინ მას ხელთ არ ექნებოდა რელევანტური ინფორმაციის ბევრი წყარო პროექტის რისკიანობის შესაფასებლად. GM უპირველეს ყოვლის თავისი ხელმძღვანელების აზრს დაეყრდნობოდა, ხოლო ისინი თავის მხრივ — თავიანთ გამოცდილებას ახალი ნაწარმის შემუშავებაში, წარმოებასა და გაყიდვაში. ქვემოთ მოყვანილი იქნება რისკის რაოდენობრივი შეფასების ზოგიერთი მეთოდები, ამავდროულად თავიდანვე მხედველობაში უნდა ვიქონიოთ, რომ ზოგიერთი მონაცემები, რომლებიც ანალიზისას გამოიყენება, გარდაუვალად სუბიექტურ შეფასებებს ეყრდნობა, და არა მდგრად სტატისტიკურ დაკვირვებებს[2].

1 **Brigyam E. Gapenski**, Financail Management; Theori and practice. The Dryden Press HBJ, 1991.
Оценка бізнеса: Учебник / Под ред. **А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой**, - М.- "Финансы и статистика", 1998.



ნახ. 7.5. პროექტის რისკიანობის ანალიზი.

1 — პროექტის რისკი კორპორაციის პოზიციიდან; 2 — პროექტის რისკი საბაზრო პორტფელის პოზიციიდან; 3 — იზოლირებულად განხილული პროექტის რისკი.

რისკის ანალიზის სპეციფიკური ტექნიკური ტერმინები

2. რისკის ანალიზისას გამოიყენება მთელი რიგი სპეციფიური ტერმინები, რომელთა განსაზღვრებები ქვემოთაა მოყვანილი. ეს ძირითადი ტერმინებია:

σ_P — განსახილველი პროექტის მომგებიანობის საშუალო კვადრატული გადახრაა, რომელიც განისაზღვრება, როგორც პროექტის დისკონტირების შიდა ნორმის (IRR) საშუალო კვადრატული გადახრა. — პროექტის ერთეულოვანი რისკის მაჩვენებელია.

$r_{P,F}$ — კორელაციის კოეფიციენტია გასაანალიზებელი პროექტის შემოსავლიანობასა და ფირმის სხვა აქტივების შემოსავლიანობას შორის. მისი მნიშვნელობის გამოანგარიშებით ცდილობენ გაიგონ: ფირმის სხვა აქტივებთან ერთდროულად იქნება თუ არა მოცემული პროექტიც მომგებიანი, ან მისი შემოსავალი დამოკიდებული არ არის ფირმის სხვა აქტივების შემოსავალზე (ან პირიქით, მათთან საპირისპირო კავშირი აქვს)? ზოგიერთი პროექტისათვის ასეთი კორელაციის განსაზღვრა შესაძლებელია სტატისტიკური მონაცემების მიხედვით, მაგრამ უმეტესობისათვის იგი სუბიექტური შეფასების საფუძველზე განისაზღვრება.

$r_{P,M}$ — კორელაციის კოეფიციენტია პროექტის შემოსავლიანობას და საფონდო ბირჟაზე საშუალოდ შემოსავლიანობას შორის. ჩვეულებრივ ეს კავშირი ფასდება საღი აზროვნებისა და სუბიექტური ექსპერტული შეფასების საფუძველზე. თუ კოეფიციენტის მნიშვნელობა დადებითია, მაშინ საფონდო ბირჟაზე და ქვეყნის ეკონომიკაში ნორმალური სიტუაციის შემთხვევაში პროექტს ტენდენცია ექნება მაღალი შემოსავლიანობისაკენ.

σ_F — ფირმის აქტივების შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული გადახრაა განსახილველი პროექტის განსახორციელებლად მიღებამდე. იგი განისაზღვრება, როგორც (სუფთა მოგება +

ამორტიზაცია + პროცენტი) / (ნასესხები საშუალებები + საკუთარი კაპიტალი). შეუნიშნავთ, რომ ფირმის საშუალო შემოსაელიანობა, არსებითად, რაღაც საშუალო IRR-ს წარმოადგენს წინა პროექტების მიხედვით. თუ σ_F დიდი არ არის, მაშინ ფირმა სტაბილურია და მისი კორპორაციული რისკი შედარებით დაბალია. ხოლო თუ σ_F დიდია, მაშინ ფირმის კორპორაციული რისკის ხარისხი მაღალია და მისი გაკოტრების შანსიც უფრო მეტია, ვიდრე იმ შემთხვევაში, როცა σ_F მცირეა. მისი მნიშვნელობა წინა წლებში შეიძლება განსაზღვრულ იქნას სტატისტიკურად. მაგრამ, ფირმის ფინანსურ მდგომარეობაში ცვლილებამ შეიძლება მოსალოდნელი მომავალი კორპორაციული რისკი გახადოს წინა რისკისაგან განსხვავებული. ამ შემთხვევაში ანალიზისას მიზანშეწონილია σ_F-ის სუბიექტური შეფასების გამოყენება.

σ_M — საბაზრო შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული გადახრაა. ეს სიდიდე განისაზღვრება წინა წლების მონაცემების საფუძველზე და მიახლოებით 15%-ს შეადგენს.

$\beta_{P,F}$ – ფირმის შიდა β-კოეფიციენტია. განისაზღვრება (კონცეფტუალურად) პროექტის შემოსავლიანობის რეგრესიის გზით ფირმის შემოსავლიანობასთან შედარებით მოცემული პროექტის ჩათვლის გარეშე. ფირმისშიდა β-კოეფიციენტის გამოსათვლელად შეგვიძლია შემდეგი ფორმულის გამოყენება[1]:

$$\beta_{P,F} = \frac{\sigma_P}{\sigma_F} I_{P,F} \qquad (7.1.)$$

აქედან ჩანს, რომ პროექტის ფირმისშიდა β-კოეფიციენტი მისი ერთეულოვანი რისკის, σ_P, ფირმის სხვა აქტივების რისკიანობის, σ_F, და პროექტის შემოსავლიანობასა და ფირმის სხვა აქტივების შემოსავლიანობას შორის კორელაციის კოეფიციენტის ფუნქციაა. ამგვარად, ფირმისშიდა β-კოეფიციენტი წარმოადგენს პროექტის წვლილის საზომს ფირმის კორპორაციულ რისკში.

$\beta_{P,M}$ – პროექტის β-კოეფიციენტია აქციების საბაზრო პორტფელის კონტექსტში; შეიძლება იქნას გამოთვლილი (თეორიულად) პროექტის შემოსავლიანობის რეგრესიის გზით ბაზარზე შემოსავლიანობასთან შედარებით. $\beta_{P,M}$ შეიძლება იქნას გამოხატული $\beta_{P,F}$-ის ანალოგიური ფორმულით. იგი პროექტის საბაზრო β-კოეფიციენტია და წარმოადგენს პროექტის წვლილის საზომს რისკში, რომელსაც ფირმის, საკარაუდოდ კარგად დიეერსიფიცირებული პორტფელის მფლობელი, აქციონერები განიცდიან.

პროექტის რისკის მახასიათებლები

3. ნახ. 7.1-ის ზედა მართკუთხედი გვიჩვენებს, რომ პროექტის რისკს გააჩნია სამი მახასიათებელი: 1) პროექტის შემოსავლიანობის პროგნოზირებული მნიშვნელობის საშუალო კვადრატული გადახრა, σ_P; 2) პროექტის შემოსავლიანობასა და ფირმის სხვა აქტივების შემოსავლიანობას შორის კორელაცია $r_{P,F}$, და 3) პროექტის შემოსავლიანობასა და საფონდო ბაზრის შემოსავლიანობას შორის კორელაცია, $r_{P,M}$. როგორც მარცხენა მართკუთხედშია ნაჩვენები, პროექტის რისკის ორი მახასიათებელი – σ_P და $r_{P,M}$ – ფირმის სხვა აქტივების შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატულ გადახრასთან შეერთებით, σ_F, განსაზღვრავს პროექტის წვლილს ფირმის კორპორაციულ, ანუ ფირმისშიდა რისკში. მარჯვენა მართკუთხედში ნაჩვენებია, რომ პროექტის რისკის ორი მახასიათებელი – σ_P და $r_{P,M}$ – ბაზრის რისკიანობასთან ერთად, σ_M, განსაზღვრავს პროექტის წვლილს კარგად დიეერსიფიცირებული ინვესტორის პორტფელის რისკიანობაზე, ანუ პროექტის საბაზრო რისკს.

4. ცხადია, რომ პროექტის რისკიანობის შეფასების დროს, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მისი ერთეულოვანი რისკის გაზომვა, σ_P, რადგან კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირებისას ეს შემადგენელი გამოიყენება ანალიზის ყველა ეტაპზე იმის მიხედვით, თუ რა სურთ გაზომონ: კორპორაციული რისკი, საბაზრო რისკი თუ რისკის ორივე სახე ერთად.

5. პროექტების უმეტესობას გააჩნიათ კორელაციის დადებითი კოეფიციენტი ფირმის სხვა

[1] **Brigham E.** Fundamentals of Financial Management. 6-th ed. – New York, The Dryden Press, 1992.

აქტივებთან, ამასთან მისი მნიშვნელობა განსაკუთრებით მაღალია პროექტებისათვის, რომლებიც ფირმის მოღვაწეობის მაპროფილირებელ სფეროს მიეკუთვნებიან, და ნაკლებად მაღალია (მაგრამ მაინც დადებითი) პროექტებისათვის, რომლებიც მაპროფილირებელი სფეროს ფარგლებს ცდებიან. მიუხედავად ამისა, კორელაციის კოეფიციენტი იშვიათად უდრის +1.0. ამ შემთხვევაში უმეტესობა პროექტების ერთეულოვანი რისკის რაღაც ნაწილი დივერსიფიკაციის მეშვეობით იქნება მოცილებული, ხოლო რაც უფრო დიდია ფირმა, მით უფრო შესაძლებელი ხდება ეს ეფექტი. ამიტომ, ნახ. 7.3-ის ქვედა მარცხენა კუთხეში ალბათობის განაწილების გრაფიკზე ერთეულოვანი რისკისათვის, რომელიც ამორჩეულია პროექტის საილუსტრაციოდ, ნაჩვენებია განაწილების უფრო ბრტყელი მრუდი, ვიდრე ამაეე პროექტის რისკისათვის ფირმის აქტივების პორტფელის თვალსაზრისით. ეს იმაზე მეტყველებს, რომ პროექტის კორპორაციული რისკი ნაკლებია მის ერთეულოვან რისკზე.

6. გარდა ამისა, პროექტების უმეტესობა დადებითად კორელირებენ სხვა აქტივებთან ქვეყნის ეკონომიკაში — კორპორაციის ფასიანი ქაღალდების დიდი ნაწილი მაღალშემოსავლიანია ეკონომიკური ზრდის პირობებში და პირიქით. მაგრამ კავშირი, როგორც წესი, არ წარმოადგენს ფუნქციონალურს, ამიტომ ტიპიური პროექტის ერთეულოვანი რისკი ასევე უფრო მაღალია, ვიდრე მისი საბაზრო რისკი. შესაბამისად, მარჯვენა გრაფიკზე მოყვანილი ალბათობის განაწილების მრუდი პროექტის ერთეულოვანი რისკისათვის უფრო ბრტყელია, ვიდრე რისკის განაწილებისათვის საბაზრო პორტფელის კონტექსტში.

7. თუ პროექტის ფირმისშიდა $\beta_{P,F}$ უდრის 1.0, მაშინ პროექტის კორპორაციული რისკის ხარისხი უდრის საშუალო პროექტის რისკის ხარისხს. თუ $\beta_{P,F}$ მეტია 1.0-ზე, მაშინ პროექტის რისკი მეტია საშუალო კორპორაციულ რისკზე, ხოლო თუ $\beta_{P,F}$ ნაკლებია 1.0-ზე, როგორც წესი, საშუალო კორპორაციულ რისკზე დიდ რისკს მივყევართ საშუალოზე მაღალი კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) გამოყენებამდე. მაგრამ, ზუსტი ფორმულა იმის განსასაზღვრავად, თუ როგორი უნდა იყოს გადაჭარბება, არ არსებობს, ამიტომ შესწორების სიდიდე —საღი განსჯის საგანია.

8. თუ პროექტის საბაზრო $\beta_{P,M}$ ფირმის საბაზრო β-ს ტოლია, მაშინ პროექტს გააჩნია იგივე საბაზრო რისკი, რაც საშუალო პროექტს. თუ $\beta_{P,M}$ მეტია ფირმის β-ზე, მაშინ პროექტის რისკი მეტია საშუალო საბაზრო რისკზე, და პირიქით. როგორც წესი, საშუალოზე (საშუალოს ქვეშ იგულისხმება ფირმის β) მაღალ პროექტის საბაზრო β-ს მივყევართ WACC-ის გაზრდამდე. შესწორების შესატანად შეიძლება ფინანსური აქტივების შემოსაელიანობის შეფასების მოდელის (Capital Asset Pricing Model, CAPM) გამოყენება.

9. ხანდახან გამოითქმება აზრი, რომ ერთეულოვან ან კორპორაციულ რისკს მნიშვნელობა არ აქვს. რადგან, თუ ფირმა მიილტვის აქციონერების სიმდიდრის გაზრდისაკენ, მაშინ ერთადერთ რელევანტურ რისკს წარმოადგენს საბაზრო რისკი. ასეთი პოზიცია არ არის კორექტული შემდეგი მიზეზებით:

ა. არადივერსიფიცირებული აქციონერები, წერილი საწარმოების მფლობელების ჩათვლით, უფრო დაინტერესებულნი არიან კორპორაციული რისკით, ვიდრე საბაზრო რისკით.

ბ. მრავალი თეორეტიკოსი ფინანსების დარგში ამტკიცებს, რომ ინვესტორები, კარგად დივერსიფიცირებულნიც კი, საჭირო შემოსაელიანობის განსაზღვრისას, საბაზრო რისკის გარდა მხედველობაში იღებენ სხვა ფაქტორებსაც. ერთ-ერთი ასეთი ფაქტორია — ფინანსური დაცემის რისკი, რომელიც ფირმის კორპორაციულ რისკზეა დამოკიდებული. საჭირო შემოსაელიანობის ფაქტორების ემპირიულ გამოკვლევას, როგორც წესი, მივყავართ როგორც საბაზრო, ასევე კორპორაციული რისკის მნიშვნელოვნების დასკვნამდე.

გ. ფირმის სტაბილურობა მნიშვნელოვანია მის მოღვაწეობასთან დაკავშირებული ყველა დანარჩენი კონტრაგენტისათვის — მენეჯერების, კლიენტების, თანამშრომლების, მიმწოდებლების, კრედიტორების, სოციალური სფეროს წარმომადგენლების და ა. შ. ჩათვლით. ფირმები, რომლებიც გაკოტრების ან მოგების და წარმოების მოცულობის შემცირების საფრთხის ქვეშ იმყოფებიან,

სირთულეებს განიცდიან კარგი მენეჯერებისა და თანამშრომლების მოზიდვისა და შენარჩუნების მხრივ. გარდა ამისა, სუსტ ფირმებთან საქმის დაჭერა არ უნდათ როგორც მიმწოდებლებს, ასევე მომხმარებლებს. ასეთ ფირმებს უჭირთ სესხის მიღება, და თუ იღებენ მხოლოდ მაღალი პროცენტით. ამ ფაქტორებს მივყავართ რისკიანი ფირმების მომგებიანობის შემცირებამდე და შესაბამისად, მათი აქციების ფასიც მცირდება.

აღნიშნული მიზეზების გამო კორპორაციული რისკი მნიშვნელოვანია აგრეთვე კარგად დივერსიფიცირებული აქციონერისათვისაც კი.

7.4. საპროექტო დაფინანსების რისკები

საპროექტო დაფინანსების დროს უნდა ვითვალისწინებდეთ შიდა სახის შემდეგ რისკებს: საპროექტო დოკუმენტაციის მოუმზადებლობას; საწარმოო ტექნოლოგიურ რისკს; საწარმოს განვითარებაში არსებული პრიორიტეტების შეცვლის რისკს; პროექტის მონაწილე საწარმოების მიზნების, ინტერესებისა და ქცევების გაურკვეველობას; პროდუქციის გასაღების მოთხოვნებთან გასაღების არსებულ მიმართულებათა შეუსაბამობის რისკს; პროექტის მონაწილეთა ფინანსური მდგომარეობისა და საქმიანი რეპუტაციის შესახებ არსებული ინფორმაციის უზუსტობასა და არასისრულეს; პროექტის თავისდროულად რეალიზებისა და გაანგარიშებით ეფექტიანობაზე გასვლის რისკს და სხვა.

საინვესტიციო პროექტის რისკები წარმოშობის დროის მიხედვით პირობითად სამ სტადიად შეგვიძლია დავყოთ:

- მოსამზადებელ სტადიაზე გაჩენილი რისკები;
- ობიექტის მშენებლობასთან დაკავშირებული რისკები;
- ობიექტის ფუნქციონირებასთან დაკავშირებული რისკები.

უფრო მაღალი დონის რისკები ახასიათებს პროექტის რეალიზების მეორე და მესამე სტადიებს. ობიექტის მშენებლობის სტადიაზე ყველაზე უფრო მოსალოდნელია ის რისკები, რომლებიც უკავშირდება საწარმოს ამოქმედების დაყოვნებას, პროექტის სახარჯთაღრიცხვო ღირებულების გადამეტებას, პროდუქციის თვითღირებულების შეცვლას ნედლეულისა და მასალების გაძვირების გამო, შემკვეთის გადახდის-უნარიანობის გაუარესებას. მესამე სტადიას ყველაზე უფრო მეტად ახასიათებს შიდა (სამეურნეო) რისკები, რომლებსაც განაპირობებს საწარმოს მართვის დაბალი ხარისხი, პროდუქციაზე მოთხოვნის რყევა, ალტერნატიული კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოჩენა, მომხმარებელთა გადახდისუნარიანობა და სხვა.

ფასიან ქაღალდებში დაბანდებათა განხორციელების დროს ფუნდამენტური ანალიზის პროცესში, ზემოაღნიშნულ საერთო სპეციფიკურ რისკებთან ერთად, დიდ მნიშვნელობას იძენს საფონდო ბაზართან დაკავშირებული ტექნიკური რისკების განხილვა. ესაა, კერძოდ, ფასიანი ქაღალდების არათანაბრად მიწოდების რისკი და ანგარიშსწორებათა დარეგულირების რისკი.

7.5. საინვესტიციო რისკების რეგულირების პროცესი

საინვესტიციო საქმიანობას ყოველთვის თან ახლავს რისკები. მისი წარმატებით განხორციელება დიდადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ რამდენად ხერხდება შემოსავლიანობისა და რისკის ოპტიმალური თანაფარდობის პოვნა და რისკების კვალიფიციურად მართვა.

რისკის მარეგულირებელ მოქმედებათა თანმიმდევრობა ასეთია:

- საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკების იდენტიფიკაცია;

- ინფორმაციის იმ წყაროებისა და მოცულობების გამოყენება, რომლებიც აუცილებელია საინვესტიციო რისკების დონის შეფასებისათვის;
- რისკების ანალიზის კრიტერიუმებისა და მეთოდების განსაზღვრა;
- რისკების შემცირების ღონისძიებათა შემუშავება და მათი დაზღვევის ფორმების შერჩევა;
- რისკების მონიტორინგი მათი მნიშვნელობების აუცილებელი კორექტირების მიზნით;
- რისკების რეგულირების რეტროსპექტული ანალიზი.

რისკების იდენტიფიკაცია. რისკების იდენტიფიკაცია გულისხმობს შესაძლო რისკების შემადგენლობისა და შინაარსის გამოყენებას. კონკრეტული საინვესტიციო ობიექტისათვის რისკების იდენტიფიკაციის ის საერთო საფუძველი, რომელიც რისკის სტრუქტურაზე გვაძლევს წარმოდგენას, არის რისკების კლასიფიკაცია. მის შესაბამისად აყენენ რისკების შემადგენლობასა და შინაარსის ცალკეული საინვესტიციო დაბანდებებისათვის, შემდეგ დაბანდებათა ჯგუფებისათვის და, ბოლოს, საინვესტიციო დაბანდებათა მთელი ერთობლიობისათვის.

რისკების შეფასებისათვის აუცილებელი ინფორმაციის წყაროები. რისკის დონის შეფასება მოითხოვს იმ ინფორმაციის წყაროებისა და მასივების განსაზღვრას, რომელიც მოიცავს სტატისტიკურ და ოპერატიულ მონაცემებს, ექსპერტულ შეფასებებსა და პროგნოზებს, რეიტინგებსა და ა.შ. უფრო სრული და ზუსტი ინფორმაციის ქონისას მიღებული გადაწყვეტილებები უფრო აწონილ-დაწონილია და, მაშასადამე, ნაკლებად სარისკო. რისკების მართვის მიზნით აუცილებელი ინფორმაცია შემდეგ ბლოკებად შეგვიძლია დავყოთ:

- ინფორმაცია საინვესტიციო საქმიანობის მონაწილეების შესახებ;
- ინფორმაცია ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურისა და მისი ცვლილებების ტენდენციების შესახებ;
- ინფორმაცია იმ მოსალოდნელი მოვლენების შესახებ, რომლებსაც მნიშვნელოვანი გავლენის მოხდენა შეუძლიათ ბაზარზე;
- ინფორმაცია ნორმატიულ ბაზაში იმ ცვლილებების შესახებ, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობაზე იმოქმედებენ;
- ინფორმაცია საინვესტიციო დაბანდებათა პირობების შესახებ.

ინფორმაციის ძირითადი წყაროებია: სტატისტიკური ანგარიშები, რომელსაც სახელმწიფოებრივი ორგანოები აქვეყნებენ; საფინანსო, საბირჟო და სპეციალური პრესა („Euromoney", „Institutional Investor", „Project Finanse", „Деловой Экспресс" და სხვა), საერთაშორისო და ეროვნული საინფორმაციო სისტემების ფინანსების ბაზრის ქვესისტემები („ lumberg", „Reuter", „Финмаркет"), მონაცემთა სპეციალური ბაზები (DIALOG, NEWSNET და სხვა), ნორმატიული აქტების მონაცემთა ბაზები, სარეიტინგო სააგენტოების მონაცემთა სისტემები, ბირჟებისა და ორგანიზებული არასაბირჟო სისტემების საინფორმაციო სისტემები, ბანკების ანალიტიკური განყოფილების შეფასებები და საპროგნოზო მასალები, ექსპერტული შეფასებები.

ინფორმაციის სტატისტიკური გადამუშავება მიზანშეწონილია განხორციელდეს არასრული სტატისტიკური დაკვირვების ისეთი მეთოდების გამოყენებით, როგორიცაა რეპრეზენტატული შერჩევა შემთხვევით საფუძველზე, ინფორმაციის მიზანმიმართულად გადარჩევა საკლასიფიკაციო საფუძველზე, ანკეტური გამოკითხვები.

სრული სტატისტიკური დაკვირვების მეთოდები უფრო შრომატევადია და მათ იშვიათად იყენებენ, თუმცა, სარწმუნო სტატისტიკური ბაზის ქონისას მათი გამოყენება უფრო ზუსტი დასკვნების გამოტანის შესაძლებლობას იძლევა. აღსანიშნავია, რომ ინფორმაციის პირველადი მასივების შერჩევისა და გადამუშავების ხარისხი დიდად განსაზღვრავს ანალიზის შედეგებს, რაც რისკის რეგულირების ამ ბლოკის დიდ მნიშვნელობას განაპირობებს.

რისკების ანალიზის კრიტერიუმებისა და მეთოდების განსაზღვრა

რისკების რეგულირების პროცესის შემდეგი ბლოკია რისკების ანალიზის კრიტერიუმების

და მეთოდების განსაზღვრა. საამისოდ ინვესტირების ყოველი ობიექტისათვის მიზანშეწონილია მაჩვენებელთა კომპლექსის შემუშავება რისკების ნომენკლატურის წინასწარ იდენტიფიცირებული მუხლების მიხედვით და კრიტიკული და ოპტიმალური მნიშვნელობების დადგენა ცალკეული მაჩვენებლების და მათი კომპლექსისათვის.

საინვესტიციო რისკი ახასიათებს პროგნოზული შემოსავლის ვერმიღების ალბათობას. ამიტომ მის დონეს აფასებენ ინვესტიციებიდან მოსალოდნელ შემოსავლების გადახრით საშუალო ან გაანგარიშებითი სიდიდიდან. მოსალოდნელი შემოსავლის მიღების ალბათობის გაანგარიშებისას შეგვიძლია გამოვიყენოთ როგორც სტატისტიკური, ისე საექსპერტო შეფასებათა მონაცემები. მაგრამ არასაკმარისი სტატისტიკის დროს საუკეთესო მეთოდად უნდა მივიჩნიოთ სტატისტიკური ინფორმაციის დამუშავება ექსპერტთა მიერ და ამ საფუძველზე საექსპერტო შეფასებათა განხორციელება.

საინვესტიციო რისკების ტრადიციულ სტატისტიკურ შეფასებას ორი მეთოდით ახდენენ:

1. ალბათურ განაწილებათა მეთოდით;

2. β კოეფიციენტის მიხედვით შეფასების მეთოდით.

ალბათურ განაწილებათა საფუძველზე საინვესტიციო რისკების შეფასებისთვის საჭიროა საინვესტიციო დაბანდებებიდან მოსალოდნელი შემოსავლის განხილვა. შემთხვევით ცვლად სიდიდედ და მის შესაძლო მნიშვნელობათა ალბათური განაწილების არსებობა. ამის შესაბამისად, რისკის დონეს შემდეგი სიდიდეებით აფასებენ:

შემოსავლიანობის მათემატიკური მოლოდინი $M(A)=\sum_{i=1}^{n}(A_i P_i)$ (7.2)

შემოსავლიანობის დისპერსია $\sigma=\sum_{i=1}^{n}\left[(A_i-M(A_i))\right]^2$ (7.3)

შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული გადახრა $\sigma=\sqrt{\sigma^2}$ (7.4)

ვარიაციის კოეფიციენტი $B_p=\frac{\sigma}{M(A)}$ (7.5)

სადაც A_i გაანგარიშებითი შემოსავალია კონიუნქტურის სხვადასხვა მნიშვნელობის დროს; p – ალბათობის ის მნიშვნელობა, რომელიც გაანგარიშებით შემოსავალს შეესაბამება; n – დაკვირვებათა რაოდენობა.

ამასთან, შემოსავლიანობის უდიდესი ალბათური მნიშვნელობა A_p მოთავსებულია შემდეგ დიაპაზონში:

$$M(A)-\sigma<A_p<M(A)+\sigma$$

შემოსავლიანობის ვარიაციები

მოსალოდნელი შემოსავლის ერთნაირი მნიშვნელობების დროს უფრო საიმედოა ის დაბანდებები, რომლებსაც ახასიათებს საშუალო კვადრატული გადახრის ნაკლები მნიშვნელობა. ეს მაჩვენებელი მიუთითებს მოსალოდნელი შემოსავლის მიღების ალბათობის რყევას (შემოსავლიანობის ვარიაციას).

შესადარებელი საინვესტიციო ობიექტების მიხედვით შემოსავლიანობის საშუალო დონეების განსხვავებული მნიშვნელობისას დაბანდებათა მიმართულებების შერჩევა ვარიაციის მნიშვნელობებიდან გამომდინარე შეუძლებელია. ამიტომ ასეთ დროს საინვესტიციო გადაწყვეტილებას იღებენ ვარიაციის კოეფიციენტის საფუძველზე, რომელიც აფასებს შემოსავლიანობის სიდიდეზე რისკის ოდენობას. უპირატესობას ანიჭებენ იმ საინვესტიციო პროექტებს, რომელთა ვარიაციის კოეფიციენტი უფრო დაბალია, რაც შემოსავლისა და რისკის უკეთეს თანაფარდობაზე მეტყველებს.

β კოეფიციენტის მიხედვით შეფასების მეთოდს იყენებენ მოცემული საინვესტიციო ობიექტის (ძირითადად – საფონდო ინსტრუმენტების) რისკის შეფასებისას სისტემატური (საბაზრო) რისკის დონის მიმართ. კოეფიციენტს განსაზღვრავენ ფორმულით:

$$\beta=\frac{k_p\sigma_i}{\sigma_r} \qquad (7.6)$$

სადაც K_p მოცემული საფონდო ინსტრუმენტის შემოსაელიანობასა და მთელი საფონდო ინსტრუმენტების შემოსაელიანობის საშუალო დონეს შორის კორელაციაა; σ_i – მოცემული საფონდო ინსტრუმენტის შემოსაელიანობის საშუალო კვადრატული გადახრა; σ_r – საშუალო კვადრატული გადახრა ფასიანი ქაღალდების მთელი ბაზრისათვის.

როცა $\beta=1$, მოცემულ საფონდო ინსტრუმენტს ახასიათებს რისკის საშუალო დონე; როცა $\beta>1$ რისკის დონე მაღალია; როცა $\beta<1$ მაშინ რისკის დონე დაბალია. მაშასადამე, β-ს მატებასთან ერთად საინვესტიციო დაბანდებათა სისტემატური რისკის დონეც მაღლა იწევს.

ინვესტირების არაერთ ობიექტზე სტატისტიკური მონაცემების უქონლობის ან უზუსტობის შემთხვევაში საინვესტიციო საქმიანობის რისკების შესაფასებლად სტატისტიკური მეთოდების გამოყენება შეზღუდულია. ერთგვარი სიფრთხილით მათ კიდევ იყენებენ საფონდო ინსტრუმენტების რისკების ანალიზისათვის, მაგრამ საინვესტიციო დაკრედიტებისა და საპროექტო დაფინანსების რისკების შეფასება სტატისტიკური მეთოდების საფუძველზე, როგორც წესი, სარწმუნო არაა. ასეთ შემთხვევაში რისკებს საექსპერტო გზით აფასებენ. ამისათვის ინვესტირების თითოეული ობიექტისათვის მიზანშეწონილია მაჩვენებელთა კომპლექსის შემუშავება რისკების ნომენკლატურის წინასწარ იდენტიფიცირებული მუხლების მიხედვით და ზღვრული და ოპტიმალური მნიშვნელობის განსაზღვრა ცალკეული მაჩვენებლებისა და მათი კომპლექსისათვის.

მარტივი რისკების განსაზღვრის შემდეგ წყდება საკითხი მრავალფეროვანი მაჩვენებლების ერთიან ინტეგრალურ შეფასებამდე დაყვანის მეთოდის შერჩევის შესახებ. ეს შეიძლება იყოს სარეიტინგო მაჩვენებლების მიღების ტრადიციული მეთოდებიდან ერთ-ერთი: **ინდექსების მეთოდი, დაშორებათა მეთოდი, ფარდობით სიდიდეთა მეთოდი, შეწონილ ბალურ შეფასებათა მეთოდი.**

საერთო რისკში ცალკეული რისკების როლის შეფასებისათვის იყენებენ შეწონვას; ამ დროს ინვესტირების ყოველი ობიექტისათვის შესაძლებელია სხვადასხვა მიდგომის გამოყენება ისეთი საერთო მოთხოვნების დაცვის პირობით, როგორიცაა წონითი კოეფიციენტების არაუარყოფითობა და მათი ჯამის გატოლება 1 – თვის.

ყველაზე მეტ ყურადღებას იმსახურებს ის მიდგომა, რომელიც გულისხმობს ცალკეული რისკების რანჟირებას პრიორიტეტულობის ხარისხის მიხედვით და წონის k კოეფიციენტების განსაზღვრას ამ რისკების მნიშვნელობის შესაბამისად. მაგალითად, წონითი კოეფიციენტის მაქსიმალურ k_1 მნიშვნელობას იმ რისკებს ანიჭებენ, რომელთაც პირველხარისხოვანი მნიშვნელობა აქვთ შექმნილ ვითარებაში, მინიმალურ k_n მნიშვნელობას კი – ბოლო რანგის რისკებს. ტოლი მნიშვნელობის მქონე რისკებს ერთნაირ წონით კოეფიციენტებს აძლევენ. განსაზღვრავენ, აგრეთვე, პირველი და ბოლო რანგის წონით კოეფიციენტებს შორის თანაფარდობას $q=k_1/k_n$ შეწონვის მეთოდად იყენებენ საშუალო არითმეტიკულის ან საშუალო გეომეტრიულის გაანგარიშებას.

მეზობელ რანგებს შორის დაშორება შეგვიძლია ვიანგარიშოთ შემდეგი ფორმულით:

$$S=\frac{K_n(q-1)}{n-1} \qquad (7.7)$$

m რანგის მქონე ცალკეული რისკის წონითი კოეფიციენტი შეადგენს:

$$K_m = K_n + (n-m)S \qquad (7.8)$$

აქედან $K_m = K_n + (n-m)Kn(q-1)(n-1) = Kn[1+(n-m)(q-1)(n-1)]$ (7.9)

თუკი მარტივ რისკებს ვერ ანაწილებენ პრიორიტეტულობის ხარისხის მიხედვით, მაშინ მათ, შესაბამისად, ტოლი წონითი კოეფიციენტები (1/n) აქვთ.

პრიორიტეტულობის ხარისხის მიხედვით წონითი კოეფიციენტების გამოყენებისას რისკების

შეფასების შედეგების სარწმუნოობის კონტროლის მიზნით შეგვიძლია გამოვთვალოთ ინვესტირების ობიექტის მთლიანი რისკი. ამისათვის ეყრდნობიან შემთხვევითი განაწილების მეთოდით ნაპოვნ წონით კოეფიციენტებს. წონითი კოეფიციენტების მნიშვნელობებად შესაძლებელია, კერძოდ, საშუალო სიდიდის (1/n) ან საშუალო კვადრატული გადახრის სიდიდის გამოყენება, რომელსაც ანგარიშობენ ვარიაციის კოეფიციენტის შესაძლო მნიშვნელობიდან (B_γ/n) გამომდინარე.

7.6. რისკების შემცირების ღონისძიებათა შემუშავება

რისკების რეგულირების პროცესის მომდევნო სტადიაა მათი დაზღვევის ღონისძიებათა შემუშავება. დაზღვევის ობიექტებად შეგვიძლია მივიჩნიოთ როგორც მოცემული სახის ინვესტირებისთვის ჩვეული რისკების მთელი კომპლექსი, ისე ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი რისკები (კერძოდ ისინი, რომელთა წილად მოდის მთელი რისკების მნიშვნელობის 5%-ზე მეტი). ამ ბოლო შემთხვევაში არსებით რისკებს გამოყოფენ ცალკე ბლოკად, რათა შეიმუშაონ მათი შემცირების კონკრეტული ღონისძიებები.

რისკის დაზღვევის საერთო მეთოდებია რისკების დივერსიფიკაცია, რისკების რეალიზაციისას გამოსაყენებელი სპეციალური რეზერვების შექმნა, რისკების მთლიანად ან ნაწილობრივ გადაცემა სადაზღვევო კომპანიებისათვის, ვადიანი კონტრაქტებისა და გარიგებების დადების სისტემა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, გარანტიების გაცემა, დადებულ ხელშეკრულებებში დამცავი დათქმების ჩართვა[1].

საინვესტიციო რისკების დივერსიფიკაცია გულისხმობს საინვესტიციო აქტივებისა და დაფინანსების წყაროების მართვის გაუმჯობესებას, მათ ოპტიმიზებას მოცულობების, ვადებისა და სტრუქტურის მიხედვით. დივერსიფიკაციის პრინციპის დაცვას დიდი მნიშვნელობა აქვს ბანკების საინვესტიციო – საკრედიტო საქმიანობის განხორციელების დროს. აღსანიშნავია, რომ ეროვნული ბანკის მიერ შემოღებული ეკონომიკური ნორმატივები ძირითადად საკრედიტო რისკების შემცირებაზე ახდენენ ბანკების ორიენტირებას. საკრედიტო დაბანდებათა დივერსიფიკაცია ხორციელდება სესხების ზღვრული თანხის, ერთ მსესხებელზე რისკის მაქსიმალური ზომის, მსხვილი კრედიტების რაოდენობისა და მათი საშუალო სიდიდის მაჩვენებლების დაწესებით. დივერსიფიკაციის დონის ამაღლებას ახასიათებს საკრედიტო დაბანდებათა მთელ თანხაში მსხვილი კრედიტების რაოდენობის გადიდება და მსხვილი კრედიტების ზომის შემცირება.

ამასთან, გამოყენებული მეთოდიკა არ ითვალისწინებს სხვა სახის საბანკო რისკებს, კერძოდ, საპროცენტო რისკს, და საინვესტიციო აქტივების დივერსიფიკაციის აუცილებლობას ვადების მიხედვით. ბანკის ინვესტიციების რისკის ხარისხის გასაზომად, დაფინანსების წყაროებთან მოცულობებითა და ვადებით მათი შესაბამისობის თვალსაზრისით და საპროცენტო რისკის გათვალისწინებით, შეგვიძლია გამოვიყენოთ შემდეგი მაჩვენებელი:

$$\sigma = \sum_{i}^{n} Ia_i - \sum_{i}^{n} IP_i \qquad (7.10)$$

სადაც σ რისკის დონის მაჩვენებელია; Ia_i ვადების მიხედვით შეწონილი საინვესტიციო დაბანდებები; Ip_i ვადების მიხედვით შეწონილი საინვესტიციო დაბანდებათა დაფინანსების წყაროები.

გარდა ამისა, ეს მაჩვენებელი საინვესტიციო აქტივებისა და მათი დაფინანსების წყაროების (რომლებიც

---

1 საზღვარგარეთის პრაქტიკაში დათქმებს ხშირად მიმართავენ: კონსორციული კრედიტების მიცემის დროს კროს-დეფოლტის ტიპის ხელშეკრულებებში, რომლებიც კრედიტზე არსებული დაგალიანების ვადამდე ამოღების უფლებას ანიჭებენ კრედიტორს, თუკი მსესხებელი არ ასრულებს სხვა კრედიტორების წინაშე აღებულ ვალდებულებებს; პარტნიორებთან კონტრაქტის გაფორმების დროს საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციაზე - „მიაწოდე ან გადაახადე" ტიპის ინფლაციის გამო გაუთვალისწინებელი ხარჯების შემცირების მიზნით.

ვადების მიხედვითაა შეწონილი) შეპირისპირების შედეგია და მოწმობს საინვესტიციო საქმიანობის უზრუნველყოფისათვის საჭირო სახსრების სიჭარბეს ან უკმარისობას. ეს საშუალებას გვაძლევს წინასწარ დავინახოთ ბანკში ფინანსურ სირთულეთა გაჩენის ალბათობა. მიღებული შედეგები, რომლებიც დანაკარგების რისკის გათვალისწინებით იქნება კორექტირებული, გვიჩვენებს იმ რეზერვების მაქსიმალურ სიდიდეს, რომელთა ჩამოყალიბება აუცილებელია რისკების რეალიზაციის შემთხვევისათვის.

აღსანიშნავია, რომ სპეციალური რეზერვების შექმნა როგორც რისკების დაზღვევის მეთოდი შესაძლოა განხორციელდეს როგორც **სავალდებულო** (ნორმატიული აქტების საფუძველზე), ისე **ნებაყოფლობითი** წესით. იმ ძირითადი სახის რეზერვებად, რომლებიც რისკების რეალიზაციის შემთხვევისათვის შეიძლება შეიქმნას, გვეყლინება შემდეგი: **რეზერვი საერთო რისკებისათვის, რეზერვი საკრედიტო რისკისთვის, ფასიანი ქაღალდების გაუფასურებისათვის, სარისკო ოპერაციებისთვის და დაფინანსების რისკი.**

რისკების მონიტორინგი. რისკების რეგულირების შემდეგი ეტაპია რისკების მონიტორინგის ჩატარება მიღებულ გადაწყვეტილებათა კორექტირების მიზნით. მონიტორინგის ჩატარების მნიშვნელოვანი პრინციპია შედეგების შესადარისობა, რის უზრუნველსაყოფადაც საჭიროა ერთიანი მეთოდიკის გამოყენება და თანაც დროის ტოლ ინტერვალებში.

მონიტორინგის ეფექტიანობა დიდადაა დამოკიდებული რისკის მაჩვენებელთა სისტემის აგების ხარისხზე, მისი რეპრეზენტატულობის დონეზე, აგრეთვე, იმ არასასიკეთო ცვლილებების მიმართ მგრძნობელობაზე, რომლებიც მოცემულ საინვესტიციო ობიექტთანაა შეხებაში.

რეტროსპექტული ანალიზი. რისკების რეგულირების პროცესის დამაგვირგვინებელი სტადიაა მათი რეგულირების შედეგების რეტროსპექტული ანალიზი. ასეთი ანალიზის ჩატარება სრულად დასაბუთებულია, რადგან საშუალებას გვაძლევს ერთმანეთს შევუდაროთ რისკების გეგმური და მიღწეული შედეგები, მიღებული გამოცდილება გაეითვალისწინოთ შემავალში რისკების რეგულირების პროცესის ოპტიმიზებისათვის.

საინვესტიციო რისკების ანალიზისა და რეგულირების განხილული მეთოდების გამოყენება მოითხოვს ინფორმაციის დიდი მასივების და მისი დამუშავების ხერხების, თეორიული და პრაქტიკული ცოდნის დიდი მარაგის დაგროვებას, ანალიტიკოს სპეციალისტთა მაღალ კვალიფიკაციას, კონსტრუქციული აზროვნებისა და საპროგნოზო შეფასებათა უნარს. ყოველივე ეს მეტად რთულს, შრომატევადსა და ძვირადღირებულს ხდის რისკების რეგულირების პროცესს. თუმცა, როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს, რისკების რეგულირების პროცესის მიმართ გამოჩენილი არასაკმარისი ყურადღება სათუოს ხდის არამარტო მოგების მაქსიმიზაციის შესაძლებლობის საკითხს, არამედ საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების ფინანსურ მდგრადობასაც.

7.7. მგრძნობიარობის ანალიზი

ინტუიციურ დონეზეც გასაგებია, რომ უამრავი ცვლადი, რომელიც პროექტის ფულად ნაკადს განსაზღვრავს, დანამდვილებით ცნობილი არ არის, ისინი უფრო მეტად ალბათობის განაწილების რაღაც კანონს ემორჩილებიან. ასევე ცნობილია, თუ იცვლება ძირითადი ცვლადი, მაგალითად, გაყიდული პროდუქციის მოცულობა, მაშინ პროექტის NPV და IRR-ც იცვლება. მგრძნობიარობის ანალიზი (sensitivity analysis) – ეს ის მეთოდია, რომელიც ზუსტად გვიჩვენებს, თუ რამდენად იცვლება NPV და IRR ერთ-ერთი შემავალი ცვლადის მოცემული ცვლილების საპასუხოდ, როცა სხვა დანარჩენი პირობები არ იცვლება.

მგრძნობიარობის ანალიზი იწყება საბაზისო ვარიანტის აგებით, რომელიც შემუშავებულია შემავალი სიდიდეების მოსალოდნელი მნიშვნელობების საფუძველზე. შემდეგ მოსალოდნელი ანუ საბაზისო მნიშვნელობების გამოყენებით იანგარიშება საბაზისო ვარიანტის NPV. ეხლა კი დავსვათ კითხვა „რა მოხდება თუ?". რა მოხდება თუ გაყიდვების მოცულობა ნატურალურ ერთეულებში მოსალოდნელთან შედარებით 20%-ით შემცირდება? რა მოხდება თუ დაეცემა რეალიზებული პროდუქციის ერთეულის თვითღირებულება? რა მოხდება თუ ცვლადი დანახარჯები მოსალოდნელთან შედარებით 10%-ით გაიზრდება? მგრძნობიარობის ანალიზი შემუშავებულია იმისათვის, რომ გადაწყვეტილების მიმღები პირი უზრუნველყოს ამ სახის კითხვებზე პასუხით.

მგრძნობიარობის ანალიზის შესრულებისას, ჩვეულებრივ ყველა ცვლადს რამდენიმეჯერ ცვლიან, მისი მოსალოდნელი მნიშვნელობის გარკვეული პროპორციით გაზრდით ან შემცირებით და სხვა ფაქტორების უცვლელად დატოვებით. ყოველი ვარიანტისათვის იანგარიშება NPV-ს მნიშვნელობა და საბოლოოდ, მათ საფუძველზე იგება NPV-ს დამოკიდებულების გრაფიკი ცვლადის ცვლილებაზე. რეგრესიის წირის დახრილობა გვიჩვენებს, თუ რამდენად მგრძნობიარეა პროექტის NPV თითოეული შემადგენლის ცვლილებისადმი: რაც უფრო ციცაბოა დახრილობა, მით უფრო მგრძნობიარეა NPV ცვლადის ცვლილების მიმართ.

შედარებითი ანალიზისას პროექტი მგრძნობიარობის უფრო ციცაბო მრუდებით უფრო რისკიანად ითვლება, რადგან შედარებით მცირე შეცდომა ცვლადის შეფასებისას, მაგალითად ცვლადი დანახარჯების პროდუქციის ერთეულზე, გვაძლევს დიდი შეცდომას პროექტის პროგნოზირებულ NPV-ში. ამგვარად, მგრძნობიარობის ანალიზი შეიძლება დაგვეხმაროს პროექტის რისკიანობის არსში ჩასაწვდომად.

საჭიროა, ყურადღება მივაქციოთ შემდეგ ორ დამატებით ფაქტს მგრძნობიარობის ანალიზთან დაკავშირებით. პირველ რიგში მგრძნობიარობის ანალიზის შესასრულებლად იდეალურად გამოდგებიან ელექტრონული ცხრილების კომპიუტერული მოდელები, რადგან ასეთი მოდელები აუტომატურად გადაიანგარიშებენ NPV-ს მნიშვნელობას ნებისმიერი შემავალი სიდიდის ცვლილებისას. მეორეს მხრივ, შესაძლებელია მგრძნობიარობის ყველა მრუდის წარმოდგენა ერთ გრაფიკზე, რაც სხვადასხვა შემავალი ცვლადებისათვის მგრძნობიარობის უშუალო შედარებას აადვილებს.

7.8. სცენარების ანალიზი

მიუხედავად იმისა, რომ მგრძნობიარობის ანალიზი, შესაძლებელია, ყველაზე ფართოდ გავრცელებული რისკის ანალიზის მეთოდია, მას მაინც გააჩნია რიგი შეზღუდვები. როგორც წესი, პროექტის ერთეულოვანი რისკი, დამოკიდებულია: 1) მისი NPV-ს მგრძნობიარობაზე ძირითადი ცვლადების ცვლილების მიმართ და 2) ამ ცვლადების მნიშვნელობების შესაძლო დიაპაზონზე, რაც მათი ალბათობების განაწილებებში გამოიხატება. რადგანაც მგრძნობიარობის ანალიზი განიხილავს მხოლოდ პირველ ფაქტორს, ამიტომ იგი არასრულია.

რისკის ანალიზის მეთოდი, რომელიც განიხილავს როგორც NPV-ს მგრძნობიარობას ძირითადი ცვლადების ცვლილების მიმართ, ასევე ცვლადების შესაძლო მნიშვნელობების დიაპაზონს, სცენარების ანალიზი ეწოდება. ამ დროს ფინანსური ანალიტიკოსი თხოვს პრაქტიკოს მენეჯერს ამოირჩიოს პირობების „ცუდი" ერთობლიობა (რეალიზაციის დაბალი მოცულობა ნატურალურ ერთეულებში, რეალიზაციის დაბალი ფასი, მაღალი ცვლადი დანახარჯები პროდუქციის ერთეულზე, მშენებლობის მაღალი ღირებულება და ა. შ.), საშუალო, ანუ „ყველაზე ალბათური" ერთობლიობა და „კარგი"

ერთობლიობა. შემდეგ იანგარიშება NPV "ცუდი" და "კარგი" პირობებისას და ადარებენ "ყველაზე ალბათურ" NPV-ს. აგრეთვე იანგარიშება NPV-ს მოსალოდნელი მნიშვნელობა, საშუალო კვადრატული გადახრა და ვარიაციის კოეფიციენტი. ამისათვის აუცილებელია თითოეული სცენარის განხორციელების ალბათობის შეფასება, თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ მათი ზუსტად შეფასება ძალიან რთულია.

თუმცა სცენარების ანალიზი გვაძლევს სასარგებლო ინფორმაციას პროექტის ერთეულოვან რისკზე, იგი მაინც შეზღუდულია პროექტის რამდენიმე დისკრეტული დაბოლოების განხილვით, მაშინ როცა სინამდვილეში შესაძლებლობების უსასრულო რაოდენობა არსებობს.

ინვესტიციური პროექტის შეფასება შესაძლებელია სპეციალური კომპიუტერული პროგრამების მეშვეობით, რომლებიც Cyul-ის ბაზაზეა შექმნილი. კერძოდ, „ალტინვესტი", ესაა პროგრამა, რომელიც გამოიყენება, რათა გაანალიზდეს ინვესტიციის ეფექტიანობა, პროექტის ფინანსური მხარე პროექტის განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკები.

7.9. იმიტაციური მოდელირება მონტე-კარლოს მეთოდით

ეს მეთოდი თავის სახელს უნდა უმადლოდეს ქალაქ მონტე-კარლოს, რომელიც თავის ბანკოს სათამაშო სახლებითაა ცნობილი. მონტე-კარლოს მეთოდი თავდაპირველად მოიხსენია პროფ. დევიდ ჰერცმა[1]. იგი აერთიანებს მგრძნობიარობისა და შემავალი ცვლადების ალბათობების განაწილების ანალიზებს. მაგრამ მოდელირება პროგრამული უზრუნველყოფის შედარებით ძლიერ სისტემას ითხოვს, მაშინ როცა სცენარების ანალიზი შესაძლებელია კალკულატორის დახმარებითაც კი გაკეთდეს.

კომპიუტერული მოდელირების პირველი ეტაპი ფულადი ნაკადის თითოეული საწყისი ცვლადის ალბათობის განაწილების მიცემაში მდგომარეობს, მაგალითად, ფასის და გაყიდვების მოცულობის. ამ მიზნისათვის ჩვეულებრივ უწყვეტი განაწილება გამოიყენება, რომელიც მთლიანად პარამეტრების უმნიშვნელო რაოდენობით მიიცემა, მაგალითად, საშუალო მნიშვნელობა და საშუალო კვადრატული გადახრა, ან ვარირებადი ცვლადის ქვედა ზღვარი, ყველაზე ალბათური მნიშვნელობა და ზედა ზღვარი.

იმიტაციური მოდელირების პრაქტიკაში განხორციელებისათვის შეგვიძლია რეკომენდაცია გავუწიოთ პროგრამულ პაკეტს „Risk Master", რომელიც ჯარვარდის უნივერსიტეტშია შემუშავებული.

მონტე-კარლოს მეთოდის გამოყენების საშუალებას იძლევა პროგრამა „Project Expert", რომელიც დაამუშავა სანკტ-პეტერბურგში კომპანიამ „პრო-ინვესტი"-მ.

იმიტაციური ანალიზის მიმზიდველობის მიუხედავად, მრეწველობაში იგი მაინც ისე ფართოდ არ გამოიყენება, როგორ ეს შეიძლება ყოფილიყო მოსალოდნელი. ერთ-ერთი მთავარი პრობლემა ცვლადების ალბათობის განაწილებისა და მათ შორის კორელაციის დასაბუთებაში მდგომარეობს. ცვლადებს შორის ნებისმიერი ტიპის კორელაციის მექანიკური შეტანა იმიტაციურ ანალიზში დიდ სიძნელეს არ წარმოადგენს. მიუხედავად ამისა, იმის განსაზღვრა თუ როგორი უნდა იყოს კორელაცია, ადვილი არ არის. სინამდვილეში, ექსპერტები, რომლებიც ცდილობდნენ ასეთი ურთიერთკავშირის შესახებ ინფორმაცია მიეღოთ პრაქტიკოსი მენეჯერებისაგან კონკრეტული შეფასებების სახით, აღნიშნავდნენ ამ სიძნელესთან შეჯახების შესახებ. რა თქმა უნდა, ეს პრობლემა არ წარმოადგენს გადაულახავს, და მოდელირება უფრო და უფრო ხშირად გამოიყენება ბიზნესში. მიუხედავად ამისა, მნიშვნელოვანია მხედველობაში ვიქონიოთ ცვლადების ალბათობის განაწილებისა და განაწილებებს შორის კორელაციის სარწმუნო შეფასების მიღების სირთულე.

კიდევ ერთი პრობლემა, რომელიც დაკავშირებულია როგორც სცენარების, ასევე იმიტაციურ

[1] **Hertz D. B.** Risk Analysis in Capital Investments – Harvard Business Review, №1, 1964, გვ. 95-106.

ანალიზთან, ისაა, რომ გამოსათელელი პროცედურების დამთავრების შემდეგაც კი არ ჩნდება გადაწყვეტილების მიღების გარკვეული კრიტერიუმი. ანალიზი მთავრდება მოსალოდნელი NPV-ს და მის გარშემო მნიშვნელობების განაწილების მიღებით, რომელიც შეიძლება პროექტის ერთეულოვანი რისკის შესაფასებლად გამოვიყენოთ. მაგრამ ანალიზი არ იძლევა მექანიზმს, რომლის დახმარებითაც შესაძლებელი იქნებოდა ზუსტად განგვესაზღვრა, საკმარისია თუ არა პროექტის მომგებიანობა, რომლის საზომს წარმოადგენს მისი მოსალოდნელი NPV, მისი რისკის საკომპენსაციოდ, რომლის მაჩვენებელს σ_{NPV} ან CV_{NPV} წარმოადგენს.

და საბოლოოდ, რადგან სცენარების ანალიზი და იმიტაციური ანალიზი მიმართულია პროექტის ერთეულოვან რისკზე, ისინი უგულებელყოფენ პროექტების ფირმისშიდა დივერსიფიკაციის გაელენას, და ასევე ინვესტორების პერსონალური პორტფელების დივერსიფიცირების ხარისხს. ამგვარად, თუ ცალკეული პროექტი იზოლირებულად ფასდება, მისი შემოსავალი შეიძლება საკმაოდ გაურკვეველი იყოს. მაგრამ, თუ ეს შემოსავალი არ კორელირებს ფირმის სხვა აქტივების შემოსაელებთან ან აქციების პორტფელის შემოსაელებთან, მაშინ პროექტი შეიძლება არ იყოს ძალიან რისკიანი კორპორაციული ან საბაზრო რისკის თვალსაზრისით. სინამდვილეში, თუ პროექტის შემოსაელები უარყოფითად კორელირებენ ფირმის სხვა აქტივების შემოსაელებთან, მაშინ მას შეუძლია შეამციროს ფირმის კორპორაციული რისკი, და რაც უფრო მეტია მისი σ_{NPV}, მით უფრო ამცირებს იგი ფირმის საერთო რისკს. ანალოგიურად, თუ პროექტის შემოსაელიანობას საფონდო ბაზართან არ გააჩნია დადებითი კორელაცია, მაშინ საკმაოდ არამდგრადი შემოსაელების მქონე პროექტიც კი არ ჩაითელება რისკიანად კარგად დივერსიფიცირებული აქციონერებისათვის, რომლებიც ჩვეულებრივ საბაზრო რისკით უფრო დაინტერესებულნი არიან, ვიდრე ერთეულოვანი ან კორპორაციული რისკით.

კორპორაციული რისკი

რისკის ყველაზე რელევანტურ სახეობას მენეჯერების, დაქირავებული მუშაკების, კრედიტორებისა და მიმწოდებლებისათვის, როგორც წესი, ფირმისშიდა (კორპორაციული) რისკი წარმოადგენს, მაშინ როცა კარგად დივერსიფიცირებული აქციონერებისათვის ყველაზე რელევანტურია პროექტის საბაზრო რისკი. პროექტის კორპორაციული რისკი — ეს პროექტის წელილია ფირმის მთლიან რისკში, ანუ სხვანაირად რომ ვთქვათ, პროექტის გაელენა ფირმის კონსოლიდირებული ფულადი ნაკადების მერყეობაზე. კორპორაციული რისკი წარმოადგენს, როგორც პროექტის საშუალო კვადრატული გადახრის, ასევე ფირმის სხვა აქტივების შემოსაელებთან მისი კორელაციის ფუნქციას. ამიტომ, პროექტს, საშუალო კვადრატული გადახრის მაღალი მნიშვნელობით, ექნება შედარებით დაბალი კორპორაციული რისკი, თუ მისი შემოსავალი არ კორელირებს ან უარყოფითად კორელირებს ფირმის სხვა აქტივების შემოსაელებთან.

კორპორაციული რისკი მშვენივრად ეწერება მახასიათებელი წრფის კონცეფციაში, რომელიც გამოხატავს ფინანსური აქტივების შემოსაელიანობასა და საფონდო ბირჟის ერთ-ერთი ინდიკატორით, მაგალითად, S&P500 ინდიკატორით, განსაზღვრული საბაზრო პორტფელის შემოსაელიანობას შორის დამოკიდებულებას. ამ წრფის დახრილობა წარმოადგენს β კოეფიციენტს, რომელიც მოცემული აქტივის საბაზრო რისკის მაჩვენებელია. თუ ჩვენ ფირმას ცალკეული აქტივების პორტფელად ჩავთელით, მაშინ მახასიათებელი წრფე შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც პროექტის შემოსაელიანობის დამოკიდებულება მთლიანად ფირმის შემოსაელიანობაზე, რომელიც მისი ცალკეული აქტივების შემოსაელიანობით განისაზღვრება, შესაფასებელი პროექტის გამოკლებით. ასეთი მახასიათებელი წრფის დახრილობა რიცხობრივად პროექტის კორპორაციული რისკის β-ს მნიშვნელობას გამოხატავს.

პროექტი, რომლის კორპორაციული რისკის β-ს მნიშვნელობა 1.0-ის ტოლია, იმდენადვე რისკიანი იქნება, რამდენადაც რისკიანია ფირმის საშუალო აქტივი. პროექტი, 1.0-ზე მეტი β კორპორაციული

რისკით, უფრო რისკიანი იქნება, ვიდრე ფირმის საშუალო აქტივი და პირიქით. როგორც ნახ. 7.3-ზეა ნაჩვენები, პროექტის β კორპორაციული რისკი დამოკიდებულია სამ ფაქტორზე: σ_p, σ_F და r_p. პროექტს σ_p და $r_{p,F}$ -ს შედარებით მაღალი მნიშვნელობებით დიდი კორპორაციული რისკი ექნება ვიდრე ამაყე ძაჩვენებლების შედარებით დაბალი მნიშვნელობებში მქონე პროექტს. მიუხედავად ამისა, თუ პროექტის შემოსავლიანობა უარყოფითად კორელირებს ფირმის შემოსავლიანობასთან მთლიანად, მაშინ σ_p-ს მაღალი მნიშვნელობა უფრო უმჯობესია, რადგან რაც უფრო მეტია σ_p, მით უფრო მეტია უარყოფითი β-ს მოდული და შესაბამისად, უფრო ნაკლებია პროექტის კორპორაციული რისკი.

პრაქტიკაში ძალიან ძნელია ცალკეული პროექტების შემოსავლიანობის განაწილების დასაბუთებული პროგნოზის გაკეთება. რაც შეეხება ფირმას, მთლიანად ან მისი განყოფილებისათვის განაწილების აგება საკმაოდ შესაძლებელია. ამგვარად, მახასიათებელი წრფე იშვიათად გამოიყენება ცალკეული პროექტის კორპორაციული რისკის შესაფასებლად, მაგრამ სავსებით მისაღებია მისი დამოუკიდებელი განყოფილებების რისკის შესაფასებლად. ამის გამო, პროექტის ერთეულოვანი რისკიდან მის კორპორაციულ რისკზე გადასვლა ჩვეულებრივ სუბიექტურად ხორციელდება. თუ ახალი პროექტი ფირმის საერთო მოღვაწეობაში ჯდება და ჩვეულებრივ ასეც ხდება, მაშინ ასეთი პროექტის მაღალი ერთეულოვანი რისკი გადაიქცევა მაღალ კორპორაციულ რისკად, რადგან კორელაციის კოეფიციენტი ახლოს იქნება ერთთან. მეორეს მხრივ, თუ პროექტი არ ეკუთვნის ფირმის მოღვაწეობის ჩვეულებრივ მიმართულებას, მაშინ კორელაცია შეიძლება იყოს დაბალი და ამ შემთხვევაში პროექტის ერთეულოვანი რისკი მის კორპორაციულ რისკზე მეტი იქნება.

ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელი

რისკის შეფასების აქამდე განხილული ხერხები პროექტის ერთეულოვანი და კორპორაციული რისკის არსის გაგების საშუალებას გვაძლევს. მაგრამ ისინი არ ეხებიან პროექტის საბაზრო რისკის შეფასებას, რომელიც რისკის ყველაზე რელევანტური სახეობა უნდა იყოს აქციონერებისათვის. ეს მეთოდები გარკვეულ წილად სუბიექტურნი არიან იმ მხრივ, რომ პროექტის რისკიანობის შეფასებისას, ისინი ზუსტად არ განსაზღვრავენ, თუ რომელი პროექტი უნდა იყოს მიღებული და რომელი არა. განვიხილოთ **ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელის** (CAPM) * გამოყენების შესაძლებლობა ამ ნაკლოვანებების გადასალახად. რა თქმა უნდა, CAPM არ წარმოადგენს იდეალურ მოდელს, მაგრამ იგი ნამდვილად იძლევა რისკის ანალიზის არსში ჩაწვდომის საშუალებას.

CAPM ამყარებს კავშირს რისკსა და იმ აქტივების საჭირო შემოსავლიანობას შორის, რომლებიც კარგად დივერსიფიცირებულ პორტფელს წარმოადგენენ. ამ თეორიაში ფასიანი ქაღალდის რისკიანობა მისი β-კოეფიციენტით იზომება. β-კოეფიციენტი ახასიათებს აქციის შემოსავლიანობის ცვალებადობას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემოსავლიანობასთან შედარებით. განსაზღვრების მიხედვით, რაღაც "საშუალო" აქციას 1.0-ის ტოლი β გააჩნია; აქცია, რომლის შემოსავლიანობის ცვალებადობა მეტია, ვიდრე საშუალოდ ბაზარზე, 1.0-ზე მაღალი β გააჩნია, ხოლო აქციას, რომლის შემოსავლიანობის მერყეობა საბაზროზე ნაკლებია კი 1.0-ზე ნაკლები β. ტოლობა, რომელიც კავშირს ამყარებს β-თი გაზომილ აქციის რისკსა და აქციის შემოსავლიანობას შორის **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხაზის** (Security Market Line, SML) განტოლება ეწოდება:

$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF})\,\beta_i, \qquad (7.11)$$

სადაც, k_i – i-ური აქციის საჭირო შემოსავლიანობაა; k_{RF} – ურისკო შემოსავლიანობა, რომლისთვისაც ჩვეულებრივ აშშ-ს სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობას იყენებენ; k_M – ყველა აქციებისაგან შემდგარი პორტფელის, ანუ საბაზრო პორტფელის საჭირო შემოსავლიანობა.

მაგალითად, თუ ფირმისათვის β=1.8, k_{RF}=8% და k_M=13%, მაშინ ფირმის ჩვეულებრივი აქციების

* CAMP მოდელს უფრო დაწვრილებით განვიხილავთ X განყოფილებაში

შემოსავლიანობა (აქციონერული კაპიტალის ღირებულება) შეადგენს 17%:

$$k_s = 8\% + (13\% - 8\%)\cdot 1.8 = 17.0\%$$

თუ ფირმის ნასესხები საშუალებების ღირებულება 10%-ია, ზღვრული საგადასახადო ნორმა 40%, ხოლო ფირმის კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა მოითხოვს 50% ნასესხებ საშუალებებსა და 50% ჩვეულებრივ აქციონერულ კაპიტალს, მაშინ WACC ტოლი იქნება:

$$WACC = \omega_d k_d(1-T)+\omega_s k_s = 0.5\cdot 10\%(1-0.40) + 0.5\cdot 17\% = 11.5\%$$

ეს იმას ნიშნავს, რომ ფირმის ინვესტორები წინააღმდეგნი არ არიან დააფინანსონ საშუალო ხარისხის რისკის ნებისმიერი პროექტი, რომლის მიერ გენერირებული შემოსავლიანობა 11.5%-ზე ნაკლები არ იქნება. მოცემულ შემთხვევაში საშუალოს ქვეშ იგულისხმება საბაზრო რისკი, ე. ი. რისკი, რომელსაც ეკუთვნიან ნებისმიერი კომპანიის აქციონერები.

გავიხსენოთ, რომ ფირმა — ეს აქტივების პორტფელია, და ბაზარზე დადგენილი მისი β — ეს ამ აქტივების საშუალო β არის. მაშასადამე, თუ კონკრეტული პროექტის მიღება გამოიწვევს ფირმის β-კოეფიციენტის ცვლილებას, მაშინ შეიცვლება კომპანიის კაპიტალის ღირებულებაც. ეთქვათ, A პროექტის β, რომელიც კაპიტალის მიზნობრივი სტრუქტურის დაცვით ფინანსირდება, 2.5-ის ტოლია. ამ პროექტის მიღების შედეგად იზრდება კომპანიის β, აღწევს რა გარკვეულ მნიშვნელობას 1.8-დან 2.5-მდე ინტერვალში. ეს მნიშვნელობა დამოკიდებული იქნება ამ პროექტში ინვესტიციის ფარდობით ზომაზე სხვა აქტივებში კომპანიის ინვესტიციებთან შედარებით. თუ ფირმის მთელი ფულადი სახსრების 80% ჩადებულია სხვა აქტივებში, რომლის საშუალო β-კოეფიციენტი 1.8-ის ტოლია, ხოლო 20% — ახალ პროექტში 2.5 β-კოეფიციენტით, მაშინ β-ს ახალი მნიშვნელობა ტოლი იქნება:

$$\beta = 0,8 \times 1,8 + 0,2 \times 2,5 = 1.94$$

საბაზრო რისკის ეს გაზრდა გამოიწვევდა აქციის ფასის დაცემას, თუ ის კომპენსირებული არ იქნებოდა უფრო მაღალი მოსალოდნელი შემოსავლიანობით. ზუსტად კი, ახალი პროექტის მიღება მიგვეყვანდა საჭირო შემოსაელიანობის გაზრდამდე 17,0-დან 17,7%-მდე:

$$k_s = 8\% + 5\% \times 1,94 = 17,7\%$$

ხოლო მთლიანი კორპორაციული კაპიტალის ღირებულება კი გაიზრდებოდა 11.5-დან 11.85%-მდე:

$$WACC = 0,5\times 10\% \times 0,60 + 0,5 \times 17,7\% = 11.85\%$$

ამიტომ, A პროექტის მიღებამ, რომ არ შეამციროს ფირმის აქციების ღირებულება, კომპანიის მოსალოდნელი საერთო შემოსავლიანობა უნდა გაიზარდოს 11,5-დან 11,85%-მდე.

თუ კომპანიის მოქმედი აქტივები უზრუნველყოფენ 11.5% შემოსავლიანობას, მაშინ რამდენი უნდა იყოს გენერირებული ახალი პროექტში, რათა ახალი საერთო შემოსავლიანობა 11,85%-ს გაუტოლდეს? ზევით უკვე აღვნიშნეთ, რომ ახალი პროექტის განხორციელების შემთხვევაში კომპანიის საშუალებების 80% ჩადებული იქნება სხვა აქტივებში, რომლებმაც უნდა მოახდინონ 11.5%-ის გენერირება, ხოლო 20% ახალ პროექტში შემოსავლიანობით X%. შესაბამისად,

$$0,8 \times 11,5\% + 0.2X = 11,85\%;$$

$$X = 2,65\% \times 0.2 = 13,25\%.$$

ამგვარად, თუ კომპანიას განზრახული აქვს თავიდან აიცილოს ზარალი ახალი პროექტისაგან, მაშინ მისი საერთო მოსალოდნელი შემოსავლიანობა 13,25%-ის ტოლი უნდა იყოს.

მაშასადამე, თუ კომპანია გეგმავს ახალ პროექტს, მაშინ მისი კორპორაციული β გაიზრდება 1,8-დან 1,94-მდე; აქციონერული კაპიტალის ღირებულება გაიზრდება 17,0-დან 17,7%-მდე; WACC გაიზრდება 11,5-დან 11,85%-მდე. რათა კომპანიამ შეძლოს ამ მაჩვენებლებზე გასვლა, ახალ პროექტს უნდა ჰქონდეს შემოსაელიანობა არანაკლებ 13,25%.

ზემოთქმული გვაძლევს საშუალებას გავაკეთოთ შემდეგი დასკვნა, რომ თუ კი შეეძლებდით

თითოეული პროექტისათვის β_i კოეფიციენტის განსაზღვრას, მაშინ ცალკეული პროექტის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება, $WACC_i$, შეიძლება ვიპოვოთ შემდეგნაირად:

1. i პროექტისათვის ვპოულობთ აქციონერული კაპიტალის საჭირო შემოსაელიანობას, k_{si}:

$$k_{si} = k_{RF} + (k_M - k_{RF})\,\beta_i,$$

2. ვიყენებთ k_{si}-ის პროექტის საერთო საჭირო შემოსაელიანობის საპოვნელად, $WACC_i$:

$$WACC_i = \omega_d k_d (1-T) + \omega_s k_{si}$$

ორივე შემთხვევაში არ გაითვალისწინებოდა ახალი პროექტის რაიმე გაელენა ფირმის კაპიტალის სტრუქტურაზე და მისი ნასესხები საშუალებების ღირებულებაზე. იგულისხმებოდა, რომ ახალი პროექტისათვის ეს მაჩვენებლები იქნებიან იმ დონეზე, რაც იყო ფირმაში მისი მიღებისას.

რისკის რომელი სახე გავითვალისწინოთ?

საბოლოოდ, ჩვენ შეგვიძლია გავაკეთოთ დასკვნა, რომ პროექტის რისკის ანალიზი შორს არის სიზუსტისაგან. პირველ რიგში, არსებობს რისკის სამი სახეობა, რაც უნდა გავითვალისწინოთ. ამასთან, დასკვნები შეიძლება დიამეტრალურად საპირისპირო იყოს, მაგალითად, პროექტი ითვლება რისკიანად კორპორაციული რისკის თვალსაზრისით და არარისკიანად საბაზრო რისკის თვალსაზრისით. მეორეს მხრივ, ამ რისკებიდან ვერც ერთი ვერ შეიძლება აბსოლუტური სიზუსტით იქნას გაზომილი. რათა უფრო კარგად გაეერკვეთ ამ პროცესში, დასაწყისისათვის დაესვათ კითხვა: მართებთ თუ არა მენეჯერებს განსაკუთრებული მნიშვნელობა მიანიჭონ რისკის რომელიმე ერთ სახეს — **ერთეულოვანს,** კორპორაციულს ან საბაზროს? **პირველ რიგში** აღვნიშნავდით, რომ ერთეულოვანი რისკი მთლიანად რელევანტურია მხოლოდ თავისი მოლვაწეობის დამწყები არაკომერციული ფირმებისათვის, რომლებიც თავიანთ პირველ პროექტს აფასებენ. ამგვარად, **უმეტეს შემთხვევაში პროექტის რისკიანობა უკეთესია გაზომოს არა მისი ერთეულოვანი რისკით, არამედ კორპორაციული რისკის დახმარებით, რომელიც ფირმის მთელი აქტივების პორტფელს ითვალისწინებს. მეორეს მხრივ,** კარგად დივერსიფიცირებულ ინვესტორებს პირველ რიგში მართებთ საბაზრო რისკზე ზრუნვა, მენეჯერებს — აქციის ფასის მაქსიმალიზაციაზე, და ეს ორი გარემოება საშუალებას იძლევა გავაკეთოთ შემდეგი დასკვნა, რომ **აქციონერული ფირმებისათვის საბაზრო რისკი უფრო მნიშვნელოვანია მათ მიერ კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტზე გადაწყვეტილების მიღებისას.** მიუხედავად ამისა, ჩვეულებრივ აქციონერები თვალყურს ადევნებენ ფინანსური ვარდნით გამოწვეულ ხარჯებს. ეს ხარჯები არ გაითვალისწინება საბაზრო რისკის მიერ. გარდა ამისა, მენეჯერებს უხდებათ ფირმასთან დაკავშირებული სხვა პირების (ობლიგაციების მფლობელები, მიმწოდებლები, დაქირავებული მუშახელი, მომხმარებლები და ა. შ.) ინტერესების გათვალისწინება. ეს იმას ნიშნავს, რომ მხედველობაში უნდა მიიღონ კორპორაციული რისკი. აქედან გამომდინარე, კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტზე გადაწყვეტილების მიღებისას, მენეჯერებს მართებთ როგორც კორპორაციული, ასევე საბაზრო რისკის გათვალისწინება.

ზშირად პროექტის საბაზრო, ან თუნდაც კორპორაციული რისკის ზუსტად შეფასება შეუძლებელია და მენეჯერებს ერთეულოვანი რისკის შეფასების გარდა მეტი არაფერი რჩებათ. უმეტეს შემთხვევაში შესაფასებელი პროექტი ეკუთვნის ფირმის მოღვაწეობის ძირითად სფეროს. კომპანიების უმეტესობა შემოსაელიანობას აქვს მჭიდრო კორელაცია ეროვნული ეკონომიკის მდგომარეობასთან. ამიტომ, როგორც წესი, **ერთეულოვანი, კორპორაციული და საბაზრო რისკებიც მჭიდროდ კორელირებენ ერთმანეთთან.** ამგვარად, მაღალი ერთეულოვანი რისკის მქონე პროექტს, რომლის მაჩვენებელი, მაგალითად NPV-ს ვარიაციის კოეფიციენტია, მაღალი კორპორაციული და საბაზრო რისკი ექნება. ეს საშუალებას იძლევა ვიეარაუდოთ, რომ მენეჯერებს შეუძლიათ ისწავლონ უმეტესობა პროექტების ფარდობითი რისკის გამოცნობა სცენარების ანალიზის, იმიტაციური მოდელირების და/ან გადაწყვეტილების ხის ანალიზის საფუძველზე, რომელიც პროექტის ერთეულოვანი რისკის შესაფასებლად ხორციელდება.

ფირმის WACC-ის მნიშვნელობა წარმოადგენს ამოსავალ წერტილს პროექტის რისკის გამთვალისწინებელი დისკონტის ნორმის საანგარიშოდ. ყველა პროექტს ერთნაირი რისკი და ერთნაირი

სესხის პოტენციალი რომ პქონოდა, მაშინ ყველა პროექტი ფირმის WACC-ის მიხედვით შეფასდებოდა. მიუხედავად ამისა, მსხვილ კომპანიებს ჩვეულებრივ რამდენიმე განყოფილება გააჩნიათ, რომლებიც ერთმანეთისაგან ოპერაციების რისკიანობით განსხვავდებიან; იგივე შეიძლება ითქვას ფირმის ამა თუ იმ განყოფილებაში რეალიზებულ კონკრეტულ პროექტებზე. ამიტომ პროექტის კაპიტალის ღირებულების გამოთვლის პირველი ეტაპი გულისხმობს ფირმის WACC-ის კორექტირებას მოცემული განყოფილების მოღვაწეობის რისკისა და მისი სესხის პოტენციალის გათვალისწინებით. ამასთან ერთად, WACC-ის მნიშვნელობა უნდა შემცირდეს ან გაიზარდოს იმის და მიხედვით უფრო მეტად თუ ნაკლებად რისკიანს წარმოადგენს განყოფილების მოღვაწეობა. ანალოგიურად, თუ განყოფილებას გააჩნია შედარებით მაღალი (დაბალი) სესხის პოტენციალი, მაშინ ფირმის საბაზისო WACC-ის მნიშვნელობა შესაბამისად მცირდება (იზრდება). ცხადია, რომ მომავალში ერთად კომბინირებული განყოფილებების WACC-ის მნიშვნელობები უნდა ფირმის WACC-ის ტოლი იყოს. ამის შემდეგ პროექტს მიაკუთვნებენ რისკის რომელიმე კატეგორიას მისი საკუთარი რისკის განყოფილების საშუალო რისკთან მიმართების საფუძველზე. თუ პროექტი უფრო რისკიანია, ვიდრე საშუალოდ განყოფილების, მაშინ დისკონტის ნორმა იღება განყოფილების WACC-ის მნიშვნელობაზე მეტი და პირიქით. შესწორება შეიტანება იმ შემთხვევაშიც, როცა პროექტის სესხის პოტენციალი ბევრად განსხვავდება განყოფილების საშუალოსაგან. ამ პროცესის ყველაზე რთული ნაწილი მდგომარეობს იმის შეფასებაში, თუ რამხელა უნდა იყოს ეს შესწორებები. თუ შესაძლებელია პროექტის საბაზრო რისკის შეფასება, მაშინ შესწორების სიდიდის ანგარიშისას შეიძლება პროექტის β-კოეფიციენტისა და CAPM გამოყენება. მიუხედავად ამისა, უმეტეს შემთხვევაში შესწორება საღი აზროვნების საფუძველზე განისაზღვრება და ხშირად 2-დან 5-მდე საპროცენტო პუნქტის დიაპაზონში მდებარეობს.

პროცესის საბოლოო შედეგს წარმოადგენს პროექტის დისკონტის ნორმა და NPV, რომელიც შესაძლებლობის ფარგლებში ითვალისწინებს პროექტის სესხის პოტენციალსა და ყოველი შემთხვევისათვის პროექტის ფარდობითი რისკიანობის ერთ ასპექტს მაინც. მენეჯერებმა ასევე მხედველობაში უნდა მიიღონ რისკის სხვა შესაძლო ფაქტორებიც, რომლებიც შეიძლება არ შესულიყვნენ ანალიზში. მაგალითად, თუ პროექტს შეუძლია მიგვიყვანოს სასამართლო პროცესის დაწყებამდე ფირმის წინაალმდეგ, მაშინ საჭირო იქნება ამ დამატებითი რისკის დამატებაც. პირიქით, თუ აუცილებლობის შემთხვევაში პროექტი შეიძლება შეჩერებული იყოს მნიშვნელოვანი ზარალის გარეშე ან მასში ამოქმედებული აქტივები შეიძლება გადართული იქნან სხვა სამუშაოების შესასრულებლად, მაშინ პროექტი უნდა ჩაითვალოს შედარებით ნაკლებ რისკიანად. რა თქმა უნდა, ასეთი შეფასებები სუბიექტურია, მაგრამ ისინი მხედველობაში უნდა იყოს მიღებული საბოლოო გადაწყვეტილების მიღებისას. ჩვეულებრივ, პროექტი თუ დაკავშირებულია მოღვაწეობის ახალ სახეობასთან და ფირმის საშუალო პროექტთან შედარებით უფრო მსხვილია, მაშინ საბოლოო გადაწყვეტილების მიღებისას რისკის ამ დამატებით ფაქტორებს საკმაოდ არსებითი მნიშვნელობა ენიჭებათ, რადგან ერთ სერიოზულ შეცდომას შეუძლია ფირმა გაკოტრებამდე მიიყვანოს. მეორეს მხრივ, თუ განსახილველი პროექტი შედარებით მცირეა, მაშინ გადაწყვეტილება შეიძლება იყოს მიღებული ძირითადად რაოდენობრივი ანალიზის მონაცემების მიხედვით.

კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შესახებ გადაწყვეტილება ითხოვს ობიექტური და სუბიექტური ფაქტორების შეხამებას, რომელიც რისკის ხარისხს, სესხის პოტენციალსა და პროექტის შემოსაელიანობას განსაზღვრავს. შეფასების პროცესი არაზუსტია და ხშირად, მისი ბუნდოვანების გამო, წარმოიშობა რისკთან დაკავშირებული მოსაზრებების იგნორირების ცდუნება. არაკორექტულობისა და სუბიექტურობის მიუხედავად, პროექტის რისკი უნდა იყოს შეფასებული და შეყვანილი კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ფორმირების პროცესის განხილვისას. რისკის ანალიზის არ ჩატარება ფინანსური პოლიტიკის ერთ-ერთი ძირითადი პრინციპის უგულვებელყოფას ნიშნავს — უფრო მაღალი რისკის მქონე პროექტები უფრო მაღალ მოსალოდნელ შემოსაელებს საჭიროებენ.

✓ საინვესტიციო პროცესების (შესაბამისი საინვესტიციო სამუშაოების ჩატარებასთან დაკავშირებული) ინტეგრირება ხდება ფინანსურ პროცესებთან, რომლებიც მიმართულია ფინანსური რესურსებით ინვესტიციების უზრუნველყოფაზე ინვესტიციური პროცესების ყველა სტადიაზე — იდეის, საინვესტიციო პროექტის ტექნიკურ—ეკონომიკური და მარკეტინგული და დასაბუთების სტადიიდან დაწყებული და მისი განხორციელების ყველა ეტაპით, ასევე ინვესტიციების ფინანსური ამოგების შემდგომი პერიოდით დამთავრებული.

✓ საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს პირველი ფორმა დარგთაშორისი კავშირების დონეზე არის ძალთა, ასევე მეურნეობის რამდენიმე დარგის დამოუკიდებელი სწარმოებისა და ორგანიზაციების ფინანსური და რეალური ინვესტიციური რესურსების გაერთიანება ერთობლივი საინვესტიციო პროექტის განსახორციელებლად.

✓ საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს მეორე ფორმა ეკონომიკის დარგთაშორის დონეზე დაკავშირებულია მსხვილი მრავალდარგოვანი კორპორაციის ფარგლებში სხვადასხვაგვარი რეალური ინვესტიციური პროექტების განხორციელებასთან.

✓ საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს მესამე ფორმა ეკონომიკის დარგთაშორის დონეზე — ეს არის შერეული ფორმა, რომელიც წარმოიქმნება საფინანსო-საინვესტიციო სფერო ზემოთ ჩამოთვლილი ორი დარგთაშორისი ფორმის ურთიერთქმედებისას (ურთიერთ-შეჯრისას). საფინანსო-საინვესტიციო სფერო მესამე ფორმისათვის ყველაზე დამახასიათებელი ვარიანტია მსხვილი მრავალდარგოვანი კორპორაციის მიერ მასშტაბური საინვესტიციო პროექტის განხორციელება.

✓ საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს ზემოთ ჩამოთვლილ ნიშნებთან ერთად შეიცავს მეოთხე, დამატებით ნიშანს: ქვეყნის სახალხო მეურნეობის მასშტაბით განხორციელებული რეალური საინვესტიციო პროექტების ერთობლიობის სისტემური სტრუქტურირება და იერარქიული დაქვემდებარება.

მოცემული სისტემური სტრუქტურირება ხორციელდება ოთხი ძირითადი ხერხით:

პირველი, საზოგადოებაში ინფორმაციის გავრცელების (მისი დონის, ხარისხის, მიმართულების, სტრუქტურის, მოცულობის გათვალისწინებით), სოციალური ფსიქოლოგიის ჩამოყალიბებისა და კულტურის განვითარების შედეგად ხდება ქვეყნის სახალხო მეურნეობის სტრუქტურირება საინვესტიციო პროცესების მონაწილეთა პირად—ჯგუფური ურთიერთდამოკიდებულებების გზით;

მეორე, საზოგადოების ეკონომიკური ბაზისი, უპირველეს ყოფლისა კი მასში დამკვიდრებული ან დამკვიდრების სტადიაში მყოფი სოციალურ—ეკონომიკური სისტემა არსებითად განსაზღვრავს საზოგადოების საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს სტრუქტურირების ძირითად პარამეტრებს, მეურნეობრიობის მიკრო—და მეზო დონეზე;

მესამე, კანონმდებლობა, ეკონომიკის სფეროში, მეურნეობრიობის პრაქტიკაში საკანონმდებლო აქტების დაცვის ხარისხის გათვალისწინებით, გავლენას ახდენს საფინანსო-საინვესტიციო სფეროზე. აღნიშნული გავლენა სინთეზირდება საზოგადოების ეკონომიკური ბაზისის გავლენასთან.

მეოთხე, ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების ხასიათი, ფორმები, მეთოდები და სახელმწიფოს მიერ გატარებული ეკონომიკური პოლიტიკა მნიშვნელოვანწილად განაპირობებს მაკროდონეზე საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს იერარქიულ სტრუქტურას.

✓ საინვესტიციო პროექტების სტრუქტურირების ზემოთ ჩამოყალიბებული ხერხები არსებით ზემოქმედებას ახდენენ საფინანსო-საინვესტიციო სფეროს ნიშნებზე და ხელს უწყობენ მათ მოდიფიკაციას. ეს ნიშნებია:

პირველი ნიშანი. ფინანსური და რეალური საინვესტიციო პროცესების ერთიან კომპლექსში ინტეგრაცია ხდება კონკრეტული საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის მიმდინარეობისას ეკონომიკის მიკრო—და მეზო დონეებზე, ხოლო ეკონომიკის მაკროდონეზე — საზოგადოების ყველა საინვესტიციო პროექტის ერთობლიობის სახით. ეკონომიკის მაკროდონეზე სხს მეორე ნიშანი (დაიყვანება ამა თუ იმ

სახის ურთიერთქმედებამდე ან დაფინანსებისა და რეალური ინვესტირების ეკონომიკური სუბიექტების შეერთებამდეც კი) დაკავშირებულია სახალხო მეურნეობის მასშტაბით სსკ ინსტიტუციონალური სტრუქტურის წარმოქმნასთან, შეცვლასა და განვითარებასთან. სსს მესამე ნიშანი, რომელიც მდგომარეობს ფინანსური და საინვესტიციო რესურსების ურთიერთკავშირისა ან გაერთიანებაში, ეკონომიკის მაკროდონეზე წარმოგვიდგება, ერთის მხრივ, რეალური საინვესტიციო რესურსების სტრუქტურული თანაფარდობის ან ურთიერთქმედების სახით და, მეორე მხრივ, ფინანსური რესურსების სახით.

✓ ფინანსური და რეალური საინვესტიციო რესურსების ურთიერთქმედება (ფართო გაგებით — ფულისა და საქონლის მასის) სტრუქტურირებულია დასაწყისიდანვე და ხორციელდება ფასის მეშვეობით და მართლაც, ნებისმიერი საქონლის ფასში ჩადებულია მოცემული თანხის (ფასის სიდიდის) შესაბამისობა მკაცრად განსაზღვრულ საქონელზე. იგივე შეიძლება ითქვას მომსახურებაზეც. ამასთან, რეალურ საინვესტიციო რესურსებზე ფასები წარმოადგენენ ფინანსური და რეალური საინვესტიციო რესურსების ურთიერთქმედების საწყის სტრუქტურირებას.

✓ რეალური ინვესტირების პროცესის ფუნდამენტური ბლოკი მოიცავს დროის დიდ მონაკვეთს, წლებით გაზომილს, გამონაკლისის სახით კი — თვეებით. მთლიანად ეს პერიოდი ობიექტურად იყოფა სამ ნაწილად: 1) საინვესტიციო პროექტის მომზადების და განხორციელების დაწყების პერიოდი; 2) საინვესტიციო პროექტის განხორციელებისა და მისი გამოსყიდვის (უკუგების) დასაწყისს შორის დროითი ლაგი; 3) ინვესტიციების გამოსყიდვის (უკუგების) პერიოდი.

✓ რეალური საინვესტიციო პროცესი — ეს არის ობიექტური ფუნდამენტი, რომელზედაც იშლება ფინანსური ინვესტირების პროცესი. ზოგიერთ კონკრეტულ ეკონომიკურ სიტუაციაში პირველადი შეიძლება იყოს რეალური ინვესტიციური რესურსების არსებობა და გამოყოფა; მას მოსდევს ფინანსური ნაკადები. სხვა ეკონომიკურ სიტუაციებში პირველადი ელემენტია ფინანსური ნაკადები; მას კი მოსდევს რეალური საინვესტიციო რესურსების წარმოებაში ჩართვა. მაგრამ, მთლიანობაში, რეალური საინვესტიციო პროცესი — საბაზო საწყისია, ხოლო საინვესტიციო ფინანსური რესურსების ნაკადი — მისგან წარმოებული მოვლენა.

✓ ეკონომიკის საფინანსო სექტორზე რეალურის დომინირების ობიექტური აუცილებლობა არ ნიშნავს საფინანსო სექტორისათვის რეალური ეკონომიკის დაქვემდებარებული და პასიური როლის მინიჭებას. რეალური სექტორის საძირკველზე აღმოცენებული საფინანსო სექტორი მასზე აქტიურ ზემოქმედებას უნდა ახდენდეს. მხედველობაში გვაქვს ფინანსური ნაკადების გადინების ეფექტურობის ამაღლებასთან სინთეზირებული რეალური მეურნეობრიობის ეფექტურობის ამაღლება. თუმცა, საფინანსო სექტორისა და ფინანსური ნაკადების (ფართო გაგებით, კრედიტისა და ვალუტის ნაკადის ჩათვლით) აქტიური როლი არ უნდა გაუაიგიოთ ეკონომიკის ფინანსური სექტორის მის რეალურ სექტორზე საყოველთაო დომინირებასთან, მითუმეტეს ფინანსური სექტორის თვითმიზნად გადაქცევასთან.

✓ საინვესტიციო პროექტის სინერგეტიკული ეკონომიკური ეფექტი საერთო შეფასებაში — ეს არის ჭარბი ღირებულება მოცემული პროექტის შესაბამისად ექსპლუატაციაში გაშვებული ობიექტის ღირებულების შემადგენლობაში შესულ ყველა საინვესტიციო რესურსის ღირებულებასა და ინვესტიციური რესურსების კომბინირებაზე გაწეულ ხარჯებთან მიმართებაში.

✓ განხორციელებული საინვესტიციო პროექტით მიღებული მოგება ორმაგი ბუნების მატარებელია. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში იგი შეიძლება იყოს: 1) მხოლოდ დამატებითი ღირებულების შედეგი (ხელფასის ფორმით შრომის, არამედ სწორედ მუშა ძალის ანაზღაურების და ინვესტირების ობიექტის დაბალი ეფექტურობის შემთხვევაში, რაც არ იძლევა სინერგეტიკული ეკონომიკური ეფექტის უზრუნველყოფას); 2) მხოლოდ სინერგეტიკული ეფექტის შედეგი (მათი შრომის სრული ანაზღაურების საფუძველზე მოშუშვეთა დაქირავების და ინვესტირების ობიექტის საკმაო ეფექტიანობის შემთხვევაში სინერგეტიკული ეკონომიკური ეფექტის შესაქმნელად); 3) ნაწილობრივ სინერგეტიკული ეკონომიკური ეფექტის და ნაწილობრივ დამატებითი ღირებულების შედეგი (ზემოთ განხილული ორი შემთხვევის დამთხვევისას);

✓ რეალური ინვესტიციის პროცესის სამი პერიოდი (საინვესტიციო პროექტის მომზადებისა და

დაწყების პერიოდი; პროექტის განხორციელების პერიოდი, პროექტის უკუგების პერიოდი) უნდა შეესაბამებოდეს ფინანსურ ნაკადებს და რეალურ ინვესტიციურ საქმიანობას. ზემოთ დასახელებული სამი პერიოდის გამოყოფისა და შეურნებრიობის პროცესში მათი როგორც ერთი მთლიანის გარეშე ფინასურ და რეალურ ინვესტირებას შორის ურთიერთკავშირი წყდება.

✓ ინვესტიციების მოძრაობა, რომლის განმავლობაშიც ისინი თანმიმდევრობით გადიან კლასტერმოების ყველა ფაზას საინვესტიციო რესურსების მობილიზების მომენტიდან შემოსავლის (ეფექტის) მიღებამდე და დაბანდებული სახსრების ანაზღაურებამდე, გვევლინება როგორც ინვესტიციების წრებრუნვა და საინვესტიციო ციკლს შეადგენს. ეს მოძრაობა მუდმივად განმეორებადი ხასიათისაა, რადგანაც სამეწარმეო საქმიანობის ობიექტში საინვესტიციო რესურსების დაბანდების შედეგად მიღებული შემოსავალი ყოველთვის იყოფა მოხმარებად და დაგროვებად, რომელიც მომდევნო საინვესტიციო ციკლის საფუძველს შეადგენს.

✓ საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებად გვევლინებიან, ერთი მხრივ, თავისუფალი საინვესტიციო რესურსების მქონე მონაწილეები (ინვესტორები), ხოლო, მეორე მხრივ, ის საწარმოები და ორგანიზაციები, რომლებსაც საინვესტიციო რესურსებზე აქვთ მოთხოვნილება. საინვესტიციო საქმიანობის მესამე მხარეა ის შუამავლები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საინვესტიციო ინსტიტუტების ურთიერთმოქმედებას საინვესტიციო რესურსების მომხმარებლებთან.

✓ ობიექტის მხრიდან განხილულ ინვესტიციებს ორმაგი ხასიათი აქვთ, ერთი მხრივ, ისინი საინვესტიციო რესურსებია და ასახავენ მოხმარებისთვის გამოუყენებელი შემოსავლის სიდიდეს; მეორე მხრივ, ინვესტიციები სამეწარმეო ან სხვა საქმიანობის ობიექტებში გაწეული დაბანდებებია (დანახარჯებია), რომლებიც განსაზღვრავენ კაპიტალური ქონების ღირებულების მატებას.

✓ როგორც პირველ თავში აღვნიშნეთ, ეკონომიკის ყველა სტრუქტურულ დონეზე ინვესტიციების სხვადასხვა ფორმით განხორციელების დროს წარმოქმნილი კავშირებისა და ურთიერთობების მთელი ერთობლიობა აყალიბებს საინვესტიციო სფეროს ცნების ეკონომიკურ შინაარს. საინვესტიციო სფერო ეკონომიკური სისტემის წამყვანი ელემენტია.

✓ ინვესტიციები გარკვეულ დამოკიდებულებაშია ეკონომიკური ზრდის ფაქტორთან, რის გამოსავლენადაც წინასწარ უნდა განვსაზღვროთ მთლიანი და წმინდა ინვესტიციების ცნებები.

✓ მთლიანი ინვესტიციები იმ ინვესტიციების საერთო მოცულობაა, რომლებიც ხმარდება წარმოების საშუალებების შეძენას, ახალ მშენებლობას, სასაქონლო-მატერიალური მარაგების ზრდას გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. წმინდა ინვესტიციები ასახავს მთლიანი ინვესტიციების იმ მოცულობას, რომელიც საამორტიზაციო ანარიცხების სიდიდითაა შემცირებული.

✓ პროექტის საინვესტიციო ციკლი, რომელიც მოიცავს პერიოდს თავდაპირველი იდეიდან ობიექტის ექსპლუატაციამდე, სამი ფაზისგან შედგება: წინასაინვესტიციო, საინვესტიციო და საექსპლუატაციო.

წინასაინვესტიციო ფაზაში მიმდინარეობს პროექტის წინასწარი შერჩევა და ალტერნატიული პროექტების ანალიზი, პროექტის შესაძლებლობათა კვლევა, მიზნების ჩამოყალიბება, პროექტის წინასწარი ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთების დამუშავება.

✓ პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება. მეწარმეთა დაინტერესების ნიშნების გამოსავლენად სრულდება წინასწარი ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება, რაც კვლევის უფრო დაწვრილებით სტადიას მოასწავებს. რადგან პროექტის ირგვლივ გარკვეული გადაწყვეტილების მიღების განმსაზღვრელი დეტალური კვლევა ხანგრძლივი და ძვირადღირებულია, ამიტომ პროექტის იდეას აფასებენ წინასწარ ტექნიკური ეკონომიკური მონაცემების დახმარებით.

✓ საბოლოო კომპაქტური დოკუმენტაცია არის ბიზნეს-გეგმა. მასზე დაყრდნობით არამარტო დასაბუთებულ გადაწყვეტილებას იღებენ, არამედ იმ მოქმედებათა დროსა და შინაარსსაც მიუთითებენ, რომლებმაც მოსალოდნელი ეფექტიანობა უნდა უზრუნველყონ. მასში აზუსტებენ და უფრო დეტალურად გადმოსცემენ ტექნიკურ, ტექნოლოგიურ, ბუნებადაცვით და სხვა გადაწყვეტილებებს, მთავარი მიზანი კი არის პროექტის განვითარების პერსპექტივების მთლიანობითა და სისტემური შეფასების უზრუნველყოფა.

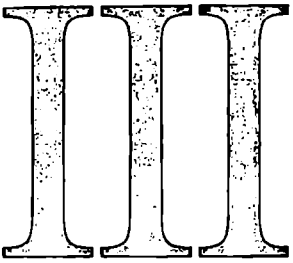
? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- გაიხსენეთ რა არის რეალური ინვესტიციები?
- დაასახელეთ რეალური ინვესტირების ფორმები და მოკლედ დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.
- ჩამოთვალეთ რეალური ინვესტიციების მართვის განხორციელების ძირითადი ეტაპები.
- დაასახელეთ ინვესტიციური პროექტების ძირითადი მახასიათებლები.
- განმარტეთ ინვესტიციური პროექტი.
- რა ნიშნების მიხედვით სწარმოებს საწარმოს ინვესტიციური პროექტების კლასიფიკაცია.
- როგორია ქედანაყოფების მიხედვით საწარმოს შიერ შესამუშავებელი ინვესტიციური პროექტების სტრუქტურა.
- რა მაჩვენებლების მიხედვით გაიანგარიშება ინვესტიციური პროექტის ღირებულება?
- რა ძირითადი ნიშნების მიხედვით სწარმოებს საწარმოს რეალური ინვესტიციური დანახარჯების კლასიფიკაცია?
- როგორ განვმარტავთ ინვესტიციებს ძირითად კაპიტალში?
- რა იგულისხმება ინვესტიციურ დანახარჯებში მარაგების ფორმირებაზე?
- რა იგულისხმება ინვესტიციურ დანახარჯებში მიმდინარე დებიტორული დავალიანების ფორმირების უზრუნველყოფისათვის?
- როგორ იყოფა ინვესტიციური დანახარჯები გამოყენებული ფასების სახეების მიხედვით?
- საწარმოს, როგორც ერთიანი ქონებრივი კომპლექსის მთლიანი ღირებულების შეფასების რა მეთოდები იცით?
- ჩამოთვალეთ პროექტების დაფინანსების სისტემის შერჩევის სახეები.
- საპროექტო დაფინანსების სისტემისათვის დამახასიათებელ რა ძირითად თავისებურებებს დაასახელებთ?
- დაასახელეთ ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების სქემების ძირითადი მახასიათებლები ტრადიციული დაფინანსების სისტემაში და საპროექტო დაფინანსების სისტემაში.
- კიდევ ერთხელ ჩამოთვალეთ ინვესტიციური პროექტების დაფინანსების წყაროები.
- დაასახელეთ რეალური ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების პრინციპები.
- დაასახელეთ რეალური ინვესტიციური პროექტების ეფექტიანობის შეფასების პროცესში გამოყენებული ძირითადი მაჩვენებლები.
- რა არის წმინდა დაყვანილი შემოსავალი?
- რა არის ინვესტიციური პროექტის შემოსავლიანობის ინდექსი?
- რა არის რენტაბელობის ინდექსი?
- რა არის გამოსყიდვის პერიოდი?
- რა არის შემოსავლიანობის შინაგანი განაკვეთი?
- დაასახელეთ რეალური ინვესტიციური პროგრამების ფორმირების პრინციპები.
- ჩამოთვალეთ საწარმოს რეალური ინვესტიციების პროგრამების ფორმირების ძირითადი ეტაპები.
- ჩამოაყალიბეთ რეალური ინვესტიციური პროექტების მართვის ძირითადი მიზანი.
- დაასახელეთ რეალური ინვესტიციური პროექტების კალენდარული გეგმის დამუშავების ძირითადი პრინციპები.

- დაასახელეთ კალენდარული გეგმის დროითი დიფერენციაციის ფორმები.
- რა არის ინვესტიციური პროექტის კაპიტალური ბიუჯეტის ამოცანები?
- ჩამოთვალეთ პროექტზე თავდაპირველი ხარჯების სიდიდის კორექტირების ძირითადი მიმართულებები.
- დაასახელეთ ცალკეული რეალური ინვესტიციური პროექტის განუხორციელობლის ძირითადი მიზეზები.
- რა განაპირობებს საინვესტიციო რისკების გათვალისწინების აუცილებლობას საინვესტიციო საქმიანობაში?
- ახსენით, რაში გამოიხატება შემოსავლიანობისა და რისკის ურთიერთდამოკიდებულება.
- განმარტეთ ცნება „განუსაზღვრელობა".
- განმარტეთ ცნება „რისკი".
- რას ნიშნავს რისკის სიტუაცია?
- ჩამოთვალეთ ინვესტორების სახეები რისკთან მიმართებაში.
- ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ საინვესტიციო რისკების სახეები.
- რა საბის რისკებს განიხილავენ მათი წარმოშობის წყაროს მიხედვით?
- რა გარემოება განაპირობებს საინვესტიციო რისკების აღრიცხვისა და ანალიზის საჭიროებას?
- დაასახელეთ რისკების სახეები და ინვესტიციური სუბიექტების მიხედვით;
- ჩამოთვალეთ არამართვადი რისკების სახეები.
- ჩამოთვალეთ და მოკლედ განმარტეთ რა მიზეზებით შეიძლება წარმოიშვას მოცემული ტიპის რისკი?
- რას ნიშნავს რისკების დივერსიფიკაცია?
- საინვესტიციო პროექტების რისკის რაოდენობრივი ანალიზის რა სახეებია ცნობილი?
- ჩამოთვალეთ რისკის მარეგულირებელ მოქმედებათა თანმიმდევრობა.
- როგორ ხდება რისკების ანალიზის კრიტერიუმებისა და მეთოდების განსაზღვრა.
- ჩამოთვალეთ და მოკლედ დაახასიათეთ რისკების დაზღვევის საერთო მეთოდები.
- რას ნიშნავს რისკების მონიტორინგი?
- როგორ გესმით რისკების რეგულირების რეტროსპექტული ანალიზი?
- დაახასიათეთ რისკების მგრძნობიარობის ანალიზი (sensitivity analysis).
- დაახასიათეთ სცენარების ანალიზი როგორც რისკის ანალიზის მეთოდი.
- რას ნიშნავს იმიტაციური მოდელირება მონტე-კარლოს მეთოდით?
- დაახასიათეთ კორპორაციული რისკი.
- დაახასიათეთ ერთეულოვანი რისკი.
- დაახასიათეთ მოკლედ ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელი (CAMP).

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული შემოკლებული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., 2001. გვ.9-5...
2. გუგუშვილი ა., ჩანტლაძე ე., ჩოქავა ლ., კოშკელაშვილი ა. ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე". 2001.
3. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: პოლიგრაფი, 2005.
4. ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბილისი, თსუ გამომცემლობა, 2007.
5. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები: თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ, 2008.
6. ქოქიაური ლ. საინვესტიციო მენეჯმენტი და პოლიტიკა 2 ტომად. თბ.: თსუ, 2008.
7. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ 2009.
8. ქოქიაური ლ., შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი თბ.: თსუ. 2008.
9. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები: თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ მეორე გამოცემა. 2010.
10. ფინანსები. ინვესტიციები. საბანკო საქმე. ენციკლოპედიური ტერმინოლოგია. შემდგენელი ლ. ქოქიაური თბ.: თსუ, 2009.
11. ცაავა გ. რისკოლოგია. ფინანსური და საბანკო-საკრედიტო რისკების მენეჯმენტი. თბ.: აფხაზეთის მეცნიერებათა აკადემია. 2007.
12. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. В 2-х томах. — Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2006.
13. **Беренс В., Хавранек П.** Руководство по оценке эффективности инвестиций: Пер. с англ. – М.: АОЗТ "Интерэмперт", ИНФРА-М, 1995.
14. **Бирман Г., Шмидт С.** Энциклопедический анализ инвестиционных проектов. Пер. с англ.–М.: „Банки и биржи", „ЮНИТИ", 1997.
15. Мир Управления проектами. Под ред. **Решке Х., Шелле Х.** Пер. с англ.–М.: „Алланс", 1993.
16. **Норткотт Д.** Принятие инвестиционных решений. Пер. с англ. / Под ред ***А. Н. Шохина***. М.: "Банки и биржи", Юнити, 1997.
17. **Скотт М.** Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. Пер. с англ.–М.: ЗАО „Олимп-бизнес", 2000.
18. **Agreement on Trade-Related Investment Measures (TRIMS).** Marrakesh, 1994.
19. **Alyssa A.** Grikscheit. Encouraging Foreign Investment in latin America: Strategies for Companies and Countries. Inter-American Bar Association conference XLI. Buenos Aires, Argentina. June 27-July 2, 2005.
20. **Bierman H., Jr., Smidt S.** The capital Budgeting decision. New York. Macmillan. 1988.
21. **Bodie Z., Kane A., Marcus A. J.** Essentials of investments, Irvin, Mc Craw - Hill, 2001.
22. **Brigham Eugene F., Capensk Louis C.** Intermediate Financial Management. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers. 1985.
23. **Brigham Eugene F., Ehrhardt Michael C.** Financial Management. Theory and Practice. South-Western. Thomson Learning. United States. 2005.
24. **Crum B.L., Derkinderen F.G.J.** (Eds) Readings in Strategies for Corporate Investments. New York: Pitman. 1981.
25. Dictionary of Investment Terms **by Catharyn Martz (Hardcover - Dec 8, 2005).**
26. Investment Management **by Stephen Lofthouse and Jane Raybould (Paperback - April 15, 2001).**
27. **Levi H., Sarnat M.** Capital Investments and Finansial Decisions. Englewood Cliffs, N, J.: Prentice - Hall, 1982.
28. Make It Big With Yuvi: : How to Buy or Start a Small Business, the Best Investment **by Yuvi Shmul and Ron Peltier (Paperback - Dec 16, 2005).**
29. **Qoqiauri L.** Teoretical Genesis of Investiments. New Yourk. 2009.
30. Modern Investment Theory (5th Edition) **by Robert A. Haugen (Paperback - Jun 8, 2000).**



განყოფილება

ფინანსური ინვესტიციები. ფინანსური ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები და საპროცენტო განაკვეთები

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

- ფინანსური ინვესტიციების განსხორციელების აუცილებლობის დასაბუთებას საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;
- საწარმოს ფინანსური ინვესტირების ძირითადი ფორმებისა და ეტაპების გამოყოფას;
- ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის საინვესტიციო ხარისხის განმსაზღვრელი ფაქტორების დადგენას;
- აქციებისა და ობლიგაციების საინვესტიციო თვისებების შეფასების ძირითადი პარამეტრების დადგენასა და განხილვას;
- ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების მთავარი მიზნის შემუშავების ძირითადი ეტაპების განსაზღვრას;
- ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვის ძირითადი მექანიზმის შესწავლას;
- ფინანსური ბაზრების და ინსტიტუტების არსზე და ადგილზე მსჯელობას ქვეყნის საფინანსო სისტემაში;
- დაახასიათოთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და საქმიანობის სახეები;
- ისაუბროთ ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციებზე და მის ფუნქციონირებაზე მსოფლიო გლობალური კრიზისის დროს;
- დაახასიათოთ ფინანსური ინსტრუმენტის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის მახასიათებელი თვისებები;
- ოპციონების, ვარანტების, სვოპების, რეპო ოპერაციების განმარტებას; მათ კლასიფიკაციას, სტრატეგიას, განვითარების საერთო ტენდენციების ჩამოყალიბებას;

მერვე თავი. ფინანსური ინვესტიციების მართვა

8.1. ფინანსური ინვესტიციების ფორმები და მათი მართვის თავისებურებები

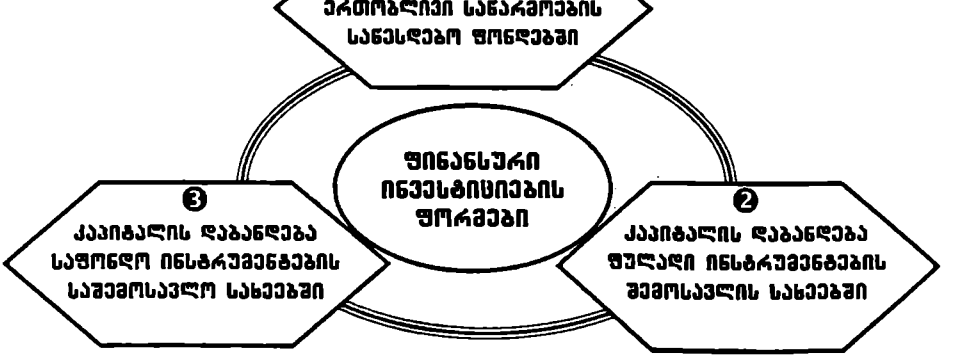
ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების აუცილებლობა

ინსტიტუციური ინვესტორი-საწარმოების ოპერატიული საქმიანობის ფუნქციონალური მიმართულება განაპირობებს რეალური ინვესტიციების განხორციელებას, თუმცა საწარმოს განვითარების ცალკეულ ეტაპზე გამართლებულია ფინანსური ინვესტიციების გამოყენებაც. ინვესტიციების ასეთი მიმართულება შეიძლება გამოწვეული იყოს საინვესტიციო რესურსების ეფექტიანი გამოყენების აუცილებლობით, რომლებიც ფორმირდება რეალური საინვესტიციო ქმედებების განხორციელების დაწყებამდე შერჩეული საინვესტიციო პროექტების მიხედვით; იმ შემთხვევებში, როცა ფინანსური ბაზრის (პირველ რიგში საფონდო) კონიუნქტურა შესაძლებელს ხდის მოგების მაღალი დონის მიღებას დაბანდებულ კაპიტალზე, ვიდრე საოპერაციო საქმიანობა „გაყინული“ სასაქონლო ბაზრებზე; დროებით თავისუფალი ფულადი აქტივების არსებობისას, რაც დაკავშირებულია საწარმოს სეზონურ საქმიანობასთან; სხვა საწარმოების მიერ წინასწარ განხორციელებული დარგობრივი, სასაქონლო ანდა რეგიონული დივერსიფიკაცია კაპიტალის ჩადება მათ საწესდებო ფონდებში (ან მათი აქციების პაკეტის დიდი ნაწილის ყიდვა) და რიგ სხვა ანალოგიურ შემთხვევებში.

ამიტომაც, **ფინანსური ინვესტიციები განიხილება როგორც დროებით თავისუფალი კაპიტალის ეფექტიანი გამოყენების აქტიური ფორმა ან როგორც სტრატეგიული მიზნების რეალიზაციის ინსტრუმენტი, რომელიც დაკავშირებულია საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის დივერსიფიკაციასთან.**

კაპიტალის დაბანდება ერთობლივი სანარმოების სანესდებო ფონდებში

ფინანსური ინვესტირება საწარმოს მიერ ხორციელდება შემდეგი ძირითადი ფორმებით (ნახ. 8.1.):



ნახ. 8.1 საწარმოს მიერ განხორციელებული ფინანსური ინვესტირების ძირითადი ფორმები

ფინანსური ინვესტირების ამ ფორმას მჭიდრო კავშირი აქვს საწარმოს ოპერაციულ საქმიანობასთან. იგი უზრუნველყოფს სტრატეგიული სამეურნეო კავშირების განმტკიცებას ნედლეულისა და მასალების მომწოდებლებთან (მათ საწესდებო კაპიტალში მონაწილეობის ფონზე); თავისი საწარმოო და ინფრასტრუქტურის განვითარებას (კაპიტალის ჩადებით სატრანსპორტო და სხვა ანალოგიურ საწარმოებში); პროდუქციის გასაღების შესაძლებლობების გაფართოებას ანდა სხვა რეგიონალურ

ბაზრებზე შეღწევას (საგაჭრო საწარმოების საწესდებო ფონდებში კაპიტალის დაბანდების გზით); ოპერაციული საქმიანობის დარგობრივი და სასაქონლო დივერსიფიკაციის სხვადასხვა ფორმებს და საწარმოს განვითარების სხვა სტრატეგიული მიმართულებებს. თავისი შინაარსით ფინანსური ინვესტირების ეს ფორმა მნიშვნელოვანწილად ცვლის რეალურ ინვესტირებას, ითვლება რა, ამასთან ერთად, ნაკლებკაპიტალტევად და უფრო ოპერატიულად. ინვესტირების ამ ფორმის პრიორიტეტული მიზანია, არა იმდენად მაღალი ინვესტიციური მოგების მიღება (თუმცაღა მისი მინიმალურად აუცილებელი დონე უნდა უზრუნველყოფილი იქნას), რამდენადაც ფინანსური გაელვების ფორმების დაწესება საწარმოზე თავისი ოპერაციული მოგების სტაბილური ფორმირების უზრუნველსაყოფად.

კაპიტალის დაბანდება ფულადი ინსტრუმენტების შემოსაელის სახეებში

ფინანსური ინვესტირების ეს ფორმა პირველ რიგში მიმართულია საწარმოს დროებით თავისუფალი ფულადი აქტივების ეფექტიან გამოყენებაზე. ფულადი ინვესტირების ინსტრუმენტების ძირითადი სახეა ფულადი ანაბარი კომერციულ ბანკში. როგორც წესი, ეს ფორმა გამოიყენება კაპიტალის მოკლევადიანი ინვესტირებისათვის და მისი მთავარი მიზანია საინვესტიციო მოგების გენერირება.

კაპიტალის დაბანდება საფონდო ინსტრუმენტების შემოსაელი სახეებში

ფინანსური ინვესტიციის ეს ფორმა შედარებით მასიური და პერსპექტიულია. იგი ხასიათდება კაპიტალის დაბანდებით სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში, რომლებიც თავისუფლად მიმოიქცევიან საფონდო ბაზარზე. (ე.წ. „საბაზრო ფასიანი ქაღალდები"), ფინანსური ინვესტირების ამ ფორმის გამოყენება დაკავშირებულია ალტერნატიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ფართო არჩევანთან, როგორც ინვესტირების ინსტრუმენტის, ასევე მისი ვადების მიხედვით; სახელმწიფო რეგულირების უფრო მაღალი დონით და ინვესტიციების დაცულობით. საფონდო ბაზრის განვითარება ინფრასტრუქტურით, ოპერატიულად ხელმისაწვდომი ინფორმაციის არსებობით საფონდო ბაზრის მდგომარეობისა და კონიუქტურის შესახებ მისი ცალკეული სეგმენტების ჭრილში და სხვა ფაქტორებით. ფინანსური ინვესტირების ამ ფორმის ძირითადი მიზანია საინვესტიციო მოგების გენერირება, თუმცა რიგ შემთხვევაში იგი შეიძლება გამოყენებული იქნას ფინანსური გაელვების ფორმების დასადგენად ცალკეულ კომპანიებზე სტრატეგიული ამოცანების გადაწყვეტისას (აქციების საკონტროლო ანდა საკმაოდ წინადი პაკეტის შეძენის გზით).

ფინანსური ინვესტირების თავისებურებებისა და ფორმების გათვალისწინებით ხდება მათი მართვა საწარმოში.

საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების მართვა წარმოადგენს კაპიტალის დაბანდების შედარებით ეფექტიანი ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის უზრუნველყოფის პრინციპებისა და მეთოდების სისტემასა და მის დროულ რეინვესტირებას.

ფინანსური ინსტრუმენტებით მართვა ექვემდებარება საწარმოს საერთო საინვესტიციო პოლიტიკას, რაც მიმართულია მისი საინვესტიციო მიზნების მიღწევაზე.

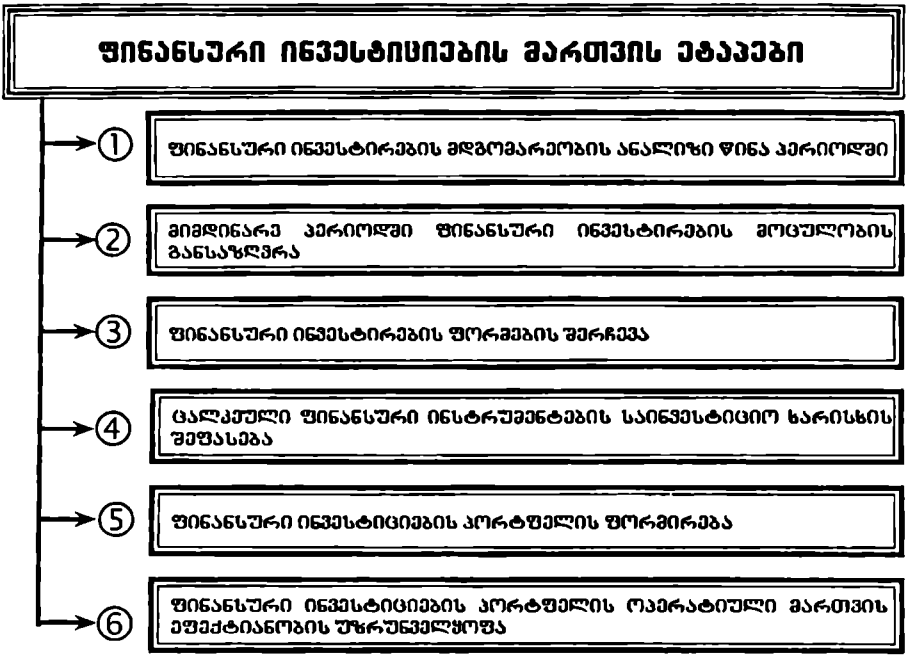
საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების მართვის ძირითადი ეტაპები

საწარმოს ფინანსური ინვესტიციებით მართვის პროცესი ხორციელდება ძირითადი ეტაპების მიხედვით (ნახ. 8.2).

1. ფინანსური ინვესტირების მდგომარეობის ანალიზის წინა პერიოდის ძირითადი მიზანია საწარმოში ფინანსური ინვესტირების მასშტაბების, ფორმებისა და ეფექტიანობის დინამიკის ტენდენციების შესწავლა რეტროსპექტივაში.

ანალიზის პირველ სტადიაზე შეისწავლება ფინანსურ აქტივებში კაპიტალის ინვესტირების საერთო მოცულობა; განისაზღვრება ამ სიდიდის ცვლილების ტემპები და ფინანსური ინვესტირების ხვედრი წილი საწარმოს ინვესტიციების საერთო მოცულობაში წინასაგეგმო პერიოდში.

ანალიზის მეორე სტადიაზე ხდება ფინანსური ინვესტირების ძირითადი ფორმების კვლევა; ყალიბდება მისი შემადგენლობა და მიმართულება საწარმოს განვითარების სტრატეგიულ ამოცანებზე.



ნახ. 8.2. საწარმოს ფინანსური ინვესტირების მართვის ძირითადი ეტაპები

ანალიზის მესამე სტადიაზე შეისწავლება ინვესტირების კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტების შემადგენლობა, მათი დინამიკა და ხვედრითი წილი ფინანსური ინვესტირების საერთო მოცულობაში.

ანალიზის მეოთხე ეტაპზე ხდება ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების და საერთოდ ფინანსური ინვესტიციების შემოსავლიანობის დონის შეფასება. იგი განისაზღვრება, როგორც დამოკიდებულება ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის მეშვეობით მიღებულ შემოსავლებსა და მათში ინვესტირებულ სახსრებს შორის (ინფლაციის ინდექსთან მისი კორექტირების გათვალისწინებით). საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების შემოსავლიანობის დონე წარმოდგენილია ფინანსურ ბაზარზე შემოსავლიანობის საშუალო დონით და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის დონით.

ანალიზის მეხუთე სტადიაზე ფასდება ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების და მთლიანად მათი პორტფელის რისკის დონე. ასეთი შეფასება ხორციელდება ვარიაციის კოეფიციენტის გათვლით მიღებული საინვესტიციო შემოსავლის მიხედვით საანგარიშო პერიოდებში. რისკის გათვლილი დონე უდარდება ინვესტიციური პორტფელის და ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონეს (ამ მაჩვენებელთა შესაბამისობაა საბაზრო სკალაზე „შემოსავლიანობა-რისკი“).

ანალიზის მეექვსე სტადიაზე ფასდება ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების და მთლიანად მათი პორტფელის ლიკვიდობის დონე. ამ მაჩვენებლის შეფასება ხდება ინვესტიციების ლიკვიდობის კოეფიციენტის გათვლით ანალიზის ჩატარების მომენტისათვის (უკანასკნელ საანგარიშო პერიოდში). ლიკვიდობის გათვლილი დონე უდარდება ინვესტიციური პორტფელის და ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის დონეს.

ჩატარებული ანალიზი შესაძლებელს ხდის შეფასდეს საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის სიდიდე და ეფექტიანობა წინა პერიოდებში.

მიმდინარე პერიოდში ფინანსური ინვესტირების მოცულობის განსაზღვრა

ეს მაჩვენებელი იმ საწარმოებში, რომლებიც არ არიან ინსტიტუციონალური ინვესტორები, ჩვეულებრივ, მცირეა და განისაზღვრება თავისუფალი ფინანსური სახსრების სიდიდით, რომელიც წინასწარ იქნა დაგეგმილი.

ნასესხები სახსრები საწარმოს ფინანსური ინვესტირებისათვის, ჩვეულებრივ, არ მოიზიდება (ცალკეული პერიოდების გამოკლებით, როცა ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის დონე არსებითად აჭარბებს კრედიტზე საპროცენტო განაკვეთის დონეს.

ფინანსური ინვესტირების განსაზღვრული სიდიდე დიფერენცირდება მისი განხორციელების მოკლე და გრძელვადიანი პერიოდების ჭრილში. გრძელვადიანი ფინანსური ინვესტირების სიდიდე განისაზღვრება საინვესტიციო რესურსების ეფექტიანი გამოყენების ამოცანების გადაჭრის პროცესში რეალური საინვესტიციო პროექტების და საწარმოს სხვა მიზნობრივი ფონდების რეალიზაციისათვის, რომლებიც ყალიბდება გრძელვადიან პერიოდში. მოკლევადიანი ფინანსური ინვესტირების სიდიდე განისაზღვრება ფულადი აქტივების დროებით თავისუფალი ნაშთის ეფექტიანად გამოყენების ამოცანების გადაწყვეტის პროცესში (საწარმოს საბრუნავი კაპიტალის შემადგენლობაში), რომელიც იქმნება დადებითი და უარყოფითი ფულადი ნაკადების ფორმირების არათანაბარზომიერებასთან დაკავშირებით.

ფინანსური ინვესტირების ფორმების შერჩევა

ფინანსური სახსრების საგეგმო მოცულობის ჩარჩოებში, რომლებიც ამ მიზნითაა გამოყოფილი, განისაზღვრება ინვესტირების კონკრეტული ფორმები, რომლებზეც ზემოთ იყო საუბარი. ამ ფორმების შერჩევა დამოკიდებულია იმ ამოცანების ხასიათზე, რომელსაც საწარმო წყვეტს თავისი სამეურნეო საქმიანობის პროცესში.

საოპერაციო საქმიანობის განვითარების სტრატეგიული ამოცანების გადაწყვეტა დაკავშირებულია ფინანსური ინვესტირების ისეთი ფორმების შერჩევასთან, როგორიცაა კაპიტალის დაბანდება ერთობლივი საწარმოების საწესდებო ფონდებში და ცალკეული კომპანიების აქციების საკონტროლო პაკეტის შეძენა, რომლებიც წარმოადგენენ სტრატეგიულ ინტერესს ამ საქმიანობის დიფერსიფიკაციის მიზნით.

გრძელვადიან პერიოდში კაპიტალის ზრდის ამოცანის გადაწყვეტა დაკავშირებულია, როგორც წესი, მის დაბანდებებთან გრძელვადიან საფონდო და ფულად ინსტრუმენტებში, რომელთა საპროგნოზო შემოსავლიანობა რისკის დონის გათვალისწინებით აკმაყოფილებს ინვესტორს.

მიმდინარე შემოსავლის მიღების ამოცანის გადაწყვეტა და დროებით თავისუფალი ფულადი აქტივების ინფლაციის საწინააღმდეგო დაცვა დაკავშირებულია, როგორც წესი, ინვესტირების მოკლევადიანი ფულადი ანდა გრძელვადიანი საფონდო ინსტრუმენტების შერჩევასთან, რომელთა შემოსავლიანობის რეალური დონე ინვესტირებულ კაპიტალზე არსებულ მოგების ნორმაზე დაბალი არ არის (შესაბამისად სკალისა: „მომგებიანობა – რისკები").

ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება

ასეთი შეფასების მეთოდები დიფერენცირდება მათი ინსტრუმენტების სახეების და მიზედვით, ძირითად მაჩვენებლად გამოდის მათი შემოსავლიანობის, რისკის და ლიკვიდობის დონე. შეფასების პროცესში თანმიმდევრულად ხდება იმ ფაქტორების გამოკვლევა, რომლებიც განსაზღვრავენ ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების სხვადასხვა სახეების აქტივების ობლიგაციების კომერციულ ბანკებში დეპოზიტური ანაბრების საინვესტიციო ხარისხს. ასეთი ანალიზის სისტემაში აისახება ეკონომიკის დარგებისა და ქვეყნის რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობა, რომელშიც ახორციელებს თავის სამეურნეო საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ესა თუ ის ემიტენტი. შეფასების პროცესში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ასევე ინვესტირების ამა თუ იმ ფინანსური ინსტრუმენტის მიმოქცევის ხასიათი ორგანიზებულ და არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება

ეს ფორმირება ხორციელდება ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის გათვალისწინებით. მათი შერჩევის პროცესში ფორმირებულ პორტფელში გაითვალისწინება შემდეგი ძირითადი ფაქტორები: ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ტიპი, რომელიც ყალიბდება მისი პრიორიტეტული მიზნის შესაბამისად; პორტფელის ფინანსური ინსტრუმენტების დივერსიფიკაციის აუცილებლობა. პორტფელის მაღალი ლიკვიდობის უზრუნველყოფის აუცილებლობა და სხვა. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირებაში განსაკუთრებული როლი ეკუთვნის მისი ფორმირების მიზნის შესაბამისობის უზრუნველყოფა მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მიზნებთან.

მოცემული ფაქტორების გათვალისწინებით ჩამოყალიბებული ფინანსური ინვესტიციების პორტფელი უნდა შეფასდეს შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის თანაფარდობის დონით, რომ დარწმუნდეთ იმაში, რომ ყოველი პარამეტრის მიხედვით იგი შეესაბამება პორტფელის იმ ტიპს, რომელიც განსაზღვრულია მისი ფორმირების მიზნებით. პორტფელის მიზანმიმართულების გაძლიერების აუცილებლობის შემთხვევაში მასში შედის აუცილებელი კორექტივები.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის ეფექტიანობის უზრუნველყოფა

ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის არსებითი ცვლილებების პირობებში ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხი ეცვმა. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის პროცესში მიიღწევა მისი დროული რესტრუქტურიზაცია საწყისი ფორმირების მიზნობრივი პარამეტრების მხარდაჭერის მიზნით.

ასე რომ, ფინანსური ინვესტიციებით მართვის განხორციელების პროცესში განისაზღვრება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი პარამეტრები ამ სფეროში და მისი მნიშვნელოვანი კრიტერიუმები.

8.2. ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის განმსაზღვრელი ფაქტორები

ფინანსური ინვესტირების განხორციელების პროცესში მის ყოველ ფორმაში ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ამოცანაა იმ ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხების შემოწმება, რომლებიც მიმოიქცევიან ბაზარზე.

ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება არის მისი ცალკეული სახეების ინტეგრალური დახასიათება, რომელსაც ინვესტორი ახორციელებს ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მიზნების გათვალისწინებით. ფინანსური ინვესტიციების მიმართულებები ბოლო პერიოდში სულ უფრო მეტად ორიენტირდება საფონდო ინსტრუმენტებზე. საფონდო ბაზრის სხვადასხვა ინსტრუმენტები ახლა შეადგენენ საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების 80%-ს. ეს განსაზღვრავს ინვესტირების ცალკეული საფონდო ინსტრუმენტის საინვესტიციო ხარისხის უფრო თანმიმდევრული დახასიათების აუცილებლობას.

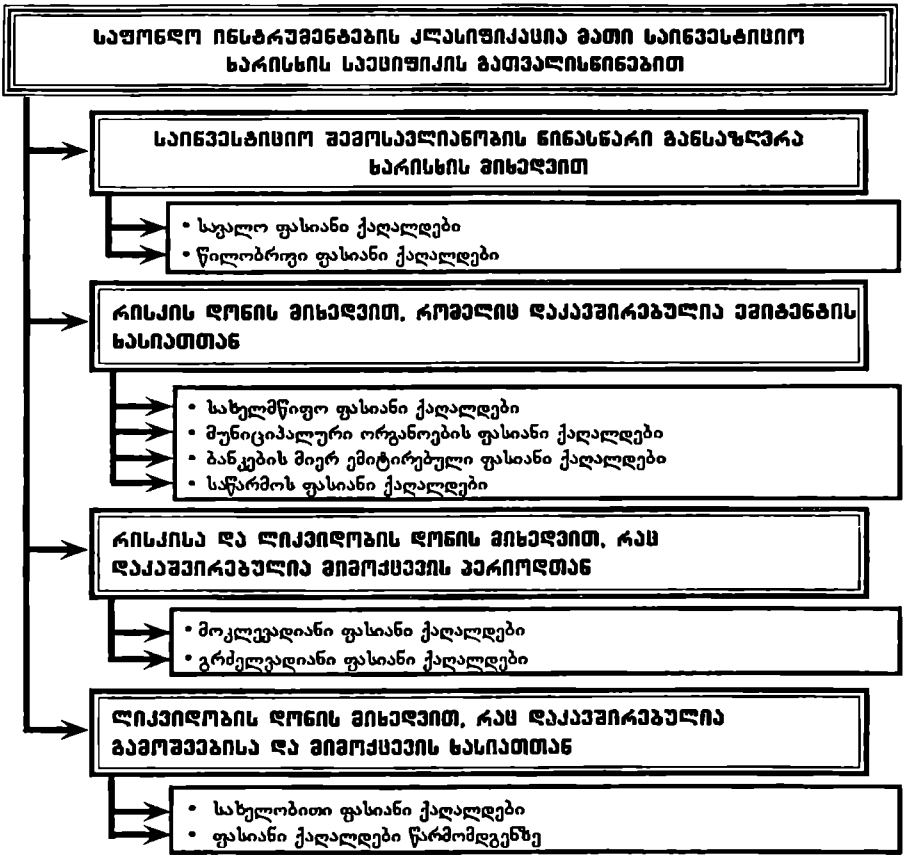
მისთვის მინიჭებული საინვესტიციო ხარისხის თავისებურებების პოზიციებიდან საფონდო ინსტრუმენტები კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით (ნახ 10.3.):

საინვესტიციო შემოსავლიანობის ნიშანსვარ განსაზღვრა ხარისხის მიხედვით

განასხვავებენ საშალო და წილობრივ ფასიან ქაღალდებს.

საშალო ფასიანი ქაღალდები ხასიათდება საინვესტიციო შემოსავლიანობის ზუსტად განსაზღვრის შესაძლებლობით, რომლის სიდიდე შეიძლება განისაზღვროს მისი მიმოქცევის ნებისმიერ დროს.

საინვესტიციო შემოსავლის მიღების წინასწარ განჭვრეტის დონე შესაძლებელს ხდის განსაკუთრებული პრობლემის გარეშე შეუდაროს საშალო ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ხარისხი, როგორც სკალით: „შემოსავლიანობა-რისკი“, ასევე სკალით — „შემოსავლიანობა-ლიკვიდობა“. გარდა ამისა, საშალო ფასიან ქაღალდებს აქვთ ვალდებულებების დაფარვის პრიორიტეტული უფლება ემიტენტის გაკოტრების შემთხვევაში, რაც მნიშვნელოვანწილად ამცირებს მათი არასისტემური რისკის ღონეს.



ნახ. 8.3. საფონდო ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია მათი საინვესტიციო ხარისხის მიხედვით

წილობრივი ფასიანი ქაღალდები ხასიათდებიან მათი საინვესტიციო შემოსავლის წინასწარ განჭვრეტის დაბალი დონით, რომელიც ფასდება ორი პარამეტრის მიხედვით: დივიდენდების გადახდის მომავალი დონით და საფონდო ინსტრუმენტის საკურსო ღირებულების ზრდით. ამ ფასიანი ქაღალდების მიხედვით ემიტენტის ეფექტიანი სამეურნეო საქმიანობისას შეიძლება საინვესტიციო შემოსავლის უფრო მაღალი დონის მიღება იგივე ემიტენტის საშალო ფასიან ქაღალდებთან შედარებით. წილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის დამახასიათებელია კორელაციის მაღალი დონე შემოსავლებსა და ინფლაციის ტემპებს შორის. ამასთან ერთად საინვესტიციო შემოსავლის არასტაბილურობა მათ

შედარებით რისკთან ინვესტირების ინსტრუმენტებად წარმოგვიდგენენ, ვინაიდან ისინი დაცულნი არ არიან არც სისტემატიზებული, არც არასისტემატიზებული სახის რისკებისაგან. ემიტენტის სამეურნეო საქმიანობის დაბალმა ეფექტიანობამ შეიძლება გამოიწვიოს, არა მარტო საინვესტიციო შემოსავლის დაკარგვა წილობრივი ფასიანი ქაღალდების მიხედვით, არამედ მათში დაბანდებული კაპიტალის ნაწილის (გაკოტრების შემთხვევაში კი მთლიანად) დაკარგვაც.

ემიტენტის სანდოობა გამოსყიდვის რისკის ღონის მიხედვით

გამოყოფენ ინვესტირების საფონდო ინსტრუმენტების შემდეგ ფორმებს:

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. ისინი წარმოდგენილია ძირითადად საგალო ვალდებულებების სახით და აქვთ საინვესტიციო რისკის უმცირესი დონე. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ცალკეული სახეები განიხილება ურისკო ინვესტიციების ეტალონის სახითაც. ამასთან ერთად საინვესტიციო შემოსავალის დონე ასეთი ფასიანი ქაღალდების სახით, როგორც წესი, შედარებით დაბალია. ამასთან რეფინანსირების განაკვეთის ცვლილების გზით (ცენტრალური ბანკის სპროცენტო განაკვეთი) სახელმწიფოს შესაძლებლობა აქვს გავლენა მოახდინოს საინვესტიციო შემოსავლის რეალურ დონეზე თავისი ფასიანი ქაღალდებით ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის მკვეთრი რყევების პერიოდებში.

მუნიციპალური ორგანოების ფასიანი ქაღალდები. ასეთი ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ხარისხის დონე (როგორც წესი, საგალო) მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება შესაბამისი რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის დონით. მართალია ასეთი სახის ფასიანი ქაღალდები ძნელია მიეკუთვნოს ურისკო კატეგორიას, საინვესტიციო რისკის დონე მათთან მიმართებაში ჩვეულებრივ, დაბალია. შესაბამისად, დაბალია მათი საინვესტიციო შემოსავლის დონე.

ბანკების მიერ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები. ამ საფონდო ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხი საკმაოდ მაღალია, ვინაიდან შემოსავლიანობის დონე მათ მიხედვით ჩვეულებრივ მაღალია, ვიდრე სახელმწიფო და მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდების მიხედვით. ამის გარდა, საბანკო საქმიანობის ეკონომიკური ნორმატივების სისტემა და მათ საქმიანობაზე სახელმწიფო კონტროლის მაღალი დონე ამცირებს ინვესტირების რისკის პოტენციურ დონეს ამ ემიტენტების ფასიან ქაღალდებში (თუმცა ბანკების ფინანსური არამდგრადობა არც თუ იშვიათობაა).

საწარმოს ფასიანი ქაღალდები. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ეს სახეობა ჩვენს ქვეყანაში დაბალი საინვესტიციო ხარისხით გამოირჩევა, ეს განპირობებულია თანამედროვე პირობებში საწარმოთა უმრავლესობის სამეურნეო საქმიანობის დაბალი ეფექტიანობით. (განსაკუთრებით კორპორატიზირებულ სახელმწიფო საწარმოებში), რის შედეგადაც მრავალი მათგანის აქციების მიხედვით დივიდენდებიც კი არ ანაზღაურდება. ინვესტიციური რისკის დონე საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მიხედვით (განსაკუთრებით ვენჩურული საწარმოებისათვის) შედარებით მაღალია, ამის გარდა, ფასიანი ქაღალდების ეს ტიპი მთლიანად ხასიათდება ყველაზე დაბალი ლიკვიდობის დონით საფონდო ბაზარზე.

მიმოქცევის პერიოდთან დაკავშირებული რისკის და ლიკვიდობის დონის მიხედვით

გამოყოფენ ინვესტირების შემდეგ საფონდო ინსტრუმენტებს:

მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდები. მისი მიმოქცევის პერიოდი განსაზღვრავს მისი ლიკვიდობის საკმაოდ მაღალ დონეს საფონდო ბაზარზე. მისი მიმოქცევის მოკლე პერიოდი მნიშვნელოვანწილად ამცირებს საინვესტიციო რისკს, რაც დაკავშირებულია ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებათა და მისი ემიტენტების ფინანსურ მდგომარეობასთან. ამავე დროს შედარებით დაბალი დონე და მათი ლიკვიდობის შედარებით მაღალი დონე განსაზღვრავს ასეთი საფონდო ინსტრუმენტების მიხედვით საინვესტიციო შემოსავლების შედარებით დაბალ დონეს.

გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდები ასეთი საფონდო ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის დონე განისაზღვრება საპირისპირო მახასიათებლებით – ლიკვიდობის დაბალი დონით (სხვა თანაბარ პირობებში) და, შესაბამისად საინვესტიციო რისკის მაღალი დონით. ასეთი საფონდო ინსტრუმენტით

შეიძლება მიღებული იქნას საინვესტიციო შემოსავლის უფრო მაღალი მაჩვენებელი.

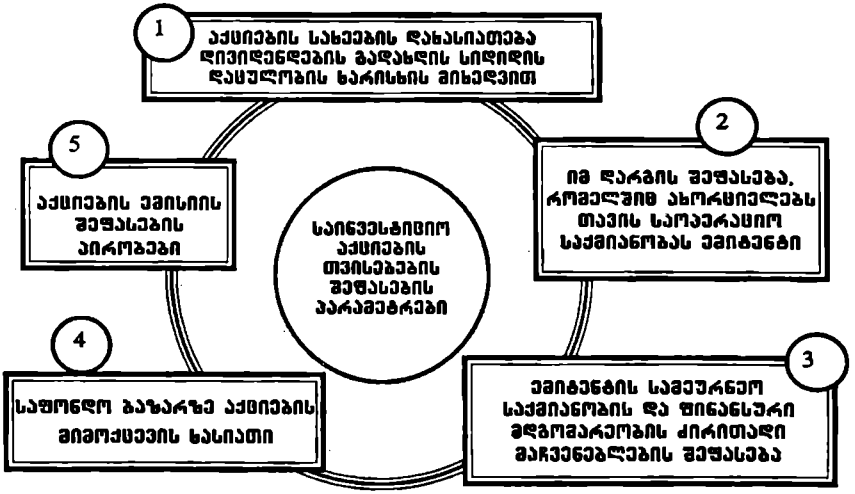
ინვესტირების საფონდო ინსტრუმენტების გამოშვებისა და მიმოქცევის ხასიათიდან გამომდინარე ლიკვიდობის დონის მიხედვით

სახელობითი ფასიანი ქაღალდების გაფორმების სირთულესთან დაკავშირებით და მათ მიმოქცევაზე ემიტენტის ძლიერი კონტროლის გამო ეს ფასიანი ქაღალდები რჩებიან ძალზე დაბალი ლიკვიდობის მქონე ფინანსურ ინსტრუმენტებად.

ფასიანი ქაღალდები წარმომდგენზე ასეთი საფონდო ინსტრუმენტების გამოშვების აღნიშნული თავისებურება არ ეწინააღმდეგება მისი თავისუფალი მიმოქცევის პროცესს და შესაბამისად ამაღლებს მათი ლიკვიდობის პოტენციურ დონეს.

ზემოთ განხილული იყო საფონდო ინსტრმუნტების საერთო თავისებურებები, რომლებიც განსაზღვრავენ მათ საინვესტიციო ხარისხს მოყვანილი კლასიფიკაციის შესაბამისად. ამასთან ერთად, მთავარი ამოცანა ფინანსური ინვესტირების პროცესში არის კონკრეტული სახის ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება, რომლებიც მიმოიქცევიან საფონდო ბაზარზე. ასეთი შეფასება დიფერენცირდება ფასიანი ქაღალდების ძირითადი სახეების მიხედვით — აქციები, ობლიგაციები, დეპოზიტური (შემნახველი) სერტიფიკატები და ა.შ. განვიხილოთ ამ ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი სახეების საინვესტიციო ხარისხის შეფასების ძირითადი პარამეტრები.

აქციების საინვესტიციო ხარისხის ინტეგრალური შეფასება ხორციელდება შემდეგი ძირითადი პარამეტრების მიხედვით (ნახ. 8.4).



ნახ. 8.4. აქციების საინვესტიციო თვისებების შეფასების ძირითადი პარამეტრები

აქციების სახეების დახასიათება დივიდენდების გადახდის სიდიდის დაცულობის ხარისხის მიხედვით

აქციების დაყოფას ემიტენტის ვალდებულებების ხასიათის მიხედვით (დივიდენდური გადახდების სიდიდის დაცულობის უზრუნველყოფა) პრივილეგირებულ (უცხოურ ლიტერატურაში გამოიყენება ტერმინი „პრეფერენციალური“) და უბრალო აქციებად დიდი მნიშვნელობა აქვს ინვესტორისათვის. ამ განსხვავებათა ხასიათს შეიძლება გავეცნოთ 8.1. ცხრილის მონაცემებიდან.

ვახასიათებთ რა ამ განსხვავებებს მთლიანად შეიძლება ითქვას, რომ ინვესტირების უსაფრთხოების დონე პრიორიტეტული აქციების შემთხვევაში მნიშვნელოვნად მაღალია უპრალო აქციებთან შედარებით. იმასთან დაკავშირებით, რომ სახელობით აქციებს პრეფერენციული უფლება აქვთ მიიღოს წინასწარ განსაზღვრული დივიდენდების დონე და ქონების წილი სააქციო საზოგადოების ლიკვიდაციის შემთხვევაში. დაბანდების საიმედოობის ხარისხის მიხედვით პრიორიტეტული აქციები იკავებენ შუალედურ მნიშვნელობას კომპანიის უბრალო აქციებსა და ობლიგაციებს შორის (მათ არა აქვთ დაფარვის ზუსტი ვადა, როგორც ეს ობლიგაციას აქვს, ასევე სააქციო საზოგადოების ქონებით ასე საიმედო უზრუნველყოფა მისი ლიკვიდაციის შემთხვევაში).

პრივილეგირებული და უბრალო აქციების უპირატესობებისა და ნაკლოვანებების შედარება ინვესტორის მიერ მათი შერჩევის მოტივაციის პოზიციებიდან

ცხრილი 8.1.

ინვესტორის მიერ აქციის შერჩევის მოტივაცია	უბრალო აქციები		პრივილეგირებული აქციები	
	უპირატესობა	ნაკლოვანებები	უპირატესობანი	ნაკლოვანებები
I. შემოსავლის დონე და სტაბილურობა	1. უფრო მაღალი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობა ეფექტიანი საქმიანობის პერიოდში 2. შემოსავლების ინფლაციის ტემპებთან კორელაციის მაღალი ხარისხი	1. ცალკეულ პერიოდებში შემოსავლების დონის არასტაბილურობა 2. დაბალი დივიდენდების მიღების შესაძლებლობა ცალკეულ პერიოდებში	1. სტაბილური შემოსავლების მიღება დივიდენდების წინასწარ განსაზღვრული ოდენობის სახით 2. შემოსავლების გადახდა სამეურნეო საქმიანობის შედეგებისაგან დამოუკიდებლად	1. საწარმოს ეფექტიანი საქმიანობის პერიოდში შემოსავლების დონე შეიძლება იყოს დაბალი ჩვეულებრივ აქციებთან შედარებით
II. საინვესტიციო რისკის დონე		1. სააქციო საზოგადოების ლიკვიდაციის ანდა გაკოტრების შემთხვევაში შეიძლება დაიკარგოს მთელი ინვესტირებული კაპიტალი 2. არაეფექტიანი საქმიანობის დროს დივიდენდები შეიძლება არ იქნას გაცემული 3. დაუცველია როგორც სისტემური (საბაზრო), ისე არასისტემური (სპეციფიკური) რისკებისაგან	1. საქციო საზოგადოების ლიკვიდაციის შემთხვევაში აქვს უპირატესი უფლება ქონების გაყოფაში მონაწილეობის თვალსაზრისით 2. დივიდენდების მიღების უპირატესი უფლება აქვთ 3. სრულადაა დაცული სისტემური (საბაზრო) რისკებისაგან და ნაწილობრივ არასისტემური (სპეციფიკური რისკებისაგან)	1. შესაძლებლობა ხელახლა გამოუშვას აქციები აქციონერის სურვილის გათვალისწინების გარეშე (თუ კი ეს გათვალისწინებულია წესდებით)
1	2	3	4	5
III. შემოსავლების გადიდებაზე და რისკის შემცირებაზე გადიდების შესაძლებლობა	1. სამეურნეო პროცესებზე გავლენის მოხდენის შესაძლებლობა მართვაში მონაწილეობის გზით 2. დივიდენდური პოლიტიკის შემუშავებაში მონაწილეობის მიღების შესაძლებლობა	1. რიგი სააქციო საზოგადოებების წესდების მიხედვით მცირე აქციების მფლობელთა მონაწილეობა მართვაში შეზღუდულია		1. სააქციო საზოგადოების მართვაში მონაწილეობის უფლების არქონა
IV. ლიკვიდობის უზრუნველყოფა	1. უფრო მაღალი ლიკვიდობა საფონდო ბაზარზე		1. ლიკვიდობა შეიძლება უზრუნველყოფილი იქნას აქციების ხელახალი გამოშვების უპირატესი უფლების გზით (თუ კი ეს გათვალისწინებულია წესდებით	1. ლიკვიდობის უფრო დაბალი დონე საფონდო ბაზარზე

ამაჟე დროს შემოსავლიანობის კრიტერიუმების მიხედვით ინვესტორისათვის უფრო უპირატესი შეიძლება აღმოჩნდეს უბრალო აქციები, რომლებიც უფრო მორგებულია ინფლაციური ეკონომიკის და საფონდო ბაზრის ცვალებადი კონიუნქტურის პირობებში. გარდა ამისა, უბრალო აქციების მფლობელებს შეუძლიათ უშუალო მონაწილეობა მიიღონ სააქციო კომპანიის დივიდენდური პოლიტიკის შემუშავებაში.

იმ დარგის შეფასება, რომელშიც ახორციელებს თავის საოპერაციო საქმიანობას ემიტენტი

აღნიშნული პარამეტრი გულისხმობს, პირველ რიგში, ინვესტორის სასიცოცხლო ციკლის სტადიის და ამ სტადიაში მისი სავარაუდო ყოფნის შესწავლას. ინვესტორის შემოსავალი აქციების მიხედვით მიიღება ორი ძირითადი შედეგით: ა) აქციების საკურსო ღირებულების ზრდით (აქ ძირითადი ფაქტორის როლში გამოდის კაპიტალის ზრდა ერთ აქციაზე და ბ) აქციების მიხედვით მიღებული დივიდენდების ჯამით (რომელიც, ძირითადად განისაზღვრება ემიტენტის წმინდა მოგებით). კაპიტალისა და წმინდა მოგების შედარებით სტაბილური ზრდა დამახასიათებელია იმ დარგების კომპანიებისათვის, რომლებიც იმყოფებიან თავიანთი სასიცოცხლო ციკლის აღრეულ სტადიებზე. უცხოური გამოცდილება ადასტურებს, რომ შედარებით მაღალი შემოსავალი აქციების მიხედვით აქვთ იმ კომპანიებს, რომლებიც თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ მეცნიერებატევად დარგებში. ოღონდ ამ კომპანიების აქციები ამავდროულად არის შედარებით რისკიანი – მათ ეენჩურულ კომპანიებს უწოდებენ (ანუ რისკიანი). სხვა ფაქტორების რიცხვს, რომლებიც განსაზღვრავენ აქციების საინვესტიციო ხარისხის სხვადასხვა დარგის კომპანიებში, მიეკუთვნება ადგილი, რომელსაც აღნიშნული დარგი იჭერს ქვეყნის ეკონომიკის სტრუქტურულ გარდაქმნაში. დარგის საწარმოს რენტაბელობის საშუალო დონე, ასევე მათი შემოსავლების (მოგების) საგადასახადო დაბეგვრის დონე. ორი უკანასკნელი ფაქტორი შეიძლება გახდეს აქციების მიხედვით დივიდენდების მიღების შესაძლო დონის შეფასების კრიტერიუმი. ცალკეული დარგის კომპანიათა საინვესტიციო ხარისხის შეფასებისას შეიძლება ვისარგებლოთ ზემოთ განხილული დარგის საინვესტიციო მიმზიდველობის განსაზღვრის მეთოდიკით.

დასახელებული პარამეტრი დიფერენცირდება იმის მიხედვით, თუ ეს აქციები პირველად მიქცოდება საფონდო ბაზარს თუ ისინი უკვე დიდი ხანია მიმოიქცევიან იქ. პირველ შემთხვევაში ხდება საწარმოს საინვესტიციო მიმზიდველობის განსაზღვრა, რისთვისაც გამოიყენება რენტაბელობის ფინანსური მდგრადობის, გადახდისუნარიანობის, კაპიტალისა და აქტივობის ბრუნვადობის მაჩვენებელთა სისტემა. მეორე შემთხვევაში ეს შეფასება შეიცვლება რიგი სხვა მაჩვენებლების ანალიზით, რომელთა შორის შედარებით მნიშვნელოვან როლს ასრულებს შემდეგი მაჩვენებლები:

ა) აქციონერული კაპიტალის უკუგების დონე.

ეს მაჩვენებელი ახასიათებს წმინდა მოგების დონეს გამოყენებული სააქციო კაპიტალის მიხედვით და გაითვლება ფორმულით:

$$LPC = \frac{NP_p \times 100}{MP_p}, \qquad (8.1.)$$

სადაც, ***LPc*** – სააქციო კაპიტალის უკუგების დონე %-ში;

NPp – კომპანიის წმინდა მოგება განსახილველ პერიოდში;

MVp – სააქციო კაპიტალის საშუალო ღირებულება განსახილველ პერიოდში;

ერთი აქციის საბალანსო (წიგნის) ღირებულება. ეს მაჩვენებელი ახასიათებს სააქციო კაპიტალის და კომპანიის სარეზერვო ფონდის სიდიდეს, რაც მოდის ერთ აქციაზე ანუ საკუთარი რეალური აქტივებით უზრუნველყოფას ბალანსის მიხედვით ამ მაჩვენებლის გათვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$BVd = \frac{VC_d \times VRF_p}{TQ_d} \qquad (8.2.)$$

სადაც, ***BVd*** – ერთი აქციის საბალანსო ღირებულება განსაზღვრულ აქციაზე;

VCd – სააქციო კაპიტალის ღირებულება განსაზღვრული თარიღისათვის;

VRFp – სარეზერვო ფონდის ღირებულება იგივე პერიოდში;

TQd – კომპანიის აქციების საერთო რაოდენობა განსაზღვრული თარიღისათვის.

ბ) დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი. იგი გვიჩვენებს სააქციო კომპანიის წმინდა მოგების რა წილია დივიდენდების სახით, ე.ი. ირიბად ახასიათებს მის დივიდენდურ პოლიტიკას. ამ მაჩვენებლის გათვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$CD_p = \frac{SD_p + 100}{SNP_p}, \qquad (8.3.)$$

სადაც, ***CDp*** – დივიდენდური გადასახადების კოეფიციენტი %-ში;

SDp – განხილულ პერიოდში სააქციო საზოგადოების მიერ გადახდილი დივიდენდების თანხა;

SNPp – საზოგადოების წმინდა მოგების სიდიდე განხილულ პერიოდში.

გ) პრივილეგირებული აქციების წმინდა აქტივებით უზრუნველყოფის კოეფიციენტი. ეს მაჩვენებელი შესაძლებელს ხდის განისაზღვროს კაპიტალის დაცულობის ხარისხი მისი ინვესტირებისას პრივილეგირებულ აქციებში. იგი გაითვლება ფორმულით:

$$CP_{na} = \frac{SNA}{QPSc}, \qquad (8.4.)$$

სადაც, ***CPna*** – პრივილეგირებული აქციების წმინდა აქტივებით უზრუნველყოფის კოეფიციენტი;

SNA – სააქციო საზოგადოების წმინდა აქტივების სიდიდე მოცემული თარიღისათვის, რომელიც განისაზღვრება როგორც სხვაობა აქტივების საერთო ოდენობათა ბალანსის მიხედვით, ერთის მხრივ, და არამატერიალურ აქტივებს, მიმდინარე და გრძელვადიან ვალდებულებებს შორის, მეორეს მხრივ;

QPSc – კომპანიის პრივილეგირებული აქციების რაოდენობა.

დ) დივიდენდების დაფარვის კოეფიციენტი პრივილეგირებული აქციების მიხედვით. ეს მაჩვენებელი შესაძლებლობას იძლევა შეფასდეს, თუ რამდენად უზრუნველყოფს დივიდენდების გადახდას პრივილეგირებულ აქციებზე. ამ მაჩვენებლის გაანგარიშება ხდება ფორმულით:

$$CP_s = \frac{SNA}{SD_p}, \qquad (8.5.)$$

CCDs – დივიდენდების დაფარვის კოეფიციენტი პრივილეგირებული აქციების მიხედვით;

SNPc – წმინდა მოგების სიდიდე სააქციო საზოგადოებაში განხილულ პერიოდში;

(***SDp*** – დივიდენდების სიდიდე, რომელიც გამიზნულია პრივილეგირებულ აქციებზე გადასახდელად განსახილველ პერიოდში.

ყველა ზემოთ განხილული მაჩვენებელი ახასიათებს კომპანიის აქციების მომდევნო გამოშვების ეფექტიანობას.

საფონდო ბაზარზე აქციების მოთხოვნის ხასიათი

ეს პარამეტრი დაკავშირებულია პირველ რიგში მის საბაზრო კოტირებასთან და ლიკვიდობასთან. ამ მაჩვენებლებს შორის შედარებით მნიშვნელოვან როლს ასრულებს შემდეგი:

ა) **დივიდენდების გადახდის დონე.** ეს მაჩვენებელი ახასიათებს დამოკიდებულებას დივიდენდის თანხასა და აქციის ფასს შორის. მისი გათვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$LD_p = \frac{SD_p + 100^n}{VS_p}, \qquad (8.6.)$$

სადაც, ***LDp*** – აქციის დივიდენდური უკუგების დონე %-ში;

SDp – დივიდენდის თანხა, რომელიც გადახდილია აქციებზე განსაზღვრულ პერიოდში;

VSp – აქციების კოტირების ფასი განსახილველი პერიოდის დასაწყისში.

ბ) ფასებისა და შემოსავლიანობის ურთიერთმიმართების კოეფიციენტი. ეს მაჩვენებელი ახასიათებს კავშირს აქციის ფასსა და მის შემოსავლიანობას შორის. რაც უფრო დაბალია ეს ურთიერთდამოკიდებულება, მით უფრო მიმზიდველია აქცია ინვესტირებისათვის. კოეფიციენტის გათვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$CVs = \frac{PSp}{TI_p}, \qquad (8.7.)$$

სადაც, ***CVs*** – ფასებსა და შემოსავლებს შორის ურთიერთმიმართების კოეფიციენტი აქციების მიხედვით;

PSp – აქციის ფასი განსახილველი პერიოდის დასაწყისში;

TIp – მთლიანი შემოსავალი, რაც მიღებულია აქციების მიერ განსახილველ პერიოდში;

გ) **აქციების ლიკვიდობის კოეფიციენტი** საფონდო ბირჟაზე. იგი გვიჩვენებს აქციის სწრაფად ლიკვიდობის შესაძლებლობას მისი რეალიზაციის აუცილებლობის შემთხვევაში. ამ მაჩვენებლის გათვლა ხდება ფორმულით.

$$CS_l = \frac{TV_t}{TSD_t}, \qquad (8.8.)$$

სადაც, ***CSl*** – აქციის ლიკვიდობის კოეფიციენტი საფონდო ბირჟაზე;

TVt – მოცემული აქციების გაყიდვათა საერთო მოცულობა მოცემულ ვაჭრობაზე (ანდა ამ მაჩვენებლის სიდიდე ყველა ვაჭრობის მიხედვით განსაზღვრულ პერიოდში);

TSDt – განხილული აქციების მიწოდების საერთო სიდიდე მოცემულ ვაჭრობაზე (ანდა ამ მაჩვენებლის სიდიდე ყველა ვაჭრობის მიხედვით განსაზღვრულ პერიოდში).

დ) **აქციების მიწოდებისა და მოთხოვნის კოტირებული ფასების დამოკიდებულების კოეფიციენტი.** ეს მაჩვენებელი გაითვლება ფორმულით:

$$CVs = \frac{MPsd}{MPrs}, \qquad (8.9.)$$

სადაც, ***CVs*** – ფასებსა და შემოსავლებს შორის ურთიერთმიმართების კოეფიციენტი აქციების მიხედვით;

MPsd – აქციების მიწოდების საშუალო ფასი ვაჭრობაზე;

MPrs – აქციებზე მოთხოვნის საშუალო ფასი ვაჭრობაზე.

ე) **აქციების მიმოქცევის კოეფიციენტი.** იგი გვიჩვენებს გამოშვებული აქციების მიმოქცევის ოდენობას და არის მისი ლიკვიდობის ირიბი მაჩვენებელი. უცხოეთის პრაქტიკაში ეს მაჩვენებელი გაითვლება გაყიდვების სიდიდის მიხედვით როგორც საბირჟო, ასევე არასაბირჟო საფონდო ბაზრებზე. ჩვენს პრაქტიკაში კონკრეტული უბრალო აქციების გაყიდვების აღრიცხვა არასაბირჟო ბაზრებზე არ არის ორგანიზებული. ამიტომ ამ მაჩვენებლის გათვლა შეიძლება მხოლოდ საბირჟო ბაზრის მიხედვით. იგი გაითვლება ფორმულით:

$$CVs = \frac{MPsd}{MPrs}, \qquad (8.10.)$$

სადაც, ***CSCp*** – აქციების მიმოქცევის კოეფიციენტი განსაზღვრულ პერიოდში;

TQSp – განხილული აქციების გაყიდვათა საერთო ოდენობა ვაჭრობებზე განსაზღვრულ პერიოდში;

TQs – კომპანიის აქციების საერთო ოდენობა;

MPp – ერთი აქციის გაყიდვის საშუალო ფასი განხილულ პერიოდში.

ამ მაჩვენებლის გათვლა ასევე შეიძლება რეალიზებული და ხელზე არსებული აქციების რაოდენობის საფუძველზე. ამ მაჩვენებლის უზუსტობა გამოიხატება იმაში, რომ გაყიდვათა სიდიდემ შეიძლება დაახასიათოს მრავალმხრივი სპეკულაციური ოპერაციები მიმოქცევადი აქციების მცირე რაოდენობის მიხედვით, მნიშვნელოვან როლს შეფასების პროცესში ასრულებს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობაში თვითონ აქციის დაშვების ფაქტი.

აქციების ემისიის შეფასების პირობები

ეს უკანასკნელი არის მისი ინვესტიციური ხარისხის შესწავლის დამამთავრებელი ეტაპი. ასეთი შეფასების საგანია: ემისიის მიზანი, დივიდენდების გადახდის პირობები და პერიოდულობა. აქციების ცალკეულ მფლობელს, მართვაში მონაწილეობის ხარისხი და ინვესტორისათვის სხვა საინტერესო საკითხები. მზედველობაშია მისაღები ის გარემოება, რომ დივიდენდების შემოთავაზებული

დეკლარირებული სიდიდე არ ახასიათებს ემიტენტის არა მარტო იურიდიულ, არამედ საკონტრაქტო ვალდებულებებს. ამიტომ ამ მაჩვენებლის სიდიდეზე ორიენტაცია არ არის მიზანშეწონილი.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების პრაქტიკაში ფართოდ გამოიყენება ცალკეული აქციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასება. ამ შეფასების ფორმები მოტანილია ცხრილ 8.2-ში.

უბრალო და პრივილეგირებული აქციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასების ფორმები საზღვარგარეთის პრაქტიკაში

ცხრილი 8.2.

უბრალო აქციების რეიტინგული შეფასება („ენდ პუსის სტანდარტი")		პრივილიგებული აქციების რეიტინგული შეფასება („კანადიან ბონდ რეიტინგ სერვისი")	
შეფასების ინდექსი	ინდექსის მნიშვნელობა	შეფასების ინდექსი	ინდექსის მნიშვნელობა
A+	უმაღლესი ხარისხი	P+	უმაღლესი ხარისხი „სუპერი"
A	მაღალი ხარისხი	P	მაღალი ხარისხი
A-	საშუალო მაღალი ხარისხი	P2	ძალზე კარგი ხარისხი
B+	საშუალო ხარისხი	P3	კარგი ხარისხი
B	საშუალო ხარისხზე დაბალი	P4	საშუალო ხარისხი
B-	დაბალი ხარისხი	P5	დაბალი ხარისხი (აქციები სპეკულაციური ხასიათისა და ინვესტირებისათვის სახიფათოა)
C-	ძალზე დაბალი ხარისხი		

ობლიგაციების საინვესტიციო ხარისხის ინტეგრალური შეფასება ხორციელდება შემდეგი ძირითადი პარამეტრების მიხედვით (ნახ. 8.5):

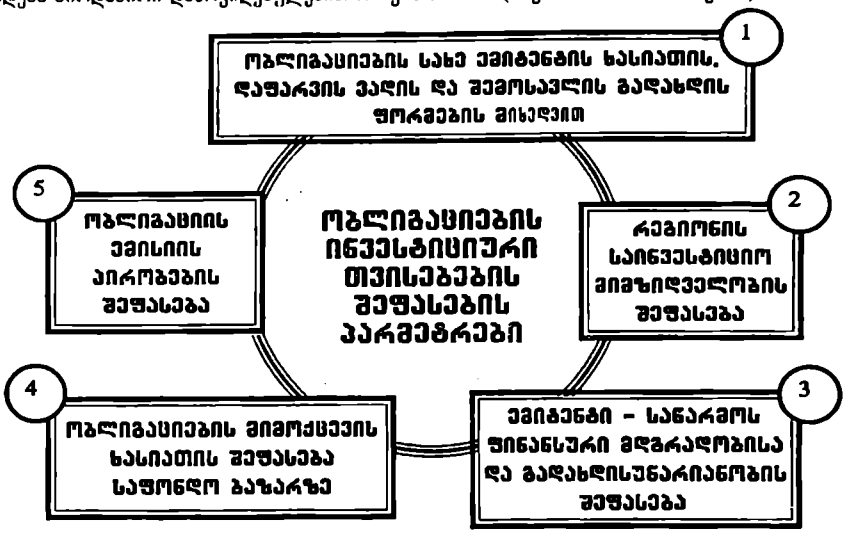
ობლიგაციების სახე ემიტენტის ხასიათის, ღაფარვის ვადის და შემოსავლის გადახდის ფორმების მიხედვით

არსებით გავლენას ახდენს ყველა ძირითად საინვესტიციო პარამეტრების ხარისხზე – შემოსავლიანობის რისკის და ლიკვიდობის დონეზე.

ობლიგაციების დაყოფის ემიტენტების სახეების მიხედვით შიდა სახელმწიფოს სესხის ობლიგაციებად, ადგილობრივი სესხის და ფირმებისა და კომპანიების ობლიგაციებით მეტად დიდი მნიშვნელობა აქვს ინვესტორებისათვის პირველ რიგში მათი რისკების პოზიციებიდან. შედარებით ნაკლებრისკიანებად ითვლება დაბანდებანი შინაგანი სახელმწიფო სესხის ობლიგაციებში. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე რიგ ქვეყანაში იგი ითვლება რისკგარეშე ინვესტიციების ეტალონად. შედარებით დიდი რისკის დონით გამოირჩევიან კომპანიებისა და ფირმების ობლიგაციები (თუმცა მათი რისკის დონე გაცილებით დაბალია, ვიდრე იგივე ემიტენტების პრივილეგირებული აქციების შემთხვევაში). შესაბამისად დიფერენცირდება შემოსავლების დონე ობლიგაციების ამ სახეების მიხედვით: უმცირესი შემოსავალი ერგებათ, ჩვეულებრივ, შიდა სახელმწიფო სესხის ობლიგაციებს. ხოლო ყველაზე მაღალი შემოსავლები კომპანიებისა და ფირმების ობლიგაციებს.

ობლიგაციების დაყოფა დაფარვის ვალის მიხედვით მოკლევადიან საშუალოვადიან და გრძელვადიან ობლიგაციებად განსაზღვრავს მათ იგივე საინვესტიციო თავისებურებას. რაც წინა შემთხვევაში იყო მოცემული. რისკის დონის მიხედვით ინვესტორისათვის უპირატესია მოკლევადიანი ობლიგაციები, რომლის დაფარვის შემდეგ კაპიტალი შეიძლება რეინვესტირებული იქნას უფრო მომგებიან ობიექტებში. დაფარვის ვადის ზრდასთან ერთად რისკის დონე იზრდება – მას ადიდებს ინფლაციის ზრდის რისკი

(და შესაბამისად იზრდება სასესხო პროცენტი). ასევე ინვესტიციების ლიკვიდობის დაბალი დონე რისკისათვის გადახდის პრინციპის შესაბამისად ობლიგაციების ამ სახის შემოსავლიანობის დონე ყალიბდება პირდაპირი დამოკიდებულებით რისკის მიმართ (სხვა თანაბარ პირობებში).



ნახ. 8.5. ობლიგაციების ინვესტიციური თვისებების შეფასების ძირითადი პარამეტრები

და ბოლოს, ობლიგაციების დაყოფა შემოსავლის ანაზღაურების ფორმების მიხედვით პროცენტიან და უპროცენტო (მიზნობრივი) ობლიგაციებად ინვესტირისათვის საინტერესოა სახსრების დაბანდების მიზნის თვალსაზრისით. თუკი ასეთი მიზანია კაპიტალის ზრდა ფულადი ფორმით, მაშინ ინვესტირება განხორციელდება პროცენტულ ობლიგაციებში (როგორც წესი, ამ ობლიგაციებს ახასიათებს უფრო მაღალი მიმდინარე ლიკვიდობა საფონდო ბაზარზე). უპროცენტო (მიზნობრივი) ობლიგაციები ითვალისწინებენ შემოსავლის გადახდას მათ მიხედვით ცალკეული საქონლის ანდა მომსახურების სახით. ასეთი ობლიგაციები იმსახურებენ ფიზიკური პირი ინვესტორების ინტერესს სულ მცირე ორ შემთხვევაში:

1) სამომხმარებლო ბაზარზე ამ საქონლისა და მომსახურების მნიშვნელოვანი დეფიციტის პირობებში.

2) არსებითი განსხვავების დროს ობლიგაციის შეძენის სასტარტო ფასსა და რეალურ ფასს შორის შემოთავაზებული საქონლისა და მომსახურების პირობებში.

რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება

ასეთი შეფასება ხდება მხოლოდ შინა ადგილობრივი სესხის ობლიგაციების მიხედვით. ასეთი შეფასებისა აუცილებლობა ყალიბდება იმიტომ, რომ რეგიონების ნაწილი, რომლებიც სახელმწიფოსაგან იღებენ მნიშვნელოვანი ოდენობით სუბსიდიებს და სუბვენციებს განიცდიან სერიოზულ ფინანსურ სიძნელეებს ობლიგაციების დაფარვისას. ამიტომ შინაგანი ადგილობრივი სესხების ობლიგაციების ინვესტიციური ხარისხის შეფასებისას, უნდა მოხდეს შესწავლა მათი ბიუჯეტების სალდოს დინამიკის და მათი საშემოსავლო ნაწილის ფორმირების წყაროების სტრუქტურისა.

ემიტენტი სანარმოს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის შეფასება

ასეთი შეფასება ხდება მხოლოდ საწარმოს ობლიგაციებთან მიმართებაში. შეფასების მთავარი მიზანია საწარმოს საკრედიტო რეიტინგის გამოულენა, მისი ფინანსური მდგრადობის ხარისხის დადგენა და

მისი პროგნოზი ობლიგაციის დაფარვის პერიოდში, ასევე წილობრივად ფორმირებული გამოსყიდვის ფონდის არსებობა, რომელიც წარიმართება მოკლევადიან ვალდებულებებზე.

ობლიგაციების მიმოქცევის ხასიათის შეფასება საფონდო ბაზარზე

ასეთი შეფასების საფუძველია მათი საბაზრო ფასისა და რეალური ღირებულების დამოკიდებულების კოეფიციენტის შესწავლა. ეს მაჩვენებელი არსებითადაა დამოკიდებული საფონდო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთის თუკი საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, მაშინ ობლიგაციის ფასი ეცემა (მასზე შემოსავლის ფიქსირებული სიდიდის გამო) და პირიქით. ამის ზრდა, ობლიგაციის რეალური საბაზრო ღირებულება დამოკიდებულია ასევე იმ ვადაზე, რომელიც დარჩა ემიტენტს მისი გამოსყიდვისათვის. რაც უფრო ხანგრძლივია ვადა, მით მეტია მისი რისკის დონე და დაბალია მიმდინარე ღირებულება, რაც განსაზღვრავს საბაზრო ფასის უფრო დაბალ დონეს.

ობლიგაციის ემისიის პირობების შეფასება

შეფასების ობიექტია: ემისიის მიზანი და პირობები, პროცენტის გადახდის პერიოდულობა და მისი სიდიდე. ძირითადი თანხის დაფარვის პირობები (პრინციპალი) და სხვა მაჩვენებლები. შეფასებისას მხედველობაშია მისაღები რომ გადახდის ხშირი პერიოდულობა შეიძლება გახდეს ინვესტორისათვის სარგებლის მიღების შემაფერხებელი ფაქტორი, რაც მიიღება უფრო მაღალი სიდიდის პროცენტის პირობებში.

ობლიგაციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასება

ისევე როგორც აქციების შემთხვევაში, მაღალგანვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ფართოდ გამოიყენება ობლიგაციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასება. ასეთი შეფასების ფორმები მოცემულია ცხრილში 8.3.

საზღვარგარეთის პრაქტიკაში აღიარებული ობლიგაციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასების ფორმები

ცხრილი 8.3

შეფასების ინდექსი		
„სტანდარტ ენდ პურსი“	„მუდისი“	ინდექსის მნიშვნელობა
AAA	Aaa	უმაღლესი საინვესტიციო ხარისხი
AA	Aa	მაღალი საინვესტიციო ხარისხი
A	A	საშუალო დონეზე მაღალი საინვესტიციო ხარისხი
BBB	Baa	საშუალო საინვესტიციო ხარისხი
BB	Ba	საშუალო დონეზე დაბალი საინვესტიციო ხარისხი
B	B	სპეკულაციური ობლიგაციები დაბალი საკრედიტო რეიტინგით
CCC	Caaa	გადაუხდელობის რისკის მაღალი დონე
CC	Ca	მაღალსპეკულაციური ობლიგაციები
C	c	უდაბლესი საინვესტიციო ხარისხი

შემნახველი (დეპოზიტური) სერტიფიკატების საინვესტიციო ხარისხის ინტეგრალური შეფასება ხორციელდება ასეთი პარამეტრების მიხედვით:

1. შემნახველი (სადეპოზიტო) სერტიფიკატის სახის დახასიათება ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციის ზემოთ მოტანილი სქემის მიხედვით.

2. ემიტენტი – ბანკის საიმედოობის შეფასება. ასეთი შეფასება მოიცავს ძირითადი რაოდენობითი მაჩვენებლების დახასიათებას (აქტივების სიდიდე, საკუთარი კაპიტალის ოდენობა, მიღებული დეპოზიტების სიდიდე, გაცემული კრედიტების ოდენობა, მოგების სიდიდე და ა.შ.) და ცალკეულ კოეფიციენტებს (კუკის კოეფიციენტი, საბანკო რისკის კრებსითი კოეფიციენტი).

საზღვარგარეთის პრაქტიკაში ბანკების საიმედოობის შეფასება ხორციელდება ე.წ. **CAMEL** სისტემის მიხედვით. რომელიც წარმოადგენს შემდეგი მაჩვენებლების საწყისი ასოებისაგან შედგენილ აბრევიატურას:

„**C**“ – ბანკის კაპიტალის ხელმისაწვდომობა.

„**A**“ – ბანკის აქტივების ხარისხობრივი სტრუქტურა.

„**M**“ – მართვის ხარისხი (ეფექტიანობა).

„**E**“ – შემოსავლიანობის (რენტაბელობის) დონე.

„**L**“ – ლიკვიდობის დონე.

ამ შეფასების შედეგების ბანკი ხასიათდება თავის საიმედოობის ხარისხის მიხედვით, როგორც „კარგი“, „დამაკმაყოფილებელი“, „საკმაოდ საიმედო“, „კრიტიკული“, (არადამაკმაყოფილებელი). ბანკების საიმედოობის რეიტინგული შეფასება (რაც ჩვენი ქვეყნისთვისაა დამახასიათებელი) უცხოეთის პრაქტიკაში არ გამოიყენება.

უნდა აღინიშნოს, რომ შეფასების პარამეტრები იძლევიან ცალკეული საფინანსო ინსტიტუტების საინვესტიციო ხარისხის მხოლოდ განზოგადებულ ჯგუფურ დახასიათებას და შესაბამისი რანჟირების საშუალებას არ იძლევა მათი კონკრეტული სახესხვაობების მიხედვით.

8.3. ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულების შეფასება

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ეფექტიანობის მაჩვენებლების თავისებურება

ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის ეფექტიანობა, რეალური ინვესტიციების მსგავსად განისაზღვრება. ამასთან ერთად, ამ მაჩვენებლების ფორმირებას ფინანსური ინვესტირების პირობებში გააჩნია არსებითი ხასიათის განმასხვავებელი თავისებურებები.

პირველ რიგში, უკანდაბრუნებადი ფულადი ნაკადების სიდიდეში ფინანსური ინვესტირების შემთხვევაში არ მონაწილეობს საამორტიზაციო ანარიცხების მაჩვენებელი. რამდენადაც ფინანსური ინსტრუმენტები, რეალური ინვესტიციებისაგან განსხვავებით, თავის შემადგენლობაში არ მოიცავენ ამორტიზირებულ აქტივებს, ამიტომ, მიმდინარე უკანდაბრუნებადი ფულადი ნაკადის საფუძველია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით მათზე პერიოდულად გადახდილი პროცენტების თანხები, (ანაზღაურებაზე საწესდებო ფონდებში; სადეპოზიტო ანაბრებზე ბანკებში) ობლიგაციებზე და სხვა საჯალო ფასიან ქაღალდებზე) და დივიდენდები (აქციებზე და სხვა საქმიანი ფასიანი ქაღალდების მიხედვით).

მეორე რიგში, საწარმოს ისეთი ფინანსური აქტივები, როგორიცაა ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტები, არ ამორტიზირდებიან, ისინი იყიდება (იფარება) საწარმოს მიერ მისი გამოყენების ვადის გასვლის ბოლოს (ანდა მათი მიმოქცევის ფიქსირებული ვადის ბოლოს) იმ ფასში, რომელიც მათზე დაწესდა ფინანსურ ბაზარზე მათი გაყიდვის მომენტში (ანდა ალრე განპირობებული მათი

ფიქსირებული ფასით). შესაბამისად, დაბრუნებადი ფულადი ნაკადის შემადგენლობაში შედის ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის სახით მათი რეალიზაციის ღირებულება მათი გამოყენების ვადის დასრულების მიხედვით (ფიქსირებული ფასებით საუალო ფინანსური აქტივების მიხედვით და მიმდინარე საკურსო ღირებულებით წილობრივი ფინანსური აქტივების მიხედვით).

მოგების ნორმის ფორმირების თავისებურებები ფინანსური ინვესტიციების დროს

გარკვეული განსხვავება ვალიბდება ასევე მოგების ნორმის ფორმირების დროს ინვესტირებულ კაპიტალზე. თუკი რეალური ინვესტიციების მიხედვით ეს მაჩვენებელი გაშუალებულია მიმდინარე საოპერაციო მოგების დონით, რომელიც იქმნება ობიექტურად არსებული დარგობრივი შეზღუდვის პირობებში, ფინანსური ინვესტიციების დროს ინვესტორი თვითონ ირჩევს მოგების მოსალოდნელ ნორმას სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში დაბანდების რისკის დონის გათვალისწინებით. ფრთხილი, ანდა კონსერვატორი ინვესტორი ირჩევს და უპირატესობას ანიჭებს ფინანსურ ინსტრუმენტებს დაბალი რისკის დონით (და, შესაბამისად, საინვესტიციო მოგების დაბალ დონეს). მაშინ, როცა რისკიანი (ანუ აგრესიული) ინვესტორი უპირატესობას ანიჭებს ინვესტირების ფინანსურ ინსტრუმენტებს საინვესტიციო მოგების მაღალი ნორმით (მიუხედავად მასზე რისკის მაღალი დონისა).

რამდენადაც საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმა მოითხოვება თვითონ ინვესტორის მიერ, ეს მაჩვენებელი აყალიბებს საინვესტიციო ხარჯების სიდიდეს ფინანსური ინვესტირების ამა თუ იმ ინსტრუმენტისათვის, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს მისთვის მოგების მოსალოდნელი ოდენობა. საინვესტიციო ხარჯების ეს გაანგარიშებითი თანხა წარმოადგენს ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის რეალურ ღირებულებას, რომელიც ყალიბდება მოგების მოსალოდნელი ნორმის პირობებში რისკის შესაბამისი დონის გათვალისწინებით.

თუკი საინვესტიციო ხარჯების ფაქტიური სიდიდე ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით გადააჭარბებს მის რეალურ ღირებულებას მაშინ ფინანსური ინვესტირების ეფექტიანობა შემცირდება (ე.ი. ინვესტორი არ მიიღებს საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელ თანხას).

და პირიქით, თუკი საინვესტიციო დანახარჯების ფაქტიური სიდიდე იქნება უფრო დაბალი, ვიდრე ფინანსური ინსტრუმენტის რეალური ღირებულების, მაშინ ფინანსური ინვესტირების ეფექტიანობა გაიზრდება (ე.ი. ინვესტორი მიიღებს საინვესტიციო მოგების გაცილებით მეტს, ვიდრე ეს მოსალოდნელი იყო).

აღნიშნულის გათვალისწინებით ინვესტირების ამა თუ იმ ფინანსური ინსტრუმენტის ეფექტიანობა ემყარება მისი რეალური ღირებულების შეფასებას, რომელიც უზრუნველყოფს საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმის მიღებას მასზე. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ღირებულების შეფასების პრინციპულ მოდელს აქვს შემდეგი სახე:

$$RV_i = \sum_{i=1}^{n} \frac{ECF_p}{EN_p}, \qquad (8.11.)$$

სადაც, ***RVi*** – ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის რეალური ღირებულება;

ECFp – მოსალოდნელი მზარდი ფულადი ნაკადი ფინანსური ინსტრუმენტის გამოყენების პერიოდში;

ENp – მოგების მოსალოდნელი ნორმა ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით, რომელიც გამოხატულია ათწილადით (რომელსაც დამოუკიდებულად აყალიბებს ინვესტორი რისკის დონის გათვალისწინებით);

n – ***NPrf*** უკუ ნაკადების ფორმირების პერიოდების რიცხვი (მისი ყველა ფორმის მიხედვით).

უკუფულადი ნაკადების ფორმირების თავისებურებანი ფინანსური ინსტრუმენტის ცალკეული სახის მიხედვით განსაზღვრავენ მათი რეალური ღირებულების შეფასებისთვის გამოყენებული მოდელების სხვადასხვა ვარიაციას. შეფასების მოდელებიდან ძირითადი სისტემა მოცემულია ნახ. 10.6-ზე.

განვიხილოთ ამ მოდელების შინაარსი ინვესტირების საუალო და წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების გამოყენებით ობლიგაციებისა და აქციების მაგალითზე.

ობიექტების ღირებულების შეფასების საბაზო მოდელი

ობიექტების ღირებულების შეფასების საბაზო მოდელი (ანუ ობლიგაციებისა პროცენტების პერიოდულად გადახდით) აქვს შემდეგი სახე:

$$RV_o = \sum_{r=1}^{n} \frac{SP_r}{(1+EN_r)^r} + \frac{N_o}{(1+EN_r)^r}, \qquad (8.12.)$$

სადაც, ***RVo*** – ობლიგაციის რეალური ღირებულება %-ის პერიოდული გადახდით;

SPp – პროცენტის სიდიდე, რომელიც გადაიხდება ყოველ პერიოდში (წარმოადგენს მისი ნომინალიდან წარმოებულს გამოცხადებულ საპროცენტო განაკვეთზე);

No – ობლიგაციის ნომინალი, რომელიც ექვემდებარება დაფარვას მისი მიმოქცევის ვადის ბოლოს;

ENp – მთლიანი საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმა (შემოსავლიანობა) ობლიგაციების მიხედვით, გამოხატული ათწილადით;

n – პერიოდების რიცხვი, რომელიც რჩება ობლიგაციების დაფარვის ვადამდე.

ობლიგაციის ღირებულების შეფასების საბაზისო მოდელის ეკონომიკური შინაარსით (ობლიგაციები %-ის პერიოდული გადახდით), მისი მიმდინარე რეალური ღირებულება ტოლია მასზე ყველა საპროცენტო შემოსავლების ოდენობისა მისი მიმოქცევის დარჩენილ პერიოდში და ნომინალისა, რომელიც მიმდინარე ღირებულებასთან შესაბამისობაში მოყვანილია დიკონტური განაკვეთის მიხედვით, რომელიც საერთო საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) ნორმის ტოლია.

მაგალითი: საფონდო ბაზარზე გასაყიდად მიწოდებულია ობლიგაცია ერთ-ერთი სწარმოს ფასით-ერთეულზე 90 პირ. ფულ. ერთ. იგი გამოშვებული იყო 3 წლის ვადით. დაფარვამდე დარჩენილია 2 წელი. მისი ნომინალი გამოშვებისას განისაზღვრა 100 პირ. ფულ. ერთეულით საპროცენტო გადახდები ობლიგაციის მიხედვით ხორციელდება წელიწადში ერთხელ და შეადგინა განაკვეთის ნომინალის მიხედვით 30%-ის ოდენობით. ობლიგაციის ამ ტიპის რისკის დონის გათვალისწინებით საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმა განისაზღვრა 35%-ის ოდენობით წლიურად. აუცილებელია განისაზღვროს ობლიგაციის რეალური საბაზრო ღირებულება და მისი შესაბამისობა გასაყიდ ფასთან. ჩვასამთ რა ფორმულაში მაჩვენებელთა შესაბამის მნიშვნელობას, მივიღებთ ობლიგაციის რეალურ საბაზრო ღირებულებას:

$$PV_o = \sum_{r=1}^{n}\left(\frac{30}{1+0,35} + \frac{30}{(1+0,35)^2}\right) + \frac{100}{(1+0,35)^2} = \left(\frac{30}{1,35} + \frac{30}{1,82}\right) + \frac{100}{1,82} = (22,2+16,5)+54,9 = 99,6$$

შეუდარებთ რა ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას და მის გასაყიდ ფასს, შეიძლება დავინახოთ, რომ საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმის გარდა შეიძლება მიღებული იყოს დამატებითი შემოსავალი 3,6 პირ. ფულ. ერთ. (93,6 – 90) შემცირებულ საბაზრო ღირებულებასთან დაკავშირებით.

ობლიგაციის ღირებულების შეფასების მოდელს პროცენტის ყველა თანხის გადახდით მისი დაფარვისას აქვს შემდეგი სახე:

$$PV_n = ON + QP_o / 1+WN_p, \qquad (8.12.)$$

სადაც, ***RVn*** – ობლიგაციის რეალური ღირებულება %-ის ყველა სახის თანხის გადახდით მისი დაფარვისას;

ON – ობლიგაციის ნომინალი, რაც ექვემდებარება დაფარვას მისი მიმოქცევის ვადის ბოლოს;

QPo – %-ის ოდენობა ობლიგაციის მიხედვით, რაც ექვემდებარება გადახდას მისი მიმოქცევის ვადის ბოლოს;

WNp – მთლიანი საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმა (შემოსავლიანობა) ობლიგაციების მიხედვით გამოხატული ათწილადით;

n – პერიოდების რიცხვი, რაც დარჩა ობლიგაციის დაფარვის ვადის დადგომამდე (რომლის

მიხედვითაც დადგენილია მოგების ნორმა).

ამ მოდელის ეკონომიკური შინაარსი იმაში მდგომარეობს, რომ ობლიგაციის მიმდინარე რეალური ღირებულება პროცენტების მთელი თანხის გადახდით მისი დაფარვისას, ტოლია ნომინალის მთლიანი გადახდის და მასზე პროცენტის სიდიდისა, რაც მიმდინარე ღირებულებაში მოყვანილია დისკონტური განაკვეთის მეშვეობით და მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმის ტოლია.



ნახ. 8.6. ინვესტირების ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტების რეალური ღირებულების შეფასების ძირითადი მოდელების სისტემა

მაგალითი: საწარმოს ობლიგაცია ნომინალით 100 პირ. ფულ. ერთ. რეალიზდება ბაზარზე 67,5 პირ. ფულ. ერთ. ფასით ობლიგაციის დაფარვა პროცენტის თანხის ერთჯერადი გადახდა მის მიხედვით განაკვეთით 20% გათვალისწინებულია 3 წლის შემდეგ, მოსალოდნელი ნორმა მთლიანი საინვესტიციო მოგებისა ამ ტიპის ობლიგაციებისათვის შეადგენს 35%.

საჭიროა განისაზღვროს მოცემული ობლიგაციის მიმდინარე მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და მიმდინარე საბაზრო ღირებულება.

ჩავსვამთ რა შესაბამის მაჩვენებლებს ობლიგაციის რეალური საბაზრო ღირებულების ფორმულაში, მივიღებთ

$$PV_{ობლ.} = \frac{30}{(1+0,35)^3} = \frac{120}{2,46} = 48,9 \quad \text{პირობითი ერთეული}$$

ობლიგაციის ღირებულების შეფასების მოდელის, რომელიც რეალიზდება დისკონტით პროცენტების გადახდის გარეშე აქეს შემდეგი სახე:

$$PV_o = N_o / (1 + EN_p), \qquad (8.13.)$$

სადაც, ***RVo*** – ობლიგაციის რეალური ღირებულება, რომელიც რეალიზდება დისკონტით მასზე პროცენტების გადახდის გარეშე;

No – ობლიგაციის ნომინალი, რომელიც ექვემდებარება დაფარვას მისი მიმოქცევის ვადის ბოლოს;

ENp – მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა, გამოხატული ათწილადით;

n – პერიოდების რიცხვი, რომელიც დარჩა ობლიგაციის განაღდების ვადის დადგომამდე (რომლის მიხედვითაც წესდება მოგების ნორმა).

მოცემული მოდელის ეკონომიკური შინაარსი იმაში მდგომარეობს, რომ მიმდინარე რეალური ღირებულება აქციისა, რომელიც რეალიზდება დისკონტით %-ის გადახდის გარეშე, წარმოადგენს მის ნომინალს, რომელიც მიმდინარე ღირებულებაზე დაყვანილია დისკონტური განაკვეთით, რაც მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმის ტოლია.

მაგალითი: უნდა განისაზღვროს შიდა ადგილობრივი სესხის ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ღირებულება და შეუდარდეს იგი გასაყიდ ფასს, ვიყენებთ შემდეგ ამოსავალ მონაცემებს: ობლიგაცია ნომინალით 100 პირ. ფულ. ერთ რეალიზდება ფასით 67,5 პირ. ფულ. ერთ. ობლიგაციის დაფარვის ვადა გათვალისწინებულია 3 წლით. მთლიანი საინვესტიციო მოგების ნორმა განისაზღვრება 16%-ით ოღონდაც ჩავსვამთ რა ფორმულაში მოცემულ მაჩვენებლებს, მოვიღებთ მოცემული ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას.

$$PV_o = \frac{100}{(1+0,16)^3} = \frac{100}{1,56} = 64,1$$ პირობითი ფულადი ერთეული

ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ღირებულების შედარებისას მის გასაყიდ ფასთან, შეიძლება დავასკვნათ, რომ ეს უკანასკნელი გაზრდილია 3,4 პირ. ფულ. ერთ-ით. 67,5-64,1).

ნაჩვენები მოდელების შესაბამისი წესით ტრანსფორმირებისას (ე.ი. ძიებული საანგარიშო მაჩვენებლის ცალილებისას) შეიძლება ყოველი სახის ობლიგაციის მიხედვით გაითვალოს საერთო საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა, თუკი ობლიგაციის რეალური ღირებულების მაჩვენებლის შეცვლით საფონდო ბაზარზე მისი სარეალიზაციო ფაქტიური ფასით (ასეთი მოდელების კომპლექსი ფართოდაა წარმოდგენილი სპეციალურ ლიტერატურაში საფონდო ინსტრუმენტების მიმოქცევის საკითხებთან დაკავშირებით).

ობლიგაციების მიხედვით მთლიანი საინვესტიციო მოგების მიმდინარე დონის შეფასებისათვის გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$CCP_o = N_o APR / RV_o. \qquad (8.14.)$$

CCPo – ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობის კოეფიციენტი;

No – ობლიგაციის ნომინალი;

APR – გამოცხადებული საპროცენტო განაკვეთი (ე.წ. „კუპონური განაკვეთი") გამოხატული ათწილადით.

ობლიგაციის რეალური მიმდინარე ღირებულება ანდა მისი მიმდინარე ფასი.

მაგალითი: უნდა გაითვალოს ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობის კოეფიციენტი %-ის პერიოდული გადახდით (კუპონური ობლიგაციები). შემდეგ ამოსავალი მონაცემებით: ობლიგაციის ნომინალი შეადგენს 100 პირ. ფულ. ერთ-ს. მისი მიმდინარე ღირებულებაა 67,5 პირ. ფულ. ერთ. კუპონური განაკვეთი შეადგენს 20%-ს.

ჩავსვამთ რა ფორმულაში შესაბამის მაჩვენებლებს, მოვიღებთ:

$$CCP_o = \frac{100 \times 0,2}{67,5} = 0,296 \text{ ან } 29,6\%.$$

აქციების ღირებულების შეფასების მოდელები

აგებულია შემდეგი ამოსავალი მაჩვენებლების მიხედვით: ა) აქციების სახე – პრივილეგირებული ანდა უბრალო. ბ) დივიდენდების თანხა, რომელიც გამიზნულია კონკრეტულ პერიოდში მისაღებად. გ) აქციის მოსალოდნელი საკურსო ღირებულება მისი სარეალიზაციო პერიოდის ბოლოს. (აქციის გამოყენებისას წინასწარ განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში. დ) მთლიანი საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმა (შემოსავლიანობის ნორმა). აქციების მიხედვით. ე) აქციების გამოყენების პერიოდების რიცხვი.

პრივილეგირებული აქციის ღირებულების შეფასების მოდელი ემყარება იმას, რომ ეს აქციები მათ მფლობელებს უფლებას აძლევს რეგულარულად მიიღონ დივიდენდური გადახდები, ფიქსირებული ოდენობით. მას აქვს შემდეგი სახე:

$$RV_{ps} = QD_p / WN_n, \qquad (8.15.)$$

სადაც ***RVps*** – პრივილეგირებული აქციის რეალური ღირებულება;

QDp – დივიდენდების ოდენობა, რაც გათვალისწინებულია გადახდისათვის პრივილეგირებული აქციების მიხედვით მიმდინარე პერიოდში;

WNti – მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა პრივილეგირებული აქციების მიხედვით, გამოხატული ათწილადებით.

მოცემული მოდელის ეკონომიკური შინაარსი იმაში მდგომარეობს, რომ პრივილეგირებული აქციების რეალური ღირებულება წარმოადგენს განაყოფს, რომელიც მიიღება მასზე დივიდენდების გაყოფით საერთო საინვესტიციო მოგების საერთო ნორმაზე, რომელსაც ინვესტორი მოელის.

მაგალითი: უნდა განისაზღვროს პრივილეგირებული აქციის რეალური ღირებულება შემდეგი მონაცემების საფუძველზე: აქციაზე დივიდენდების განსაზღვრული თანხა შეადგენს 20 პირ. ფულ. ერთ. წელიწადში საერთო საინვესტიციო მოგების წლიური ნორმა, რომელსაც ინვესტორი მოელის, არის 10%.

ჩავსვამთ რა მოცემულ ფორმულაში მოტანილ მონაცემებს, მივიღებთ:

$$RV_{ps} = 20 / 0{,}1 = 200 \quad \text{პირობითი ფულადი ერთეული.}$$

უბრალო აქციების ღირებულების შეფასების მოდელი

მისი გამოყენებისას დროის განუსაზღვრელი პერიოდის განმავლობაში ასეთი სახისაა:

$$RV_s = \sum_{t=1}^{\infty} SD_n / (1 + EN_s)^t. \qquad (8.16.)$$

სადაც, ***RVs*** – აქციის რეალური ღირებულება, რომელიც გამოიყენება განუსაზღვრელი დროის ვადით;

SDn – დივიდენდების თანხა, რომელიც გამიზნულია მიღებისათვის ყოველ ***n*** პერიოდში;

ENs – საერთო საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა აქციების მიხედვით, რაც გამოხატულია ათწილადით;

n – გაანგარიშებაში ჩართული პერიოდების რაოდენობა.

მოცემული მოდელის ეკონომიკური შინაარსი იმაში მდგომარეობს, რომ აქციის მიმდინარე რეალური ღირებულება, რომელიც გამოიყენება დროის განუსაზღვრელი პერიოდით, (წლების განუსაზღვრელი ოდენობა), წარმოადგენს მისაღებად გამიზნული დივიდენდების ოდენობას ცალკეული პერიოდების მიხედვით, რომელიც მიმდინარე ღირებულებაში მოყვანილია დისკონტური განაკვეთის მიხედვით და მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) ნორმის ტოლია.

მაგალითი: ინვესტორის მიერ შეძენილი აქცია ინვესტორს ეჩვენება პერსპექტიულად და განზრახული აქვს მისი გამოყენება ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში. უახლოესი 5 წლის განმავლობაში შედგენილია დივიდენდების პროგნოზი, რომლის მიხედვით პირველ წელს დივიდენდების თანხა შეადგენს 100 პირ. ფულად ერთეულს, ხოლო მომდევნო წლებში მისი სიდიდე ყოველწლიურად 20 პირ.

ფულ. ერთ-ით გაიზრდება. მოცემული ტიპის აქციის მიმდინარე შემოსავლიანობის ნორმა შეადგენს წლიურად 15%-ს. უნდა განისაზღვროს აქციის მიმდინარე საბაზრო ღირებულება. ჩავსვამთ რა მოცემულ მონაცემებს ფორმულაში, მივიღებთ:

$$RV_s = \frac{100}{1,15} + \frac{120}{1,32} + \frac{140}{1,51} + \frac{160}{1,75} + \frac{180}{2,01} = 87,0 + 90,9 + 92,1 + 91,4 + 89,6 = 451,0$$ პირობითი ერთეული

ჩვენი პირობების გამოყენებით წარმოდგენილი ვარიანტი წარმოადგენს მხოლოდ ჰიპოთეზას. ვინაიდან არც ერთი ინვესტორი არ გეგმავს დააბანდოს თავისი ფინანსური აქტივები ასე დიდხანს (ამ პერიოდის განმავლობაში მას შესაძლებლობები ექნება მოახდინოს თავისი კაპიტალის რეინვესტირება უფრო მომგებიან პირობებში) და არ შეუძლია შეადგინოს ასე გრძელვადიანი პროგნოზი დივიდენდების მიღებისა ჩვენი ეკონომიკის პირობებში.

ამიტომ განვიხილოთ უფრო ტიპიური შემთხვევები და სიტუაციები, როცა ფულის მოდინება შედ-გება არა მარტო დივიდენდებისაგან, არამედ გაითვალისწინება აქციების მზარდი ღირებულება მისი რეალიზაციისას.

წინასწარ განსაზღვრულ ვადაში გამოყენებული უბრალო აქციის ღირებულების შეფასების მოდელი

უბრალო აქციის ღირებულების შეფასების მოდელი, რომელიც გამოიყენება წინასწარ განსაზღვრულ ვადაში, არის შემდეგი სახის:

$$PV_0 = \sum_{i=1}^{n} \left(\frac{SD_p}{(1 + EN_{ip})^t} \right) + \frac{ECP_S}{(1 + EN_{ip})^n}, \qquad (8.17.)$$

სადაც, ***RVs*** – აქციის რეალური ღირებულება, რომელიც გამოიყენება წინასწარ განზრახული ვადის განმავლობაში;

SDp – დივიდენდების თანხა, რომელიც გამიზნულია მიღებისათვის ყოველ პერიოდში;

ECPs – აქციის მოსალოდნელი საკურსო ღირებულება მისი რეალიზაციის პერიოდის ბოლოს;

ENip – მთლიანი საინვესტიციო მოგების შემოსავლიანობის მოსალოდნელი ნორმა აქციების მიხედვით, გამოხატული ათწილადით;

n – პერიოდების რიცხვი, რომელიც ჩართულია გათვლებში.

მოცემული მოდელის ეკონომიკური შინაარსი იმაში მდგომარეობს, რომ აქციების მიმდინარე რეალური ღირებულება, რომელიც გამოიყენება წინასწარ განსაზღვრული დროის განმავლობაში, ტოლია დივიდენდებისა და აქციის მოსალოდნელი საკურსო ღირებულებისა მისი რეალიზაციის მომენტში, რომელიც მიმდინარე ღირებულებით წარმოდგენილია დისკონტური განაკვეთის მეშვეობით და მთლიანი საინვესტიციო მოგების მოსალოდნელი ნორმის ტოლია. სხვა სიტყვებით: მოცემული მოდელის ეკონომიკური შინაარსი ობლიგაციების შეფასების ძირითადი მოდელის ანალოგიურია. განსხვავება მხოლოდ ისაა, რომ %-ის თანხის ნაცვლად გამოიყენება წლების მიხედვით დიფერენცირებული დივიდენდების სიდიდე, ხოლო ობლიგაციის ნომინალის ნაცვლად – აქციების საპროგნოზო საბაზრო ფასი მისი რეალიზაციის მომენტში. თვითონ მიმდინარე საბაზრო ღირებულების გაანგარიშების მექანიზმი არ იცვლება.

აქციების ღირებულების შეფასების განხილული პრინციპული მოდელი მისი გამოყენებისას განუსაზღვრელი დროის პერიოდში რიგი ვარიანტებითაა წარმოდგენილი.

უბრალო აქციების ღირებულების შეფასების მოდელი დივიდენდების სტაბილური დონით, ასეთი სახითაა წარმოდგენილი:

$$RV_s = AQ_{pd} / ENP_S, \qquad (8.18.)$$

სადაც, ***RVs*** – აქციების რეალური ღირებულება დივიდენდების სტაბილური დონით;

AQpd – მუდმივი დივიდენდის წლიური ოდენობა;

ENPs – მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა აქციების მიხედვით, რომელიც გამოხატულია ათწილადით.

მაგალითი: აქციების მიხედვით გადაიხდება ყოველწლიური მუდმივი დივიდენდი თანხით 20 პირ.

ფულადი. ერთ აქციების ამ ტიპის მიმდინარე მოგების მოსალოდნელი ნორმა შეადგენს 15% წლიურად. აქციების რეალური საბაზრო ღირებულება შეადგენს:

$$RV_s = 20/0,25 = 80,0$$ პირობითი ფულადი ერთეული

უბრალო აქციების ღირებულების შეფასების მოდელი დივიდენდების მუდმივად მზარდი ზრდით

იგი ცნობილია როგორც „გორდონის მოდელი“ და ასეთი სახითაა წარმოდგენილი:

$$RVS_d = \frac{Q_d \times (1+R_D)}{EN_p - R_D}, \qquad (8.19.)$$

სადაც ***RVSd*** – აქციის რეალური ღირებულება მუდმივად მზარდი დივიდენდების დონით;

Qd – უკანასკნელად გადახდილი დივიდენდის ოდენობა;

RD – დივიდენდების ზრდის ტემპი გამოხატული ათწილადით;

ENp – მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა აქციებზე, გამოხატული ათწილადით.

მაგალითი: უკანასკნელად გადახდილი დივიდენდის სიდიდე აქციების მიხედვით შეადგენს 150 პირ. ფულ. ერთ. კომპანია მუდმივად ადიდებს ყოველწლიურად გადახდილი დივიდენდების სიდიდეს 10%-ით. აქციებს ამ ტიპის მიმდინარე შემოსავლების ნორმა წლიურად შეადგენს 20%-ს. აქციების რეალური საბაზრო ღირებულება შეადგენს:

$$RVS_d = \frac{150(1+0,1)}{0,2-0,1} = 1650,$$ პირობითი ფულადი ერთეული

აქციების ღირებულების შეფასების მოდელი დივიდენდების მერყევი დონით განსაზღვრულ პერიოდში

აქციების ღირებულების შეფასების მოდელი დივიდენდების მერყევი დონით განსაზღვრულ პერიოდში ასეთი სახისაა:

$$RV_s = \frac{SDp_1}{1+ENp} + \frac{SDp_2}{1+ENp} + \ldots + \frac{SDp_n}{1+ENp}, \qquad (8.20.)$$

სადაც ***RVs*** – აქციების რეალური ღირებულება დივიდენდების ცვალებადი დონით ცალკეული პერიოდების მიხედვით;

SDp – დივიდენდების სიდიდე, რომლის მიღება პროგნოზის მიხედვითაა გათვალისწინებული ყოველ **n** პერიოდში;

ENp – მთლიანი საინვესტიციო მოგების (შემოსავლიანობის) მოსალოდნელი ნორმა აქციებზე, გამოხატული ათწილადით.

მაგალითი: მიღებული დივიდენდური პოლიტიკის შესაბამისად კომპანიამ შეზღუდა დივიდენდების გადახდა უკანასკნელი სამი წლის განმავლობაში 80 პირ. ფულ. ერთ. მომდევნო ხუთ წელიწადში მან ვალდებულება აიღო დივიდენდების სიდიდე განისაზღვროს 100 პირი ფულ. ერთეულით ამ ტიპის აქციების შემოსავლიანობის დონე შეადგენს 25%-ს.

აქციების მიმდინარე საბაზრო ღირებულება შეადგენს:

$$RV_s = \frac{80}{1,25} + \frac{80}{1,25} + \frac{80}{1,25} + \frac{100}{1,25} + \frac{100}{1,25} + \frac{100}{1,25} + \frac{100}{1,25} + \frac{100}{1,25} = 592$$ პირ. ფულ. ერთ.

ფინანსური ინსტრუმენტის ღირებულების რეალური შეფასება მისი მიმდინარე საბაზრო კოტირების ფასით ანდა საერთო ინვესტიციური მოგების (შემოსავლიანობის) საანგარიშგებო მოსალოდნელი ნორმა მის მიხედვით არის მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების ძირითადი კრიტერიუმი ამა

თუ იმ ფინანსური ინვესტიციების განხორციელებისათვის.

ამასთან ერთად, ასეთი მმართველობითი გადაწყვეტილების მიღების პროცესში შეიძლება მოხდეს სხვა ფაქტორების გათვალისწინებაც: ფასიანი ქაღალდების ემისიის პირობა, ემიტენტის რეგიონალური ანდა დარგობრივი კუთვნილება. ბაზარზე ფინანსური ინვესტირების ამა თუ იმ ინსტრუმენტების მიმოქცევის აქტიურობის დონე და სხვა.

8.4 ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება*

ინვესტიციური პორტფელის ცნება

თანამედროვე ფინანსური ინვესტირება უშუალოდაა დაკავშირებული „ინვესტიციური პორტფელის" ფორმირებასთან. იგი ემყარება იმას, რომ ინვესტორთა უმეტესობა ფინანსური ინვესტირების განსახორციელებლად ირჩევს რამდენიმე ფინანსურ ინსტრუმენტს, ე.ი. აყალიბებს მათ გარკვეულ ერთიანობას. ასეთი ინსტრუმენტების მიზანმიმართული შერჩევა წარმოადგენს ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების პროცესს.

საინვესტიციო პორტფელი ესაა მიზანმიმართულად ჩამოყალიბებული ფინანსური ინსტრუმენტების ერთიანობა, რომელიც გამიზნულია ფინანსური ინვესტირების განსახორციელებლად შემუშავებული საინვესტიციო პოლიტიკის შესაბამისად. ვინაიდან საწარმოთა უმრავლესობისათვის, რომლებიც ახორციელებენ ფინანსურ ინვესტირებას, მათი ძირითადი ობიექტებია ფასიანი ქაღალდები, ასეთი საწარმოებისათვის ცნება „საინვესტიციო პორტფელი" გაიგივებულია ცნებას „საფონდო პორტფელთან (ანდა „ფასიანი ქაღალდების პორტფელთან").

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მთავარი მიზანი

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მთავარი მიზანია საწარმოს ფინანსური ინვესტირების პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების განხორციელების უზრუნველყოფა შედარებით შემოსავლიანი და უსაფრთხო ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის გზით. ჩამოყალიბებული მთავარი მიზნების გათვალისწინებით აიგება ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების კონკრეტული ლოკალური მიზნების სისტემა, რომელთაგან ძირითადია შემდეგი:

1) ინვესტიციური შემოსავლების მაღალი დონის ფორმირების უზრუნველყოფა მიმდინარე პერიოდში;

2) ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა გრძელვადიან პერსპექტივაში;

3) ფინანსურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული ინვესტიციური რისკების დონის მინიმიზაციის უზრუნველყოფა;

4) ინვესტიციური პორტფელის აუცილებელი ლიკვიდაციის უზრუნველყოფა;

5) ფინანსური ინვესტირების პროცესში „საგადასახადო ფასის" მაქსიმალური ეფექტის უზრუნველყოფა.

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების ჩამოთვლილი კონკრეტული მიზნები მნიშვნელოვანწილად ალტერნატიულია. ასე მაგ.: ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის მაღალი ტემპების გრძელვადიან პერსპექტივაში გარკვეულწილად მიიღწევა მიმდინარე პერიოდში საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების დონის მნიშვნელოვანი შემცირების ხარჯზე (და პირიქით).

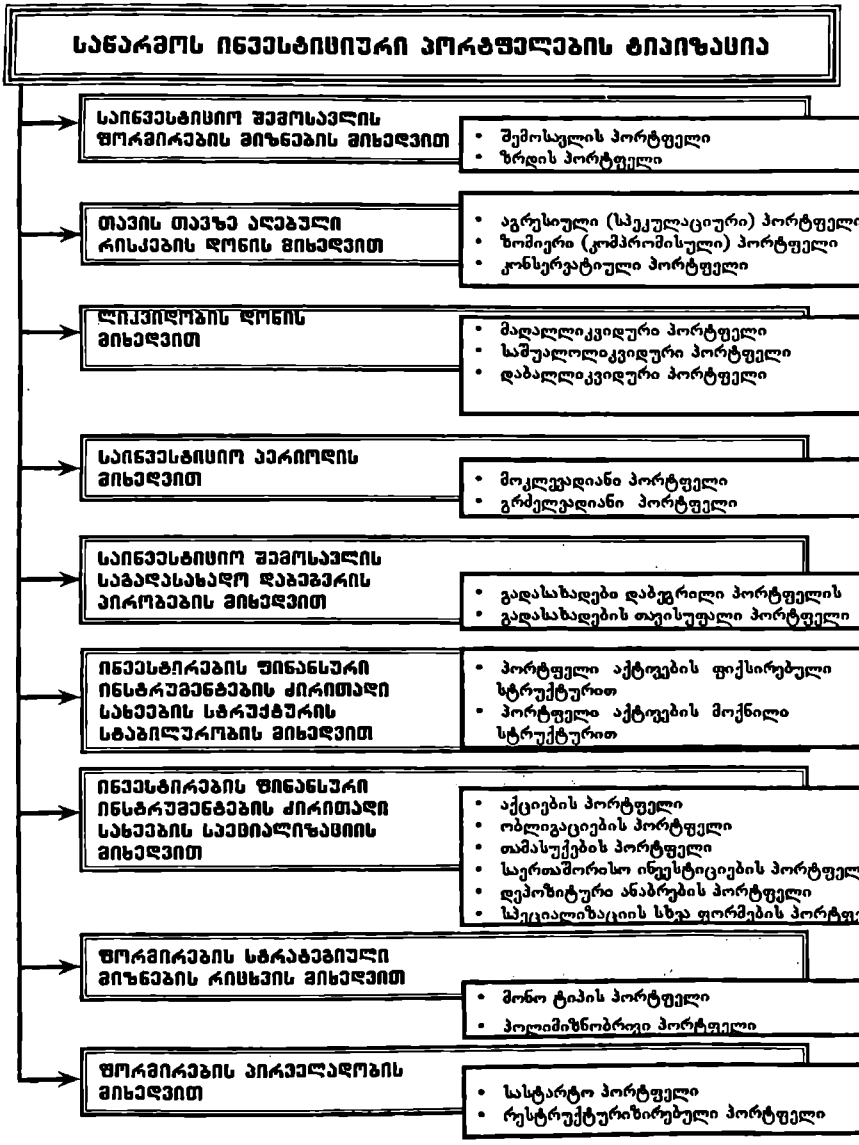
ინვესტიციური კაპიტალის ზრდის ტემპები და მიმდინარე საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების დონე პირდაპირ კავშირში არიან საინვესტიციო რისკის დონესთან. პორტფელის აუცილებელი ლიკვიდობის უზრუნველყოფამ შეიძლება ხელი შეუშალოს ინვესტირებას მასში, როგორც მაღალლიკვიდური, ასევე დაბალრისკიანი ფინანსური ინსტრუმენტების ჩართვას.

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მიზნების ალტერნატიულობა განსაზღვრავს საწარმოს ფინანსური ინვესტირების პოლიტიკის განსხვავებას, რომელიც თავის მხრივ, წინასწარ განსაზღვრას

*აღნიშნულ საკითხებს უფრო დაწვრილებით კიდევ დაუბრუნდებით ოცდამეოთხე თავში.

ჩამოყალიბებული ინვესტიციური პორტფელის კონკრეტულ ტიპს.

საწარმოს ფინანსური ინვესტირების პოლიტიკის განხორციელების კონკრეტული ფორმების ტიპიზაციის თანამედროვე მიდგომები შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით წარმოებს (ნახ. 8.7.):



ნახ. 8.7. საწარმოს პორტფელის ტიპიზაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების მიზნების მიხედვით

განასხვავებენ ორი ძირითადი ტიპის ინვესტიციურ პორტფელს შემოსავლის პორტფელი და ზრდის პორტფელი.

შემოსავლის პორტფელი წარმოადგენს ინვესტიციურ პორტფელს, რომელიც აგებულია მიმდინარე პერიოდში საინვესტიციო მოგების დონეზე მაქსიმიზაციის კრიტერიუმით გრძელვადიან პერსპექტივაში ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის ტემპებისაგან დამოუკიდებლად. სხვა სიტყვებით, ეს პორტფელი ორიენტირებულია საინვესტიციო ხარჯების მაღალ მიმდინარე უკუგებაზე, რომ მომავალ პერიოდში ამ ხარჯებს შეეძლოს დაბანდებულ კაპიტალზე საინვესტიციო მოგების უფრო მაღალი ნორმის მიღების უზრუნველყოფა.

ზრდის პორტფელი წარმოადგენს სიანვესტიციო პორტფელს, რომელიც ფორმირებულია ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის ტემპების მაქსიმიზაციის კრიტერიუმის საფუძველზე გრძელვადიან პერსპექტივაში მიმდინარე პერიოდში საინვესტიციო მოგების ფორმირების დონისაგან დამოუკიდებლად. სხვა სიტყვებით ეს პორტფელი ორიენტირებულია საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდის მაღალ ტემპების უზრუნველყოფაზე (კაპიტალის ზრდის ხარჯზე ფინანსური ინვესტირების პროცესში), ვინაიდან მოგების ნორმა გრძელვადიან ფინანსურ ინვესტირებაში ყოველთვის მაღალია, ვიდრე მოკლევადიან პერიოდში. ასეთი საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება შეუძლიათ მხოლოდ ფინანსური თვალსაზრისით საკმაოდ მყარ საწარმოებს.

თავის თავზე აღებული რისკების დონის მიხედვით

განასხვავებენ სამი ძირითადი ტიპის ინვესტიციურ პორტფელს: აგრესიული (სპეკულაციური) პორტფელი, ზომიერი (კომპრომისული) პორტფელი და კონსერვატიული პორტფელი. პორტფელების ასეთი ტიპიზაცია, ემყარება საინვესტიცო რისკების დიფერენციაციის დონეს (და შესაბამისად, საინვესტიციო მოგების დონეს), რომელზედაც მზადაა წავიდეს კონკრეტული ინვესტორი ფინანსური ინვესტირების პროცესში (ნახ. 8.8):

აგრესიული (სპეკულაციური) პორტფელი წარმოადგენს ინვესტიციურ პორტფელს. რომელიც ყალიბდება მიმდინარე შემოსავლის მაქსიმიზაციის ანდა საინვესტიციო კაპიტალის ზრდის კრიტერიუმზე დაყრდნობით მისი თანმდევი საინვესტიციო რისკის დონის მიუხედავად. იგი შესაძლებელს ხდის მოხდეს მიღება დაბანდებულ კაპიტალზე საინვესტიციო მოგების მაქსიმალური ნორმისა ოღონდ ამას ხელს უშლის საინვესტიციო რისკის მაღალი დონე, რომლის დროსაც საინვესტიციო კაპიტალი შეიძლება დაიკარგოს მთლიანად, ანდა მნიშვნელოვანი წილით.

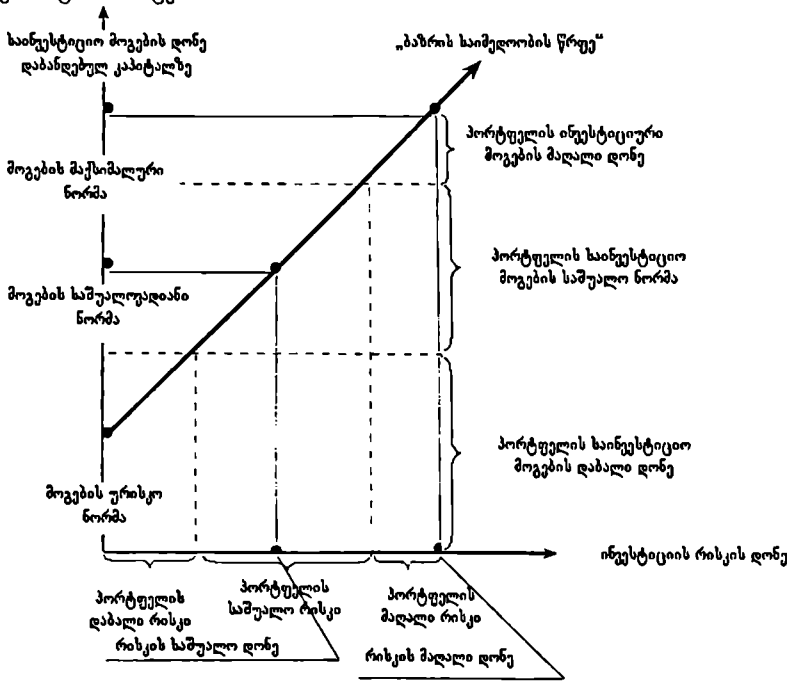
ზომიერი (კომპრომისული) მოდელი წარმოადგენს ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ჩამოყალიბებულ ერთიანობას, რომლის მიხედვით პორტფელური რისკის საერთო დონე მიახლოებულია საშუალო საბაზროს. ბუნებრივია, რომ ასეთი ინვესტიციური პორტფელის შემთხვევაში დაბანდებულ კაპიტალზე საინვესტიციო მოგების ნორმა ასევე მიახლოებული იქნება საშუალო საბაზრო ნორმას.

კონსერვატორული პორტფელი წარმოადგენს ინვესტიციურ პორტფელს, რომელიც ჩამოყალიბებულია საინვესტიციო რისკის მინიმალური დონის კრიტერიუმით. ასეთი პორტფელი, რომელსაც შედარებით ფრთხილი ინვესტორები აყალიბებენ, პრაქტიკულად გამორიცხავს ფინანსური ინსტრუმენტების გამოყენებას, რომელთა მიხედვით საინვესტიციო რისკის დონე აღემატება საშუალო საბაზრო დონეს. კონსერვატორული საინვესტიციო პორტფელი უზრუნველყოფს ფინანსური ინვესტირების უსაფრთხოების შედარებით მაღალ დონეს.

ლიკვიდობის დონის მიხედვით

გამოყოფენ ინვესტიციური პორტფელის სამ ძირითად ტიპს: **მაღალლიკვიდური, საშუალოლიკვიდური და დაბალლიკვიდური საინვესტიციო პორტფელები.** საწარმოთა საინვესტიციო პორტფელების ასეთი ტიპიზაცია განისაზღვრება ერთის მხრივ, ფინანსური ინვესტირების მიზნებით (დროებით

თავისუფალი ფულადი აქტივების ეფექტიანი გამოყენება საბრუნავი კაპიტალის შემადგენლობაში ანდა საინვესტიციო კაპიტალის გრძელვადიანი ზრდა), ხოლო მეორე მხრივ, გარე ფაქტორების ცელილების ინტენსიურობით, რომელიც განსაზღვრავს კაპიტალის რეინვესტირების სისწრაფეს პორტფელის რესტრუქტურიზაციის პროცესში.



ნახ. 8.8. პორტფელის საინვესტიციო მოგების ნორმის დამოკიდებულება საპორტფელო რისკზე

მაღალლიკვიდური პორტფელი ყალიბდება, როგორც წესი, ინვესტირების მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტებიდან, ასევე მათი გრძელვადიანი სახეებიდან, რომელთა მიხედვით რეგულარულად ხორციელდება ყიდვა-გაყიდვის გარიგებები.

საშუალო ლიკვიდური პორტფელი ინვესტირების და ფინანსების ზემოთჩამოთვლილი ფინანსური ინსტრუმენტების სახეების გარდა მოიცავენ მათი სახეების ისეთ განსაზღვრულ სახეებს, რომლებზეც ბაზარზე არ არის დიდი მოთხოვნა და ხასიათდებიან ტრანსაქციის არარეგულარული სიხშირით.

დაბალლიკვიდური პორტფელი ყალიბდება, როგორც წესი, ობლიგაციებისაგან დაფარვის დიდი ვადით ანდა ცალკეული საწარმოების აქციებით, რომლებიც უზრუნველყოფენ უფრო მაღალ (სამამულო საბაზროსთან შედარებით) საინვესტიციო შემოსავლების დონეს, მაგრამ მათზე ძალზე დაბალი მოთხოვნაა ანდა საერთოდ არ კოტირდებიან ბაზარზე.

საინვესტიციო პერიოდის მიხედვით

განასხვავებენ ორი ძირითადი ტიპის ინვესტიციურ პორტფელს — მოკლევადიანი და გრძელვადიანი პორტფელები. ასეთი ტიპიზაცია ემყარება საწარმოს ფინანსური აქტივების ბუღალტრული აღრიცხვის შესაბამის პრაქტიკას.

მოკლევადიანი პორტფელი ანუ (მოკლევადიანი ფინანსური ინვესტიციების პორტფელი) ყალიბდება ფინანსური აქტივების საფუძველზე, რომლებიც გამოიყენებიან ერთ წლამდე პერიოდის განმავლობაში. ინვესტირების ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტები ემსახურება, როგორც წესი, საწარმოს ფულადი აქტივების სადაზღვეო პარაგის ერთ-ერთ ფორმას, რომელიც შედის მისი საბრუნავი კაპიტალის შემადგენლობაში.

გრძელვადიანი პორტფელი (ანდა გრძელვადიანი ფინანსური ინვესტიციების პორტფელი) ყალიბდება ფინანსური აქტივების სარჯზე, რომლებიც გამოიყენებიან ერთ წელზე მეტი პერიოდის განმავლობაში. პორტფელის ეს ტიპი საშუალებას იძლევა გადაწყდეს საწარმოს (საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნები და განხორციელდეს მის მიერ შერჩეული ფინანსური ინვესტირების პოლიტიკა.

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების სტრუქტურის სტაბილურობის მიხედვით

გამოყოფენ ორი ტიპის ინვესტიციურ პორტფელს: გადასახადებით დაბეგრილი პორტფელის და გადასახადებისაგან თავისუფალი პორტფელი. ინვესტიციური პორტფელების ასეთი ტიპიზაცია დაკავშირებულია საწარმოს ერთ-ერთი მიზნის მიღწევასთან, - „საგადასახადო ფასის“ მაქსიმალური ეფექტის უზრუნველყოფა ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

საგადასახადო დაბეგვრით უზრუნველყოფილი პორტფელი შედგება ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტებისაგან, რომელთაგან მიღებული შემოსავალი ექვემდებარება საგადასახადო დაბეგვრის საერთო საფუძვლებს, ქვეყანაში მოქმედი საგადასახადო კანონმდებლობის შესაბამისად. ასეთი პორტფელის ფორმირება მიზნად არ ისახავს საგადასახადო გადახდების მინიმიზაციას ფინანსური ინვესტიციების განხორციელებისას.

საგადასახადო დაბეგვრისაგან თავისუფალი პორტფელი შედგება ინვესტირების ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტებისაგან, რომელსაც მიღებული შედეგი გადასახადებით არ იბეგრება. ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებად მიჩნეულია სახელმწიფო და მუნიციპალური ობლიგაციების ცალკეული სახეები, რომელთა მიზანია საინვესტიციო რესურსების სწრაფი აკუმულაცია გადაუდებელი საინვესტიციო ამოცანების გადასაჭრელად. ინვესტორის გათავისუფლება შემოსავლების საგადასახადო დაბეგვრისაგან ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტით დამატებით ასტიმულირებს მათ საინვესტიციო აქტივობას, ადიდებს საინვესტიციო მოგების თანხას მოცემულ საგადასახადო შეღავათის ოდენობაზე.

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეები სტრუქტურის სტაბილურობის მიხედვით

პორტფელი დიფერენცირდება ორი ტიპის ჭრილში – პორტფელი აქტივების ფიქსირებული სტრუქტურით და პორტფელი აქტივების მოქნილი სტრუქტურით.

პორტფელი აქტივების ფიქსირებული სტრუქტურით ახასიათებს მის ისეთ ტიპს, რომლის დროსაც ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების ხვედრითი წილი (აქციები, ობლიგაციები, სადეპოზიტო ანაბრები და ა.შ.) უცვლელი რჩება ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში. ასეთი პორტფელის მომდევნო რესტრუქტურიზაცია ხორციელდება ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით ფიქსირებული საერთო ოდენობის ფარგლებში მოცემულ სახესთან მიმართებაში.

პორტფელი მოქნილი აქტივების სტრუქტურით მისი ისეთი ტიპია, რომლის დროსაც ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების ხვედრითი წილი არის მოძრავი და იცვლება გარე ფაქტორების ზემოქმედების (მათი გაცვლენა შემოსავლიანობის რისკისა და ლიკვიდობის დონის ფორმირებაზე) ანდა ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების მიზნების შედეგად.

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების სპეციალიზაციის მიხედვით

საინვესტიციო მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკაში გამოყოფენ პორტფელების შემდეგ ძირითად ტიპებს:

აქციების პორტფელი. ეს პორტფელი საშუალებას იძლევა მიზანმიმართულად გადაწყდეს მისი ფორმირების ისეთი ამოცანა, როგორიცაა საინვესტიციო კაპიტალის ზრდის მაღალი ტემპების

უზრუნველყოფა გრძელვადიან პერსპექტივაში. ასეთი ტიპის პორტფელის სახესხვაობაა ყენჩურული (სარისკო) საწარმოების აქციების პორტფელი.

ობლიგაციების პორტფელი. ასეთი ტიპის პორტფელი შესაძლებელს ხდის გადაწყდეს მისი ფორმირების ისეთი მიზნები, როგორიცაა მიმდინარე შემოსავლის ფორმირების მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა, საინვესტიციო რისკების მინიმიზაცია, „საგადასახადო ფასის" ეფექტის მიღება ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

თამასუქების პორტფელი. პორტფელის ეს ტიპი საწარმოს საშუალებას აძლევს მიზანმიმართულად უზრუნველყოს მიმდინარე შემოსავლის მიღება მოკლევადიან პერიოდში დროებით თავისუფალი ფულადი კაპიტალის (აქტივების) ნაშთის ეფექტიანად გამოყენების ხარჯზე (ამავდროულად სამეურნეო კავშირების განმტკიცების ფონზე თავისი პროდუქციის საბითუმო მყიდველებთან).

საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელი. ასეთი ტიპის პორტფელის ფორმირებას, როგორც წესი, ახორციელებენ უცხოელი ინვესტორები ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების (აქციები, ობლიგაციები და ა.შ.) შესყიდვის გზით მეურნეობრიობის ემიტირებული უცხოელი სუბიექტებისაგან. როგორც წესი, ასეთი ტიპის პორტფელი გამიზნულია საინვესტიციო რისკების დონის მინიმიზაციის უზრუნველყოფისაკენ.

დეპოზიტური ანაბრების პორტფელი. ასეთი პორტფელი შესაძლებელს ხდის მიზანმიმართულად გადაწყდეს მისი ფორმირების ისეთი ამოცანები, როგორიცაა აუცილებელი ლიკვიდობის უზრუნველყოფა, მიმდინარე საინვესტიციო შემოსავლის მიღება და საინვესტიციო რისკების დონის მინიმიზაცია.

სპეციალიზაციის სხვა ფორმების პორტფელი. ასეთი პორტფელის ფორმირების საფუძველია ინვესტირების ერთ-ერთი ფინანსური ინსტრუმენტის შერჩევა, რაც ზევით არ არის განხილული.

ფორმირების სტრატეგიული მიზნების მიხედვით

გამოყოფენ მონო და პოლიმიზნობრივი ტიპის პორტფელებს.

მონომიზნობრივი პორტფელი ახასიათებს ისეთ ტიპს, რომლის დროსაც მასში შემავალი ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების შემადგენლობაში შერჩეულია მისი ფორმირების ერთ-ერთი სტრატეგიული მიზნის მიღწევის კრიტერიუმით მიმდინარე შემოსავლის მიღების უზრუნველყოფა (ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის უზრუნველყოფა გრძელვადიან პერსპექტივაში; საინვესტიციო რისკის მინიმიზაცია და ა.შ.). ასეთი ერთმიზნობრივი პორტფელი შეიძლება თავის შემადგენლობაში მოიცავდეს ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ყველა სახეს, რომელიც უზრუნველყოფს მის სტრატეგიულ მიმართულებას.

პოლიმიზნობრივი (კომბინირებული) პორტფელი ითვალისწინებს მისი ფორმირების რიგი სტრატეგიული მიზნების ერთდროულად გადაწყვეტის შესაძლებლობას. თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში შედარებით ხშირად ხორციელდება კომბინირებული პორტფელის ფორმირება პირველი ორი განხილული ნიშნის მიხედვით – საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების მიზნით და მიღებული რისკების დონით. საინვესტიციო პორტფელების კომბინირებული ტიპის ასეთი ძირითადი ვარიანტებია:

1) შემოსავლის აგრესიული პორტფელი (სპეკულაციური შემოსავლის პორტფელი).

2) ზრდის აგრესიული პორტფელი (დაჩქარებული ზრდის პორტფელი).

3) შემოსავლის ზომიერი პორტფელი (ნორმალური შემოსავლის პორტფელი).

4) ზრდის ზომიერი პორტფელი (ნორმალური ზრდის პორტფელი).

5) შემოსავლის კონსერვატორული პორტფელი (გარანტირებული შემოსავლების პორტფელი).

6) ზრდის კონსერვატორული პორტფელი (გარანტირებული ზრდის პორტფელი).

საინვესტიციო პორტფელების კომბინირებული ტიპების დიაპაზონი შეიძლება გაფართოვდეს უფრო მეტად მათი იმ ვარიანტების ხარჯზე, რომლითაც აქვთ შუალედური მნიშვნელობა ფინანსური ინვესტიციების მიზნით.

წინადადებები ინვესტიციური პორტფელების ტიპიზაციის გამოყენებისადმი შეიძლება შეეხოს

სხვა ნიშნებითაც, რომლებიც დაკავშირებულია კონკრეტული საწარმოების ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების თავისებურებებთან.

ფინანსური ინვესტირების მიზნების განსაზღვრა და საინვესტიციო პორტფელების ტიპების დადგენა, რაც უზრუნველყოფს არჩეული პოლიტიკის რეალიზაციას, შესაძლებელს ხდის გადაიჭრას ინვესტიციური პორტფელის უშუალო ფორმირებაზე მასში შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტების ჩართვის გზით. ამ ფორმირების ეფექტიანობა მიიღწევა ორი ალტერნატიული თეორიული კონცეფციის გამოყენებით, რომლებიც ცნობილია როგორც „პორტფელის ფორმირებისადმი ტრადიციული მიდგომა" და „თანამედროვე პორტფელური თეორია".

პორტფელის ფორმირებისადმი ტრადიციული მიდგომა

ამ კონცეფციას იყენებენ როგორც ძირითად ინსტრუმენტარს ტექნიკური და ფუნდამენტური ანალიზის დროს და გულისხმობენ მასში ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ყველაზე სხვადასხვანაირი სახეების გამოყენებას, რომლებიც უზრუნველყოფენ მის ფართო დარგობრივ დიფერენციაციას. მართალია, პორტფელის ფორმირებისადმი ასეთი მიდგომა შესაძლებელს ხდის გადაწყდეს მისი ფორმირების სტრატეგიული მიზნები ინვესტირების შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის გზით მათი შემოსავლიანობისა და რისკის დონის მაჩვენებლების მიხედვით, ეფექტური ურთიერთკავშირი ცალკეულ ამ ინსტრუმენტებს შორის შერჩევის პროცესში არ მიიღწევა. პორტფელის ფინანსური აქტივების ფართო დარგობრივი დივერსიფიკაციის მიუხედავად, რაც მისი რისკის დონის შემცირებას უზრუნველყოფს, ეს რისკი არ დიფერენცირდება მისი სისტემატიზებული და არასისტემატიზებული სახეების ჭრილში.

თანამედროვე პორტფელური თეორია

მისი პრინციპები პირველად იქნა ჩამოყალიბებული გასული საუკუნის 50-იან წლებში გ. მარკოვიცის მიერ, ხოლო შემდეგ იგი განვითარდა დ. ტობიანის უ.შარპის და სხვა მკვლევარების მიერ, რომლებიც წარმოადგენენ სტატისტიკურ მეთოდებზე დაფუძნებულ ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების ოპტიმიზაციის მექანიზმს. პორტფელის შექმნის კრიტერიუმია მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და რისკის დონის შესაბამისობა ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის კორელაციური კავშირის უზრუნველყოფის გათვალისწინებით. პორტფელის ოპტიმიზაციის სტატისტიკური მეთოდების შემადგენლობაში, რაც განხილულია ამ თეორიაში, განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს საშუალოკვარტალური გადახრის განსაზღვრის (ანუ დისპერსიის) ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის თვალსაზრისით. ასეთი კოვარიაციების და კორელაციის განსაზღვრას, რომელთა მიხედვით იზომება კავშირის ხასიათი ამ ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის მაჩვენებლებს შორის; კოეფიციენტი „ბეტას" განსაზღვრა, რომლის მიხედვით იზომება ცალკეული ფინანსური აქტივის სისტემატური რისკი.

მართალია, თანამედროვე ფინანსურ პრაქტიკაში გამოიყენება ინვესტიციური პორტფელის ფორმირებისადმი ორივე მიდგომა, უკანასკნელ წლებში უპირატესობა ენიჭება თანამედროვე პორტფელურ თეორიას.. სწორედ იგი თანამედროვე პირობებში ფართოდ ვითარდება. ამასთან დაკავშირებით ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების შემდგომი რეკომენდაციები ემყარება თანამედროვე პორტფელურ თეორიას. ამ ფორმირების პროექტი შედგება შემდეგი ძირითადი ეტაპებისაგან (ნახ.8.9):

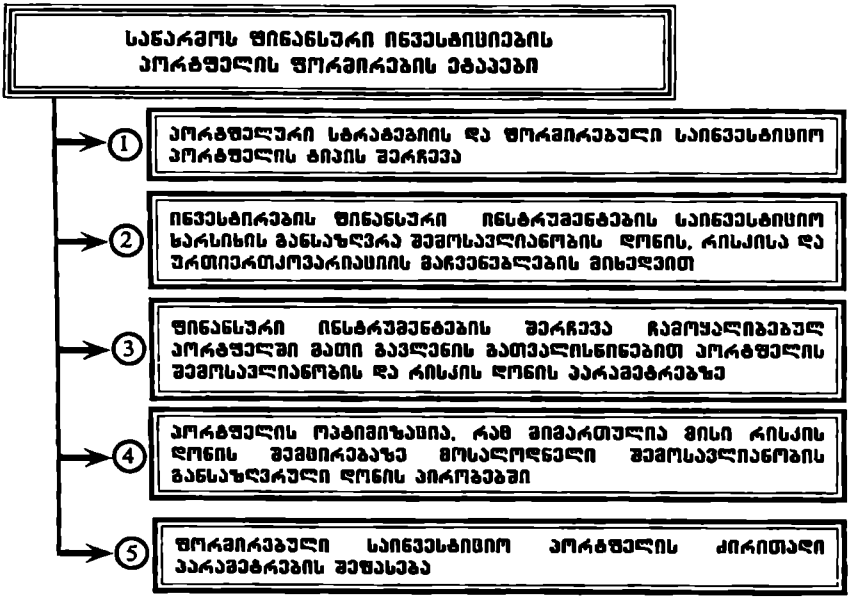
პორტფელური სტრატეგიის და ფორმირებული ინვესტიციური პორტფელის ტიპის შერჩევა

ამ ეტაპზე პირველ რიგში ყალიბდება საწარმოს ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მიზანი, რომელიც განსაზღვრავს მისი პორტფელური სტრატეგიის შინაარსს. ეს მიზნები ყალიბდება ფორმირებული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დონისა და რისკის დონის მაჩვენებლებს შორის ურთიერთკავშირის გათვალისწინებით.

პორტფელური სტრატეგიის ჩამოყალიბებული მიზნების გათვალისწინებით ხორციელდება

ჩამოსაყალიბებელი ინვესტიციური პორტფელის ტიპის შერჩევა. რამდენადაც თანამედროვე პირობებში ჩამოყალიბებული საინვესტიციო პორტფელების უმეტესობა ატარებს პოლიმიზნობრივ ხასიათს (ე.ი. არიან კომბინირებული პორტფელები) განისაზღვრება პორტფელების ტიპიზაციის ცალკეული ნიშნების პრიორიტეტულობა.

პირველ რიგში ხორციელდება პორტფელის ტიპიზაცია საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების მიზნის მიხედვით (ზრდის პორტფელი ანდა შემოსავლის აქტივი).



ნახ.8.9. საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების ძირითადი ეტაპები

მეორე რიგში ხორციელდება პორტფელის ტიპიზაცია მიღებული რისკის ღონის მიხედვით (აგრესიული, ზომიერი ანდა კონსერვატორული პორტფელი).

მესამე რიგში პორტფელის ტიპიზაცია ხორციელდება მისი ლიკვიდობის ღონის მიხედვით (მაღალი, საშუალო ანდა დაბალლიკვიდური პროექტი).

მეოთხე რიგში, პორტფელის ტიპიზაციის პროცესში ხდება მისი ფორმირების სხვა ნიშნების გათვალისწინება, რომელიც არის არსებითი, კონკრეტული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობისათვის. (საინვესტიციო პერიოდი, პორტფელის სპეციალიზაცია).

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების ამ ეტაპების შედეგია მისი სრული იდენტიფიკაცია ტიპიზაციის ძირითადი ნიშნების მიხედვით და მოცემული პარამეტრების განსაზღვრა მისი შემოსავლიანობისა და რისკის მოსალოდნელი ღონის პარამეტრების გათვალისწინებით.

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის განსაზღვრა შემოსავლიანობის ღონის, რისკისა და ურთიერთკორელაციის მაჩვენებლების მიხედვით

თანამედროვე პორტფელური თეორიის დებულებების შესაბამისად ეს მაჩვენებლები არის ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შედარებით არსებითი მახასიათებლები.

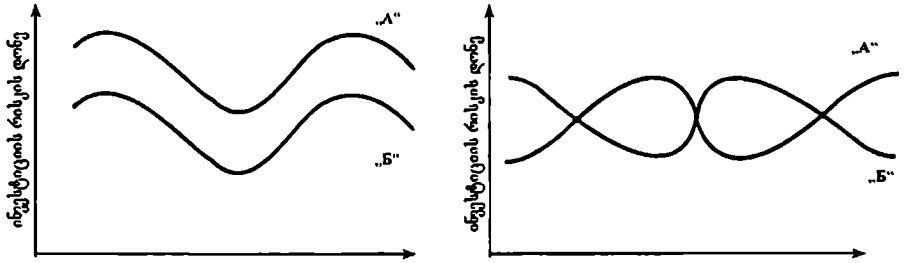
ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის მოსალოდნელი ღონის შეფასება

ხორციელდება მათი სპეციფიკის გათვალისწინებით ადრე განხილული შესაბამისი მოდელების საფუძველზე.

ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების რისკის დონე ფასდება შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული (სტანდარტული) გადახრის მაჩვენებლების გათვლის ანუ დისპერსიის გზით. რისკის დონის შესაბამისი პროცესში, იგი დიფერენცირდება სისტემატიზებულ და არასისტემატიზებულ რისკებად.

ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ურთიერთკოვარიაციის შეფასება ხდება შესაბამისი სტატისტიკური მეთოდების გამოყენების საფუძველზე. კოვარიაცია წარმოადგენს სტატისტიკურ მახასიათებელს, რომელიც ილუსტრაციას უკეთებს მსგავსების (ანდა განსხვავების) საზომს ორი განხილული სიდიდის მიხედვით დინამიკაში, ამპლიტუდის და ცვლილებების მიმართებას. შეფასების პროცესში შეისწავლება საინვესტიციო შემოსავლის დონის ცვლილებების კოვარიაცია (რყევადობა) ფინანსური ინსტრუმენტების სხვადასხვა შესადარი თანხების მიხედვით.

ამ მაჩვენებლის გამოთვლის პრინციპი გრაფიკულად გამოსახულია ნახ. 8.10-ზე.



I ვარიანტი. „A" და „Ბ" ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონე მერყეობს დროში და ერთი მიმართულებით.

II ვარიანტი. „A" და „Ბ" ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონე იცვლება დროში საწინააღმდეგო მიმართულებით.

ნახ. 8.10. ინვესტიციური შემოსავლების დონის ცვალებადობის კოვარიაციის დახასიათება ინვესტირების სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით

კოვარიაციის სიმკვრივე შემოსავლიანობის დონეებს შორის ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტის ორი სახის მიხედვით შეიძლება განისაზღვროს კორელაციის კოეფიციენტის მეშვეობით, რომელიც გაითვლება შემდეგი ფორმულის საფუძველზე:

$$CC_p = \sum\left(\frac{VLPf_1 - MLp_1}{\delta_1}\right)\times\left(\frac{VLPf_2 - MLp_2}{\delta_2}\right). \qquad (8.21)$$

სადაც ***CCp*** – შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტი ინვესტირების ორი ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით;

PFVp – შემოსავლიანობის გადახრის შესაძლო ვარიანტების წარმოშობის ალბათობა შესადარებელი ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით;

VLPf – პირველი ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის დონის ვარიანტები მისი რყევის პროცესში;

MLp1 – პირველი ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით შემოსავლიანობის საშუალო დონე;

VPLf – შემოსავლიანობის დონის ვარიანტები მეორე ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით მისი რყევის პროცესში;

MLp2 – შემოსავლიანობის საშუალო დონე მეორე ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით;

CCp – შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტი ინვესტირების ორი ფინანსური ინსტრუ-

მენტის მიხედვით;

δ_1 და δ_2 – შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული (სტანდარტული) გადახრა შესაბამისად პირველი და მეორე ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით.

შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტი ინვესტირების ორი ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით შეიძლება იყოს +1-დან (რომელიც ნიშნავს დადებით კორელაციას განხილულ სიდიდეებს შორის) – 1-მდე (რომელიც ნიშნავს სრულ და უარყოფით კორელაციას განხილულ სიდიდეებს შორის).

პორტფელის ფორმირების ამ ეტაპის შედეგია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ჩამოთვლა, რომლებიც მიმოიქცევაში ბაზარზე, რომელიც სრულად შეესაბამება მის შერჩეულ ტიპს ყველა მნიშვნელოვანი პარამეტრის მიხედვით.

ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევა, ჩამოყალიბებულ პორტფელში შემოსავლიანობის და რისკის დონის პარამეტრებზე გავლენის გათვალისწინებით

ეს ეტაპი დაკავშირებულია საინვესტიციო გადაწყვეტილებების დასაბუთებასთან პორტფელში კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტების ჩართვით, რაც შეესაბამება მათ პარამეტრებს, ასევე ინვესტირებული კაპიტალის განაწილების პარამეტრებთან ფინანსური აქტივების ძირითადი სახეების ჭრილში (ე.ი. პორტფელის სტრუქტურის ფორმირებასთან).

ძირითადი ამოსავალი წინაპირობები, რაც დაკავშირებულია საინვესტიციო გადაწყვეტილებების დასაბუთებასთან პორტფელში კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტების ჩართვასთან მიმართებაში, არის:

— ფორმირებული ინვესტიციური პორტფელის ტიპი და ძირითადი პარამეტრები;

— საინვესტიციო კაპიტალის საერთო მოცულობა, რაც საწარმოს მიერ წარიმართება პორტფელის ფორმირებაზე;

— ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარზე მიწოდების სიდიდე, რომლებიც სრულიად შეესაბამება პორტფელის შერჩეული ტიპის მნიშვნელოვან პარამეტრებს (რომელიც ფორმირებულია მისი შეფასების შედეგად).

— შემოსავლიანობის დონის, რისკის დონის და კორუფციის კოეფიციენტის მაჩვენებლების კონკრეტული მნიშვნელობა, რომლებიც ჩართულია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ჩამონათვალში.

ფორმირებულ ინვესტიციურ პორტფელის კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის პროცესში აუცილებელია გათვალისწინებული იქნას მათი გავლენა შემოსავლიანობის და რისკის საერთო დონეზე მოცემული პარამეტრების მიხედვით.

ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის დონის გავლენის ხარისხის გავლენა პორტფელის შემოსავლიანობის მოსალოდნელი დონის ფორმირებულ მაჩვენებელზე, შეიძლება გაითვალოს შემდეგი ფორმულით:

$$QIi = ELP - MLPe, \qquad (8.22.)$$

სადაც, ***QIi*** – ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის დონის გავლენის ხარისხი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დონეზე;

ELP – ინვესტირების განხილული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის მოსალოდნელი დონე;

MLPe – საწარმოს მიერ ფორმირებული საინვესტიციო პორტფელის შემოსავლიანობის მოსლოდნელი დონის მოცემული მნიშვნელობა.

მოცემული სხვაობა ახასიათებს პირველ რიგში, ინვესტირების განხილული ფინანსური ინსტრუმენტის გავლენის მიმართულებას პორტფელის შემოსავლიანობის დონეზე. (მისი დადებითი მნიშვნელობის პირობებში განხილული ფინანსური ინსტრუმენტი ადიდებს იმის შესაძლებლობას, რომ მიღწეული იქნას პორტფელის შემოსავლიანობის განსაზღვრული პარამეტრი. ხოლო უარყოფითი მაჩვენებლის შემთხვევაში ეს შესაძლებლობა მცირდება).

ამის გარდა, განხილული სხვაობა, რომელიც უდარდება პორტფელის შემოსავლიანობის

განსაზღვრულ დონეს, ახასიათებს ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის წვლილის როლის რაოდენობრივ შეფასებას პორტფელის მოცემული პარამეტრის ფორმირებაში.

ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის რისკის დონის გაანგარიშების ხარისხი პორტფელის რისკის დონის მაჩვენებლის ფორმირებაზე შეიძლება გათვალისწინებული იქნას შემდეგი ფორმულით:

$$QIpr = \frac{CFCp - DPP}{MQp}. \qquad (8.23.)$$

სადაც ***QIpr*** – ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის რისკის დონის გაანგარიშების ხარისხი პორტფელის რისკის დონეზე;

CFCp – განხილული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის რყევის კორელაციის კოეფიციენტი და პორტფელის შემოსავლიანობა (მისი დონის რისკი), რომელიც ასახავს მათი კოვარიაციის ხასიათს;

DPP – პორტფელის შემოსავლიანობის დისპერსია (მისი რისკის დონის მოცემული მნიშვნელობა);

MQp – პორტფელის შემოსავლიანობის საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა.

პორტფელის რისკის დონის მაჩვენებელზე ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის რისკის დონის გაანგარიშების შეფასების პროცესში თუ არასისტემური რისკი შემცირდება პორტფელის დივერსიფიკაციის გზით, მაშინ მათი სისტემური რისკი დივერსიფიკაციით თავიდან არ აიცილება. ამასთან დაკავშირებით შეფასების პროცესში უნდა განისაზღვროს ფინანსური ინსტრუმენტის რეაგირების მგრძნობელობა ბაზრის კონიუნქტურის საერთო რყევაზე (ეს მგრძნობელობა განისაზღვრება ბეტა მაჩვენებლით ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით).

ინვესტიციური პორტფელის ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის პროცესი

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის პროცესი მიმართულია შემდეგი ამოცანების გადასაწყვეტად:

— პორტფელის შემოსავლიანობის მოცემული მოსალოდნელი დონის უზრუნველყოფა;

— პორტფელის რისკის მოცემული დონის უზრუნველყოფა;

— პორტფელის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობების შექმნა არასისტემატიზებული რისკის დონის შემცირების მიზნით.

— ინვესტირების ერთიანი ფინანსური ინსტრუმენტების ფორმირება უარყოფითი შესაძლო კორელაციით;

— ინვესტირების ერთიანი ფინანსური ინსტრუმენტების ფორმირება სისტემატიზებული რისკის უმცირესი დონით;

— ფორმირებული პორტფელის სხვა პარამეტრების უზრუნველყოფა მისი ტიპიზაციის შერჩეული ნიშნების შესაბამისად.

პორტფელის სტრუქტურის ფორმირება (საინვესტიციო კაპიტალის განაწილების პროპორცია ფინანსური აქტივების ძირითადი სახეების ჭრილში ხორციელდება ასეთი თანმიმდევრობით. პირველ რიგში განისაზღვრება ინვესტირების საცალო და წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების საერთო მდგომარეობა პორტფელში. შემდეგ აქტივების ყოველი ცალკეული ამ ჯგუფის ჭრილში განისაზღვრება ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის სახეობის (ობლიგაციები, პრივილეგირებული აქციები. უბრალო აქციები და ა.შ.). წილი და ბოლოს, ყოველი ამ აქტივის მიხედვით განისაზღვრება დამოკიდებულება ინვესტირების მოკლე და გრძელვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტების ურთიერთდამოკიდებულებაში. პორტფელის სტრუქტურირების მაგალითი ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით მოცემულია 8.4. ცხრილში.

ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების ამ ეტაპის შედეგია მისი სახეობრივი სტრუქტურის განსაზღვრა, ასევე მისი სასტარტო შემადგენლობის დადგენა ინვესტირების კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით.

პორტფელის ალტერნატიული სტრუქტურა ფინანსური ინსტრუმენტების სახეების მიხედვით (%-ში)

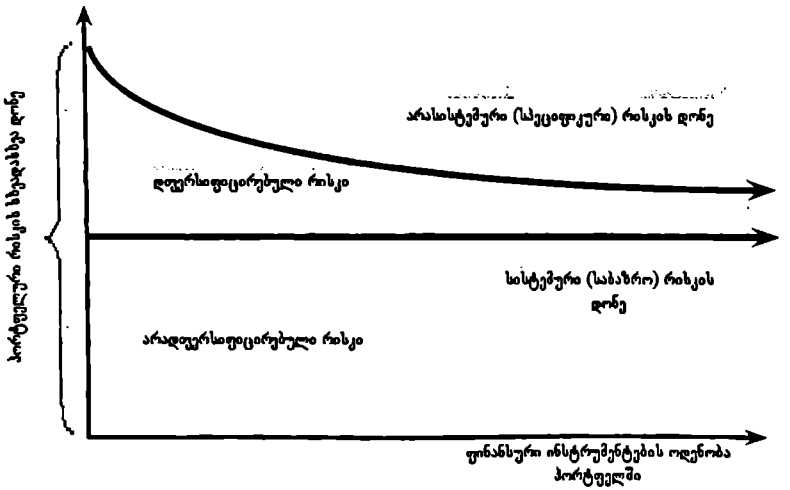
ცხრილი 8.4

ფინანსური ინსტრუმენტების სახეები	პორტფელის ტიპი		
	კონსერვატიული	ზომიერი (კომპრომისული)	აგრესიული (სპეკულაციური)
სახელმწიფო მოკლევადიანი ობლიგაციები	45	30	—
სახელმწიფო გრძელვადიანი ობლიგაციები	35	25	15
საწარმოთა გრძელვადიანი ობლიგაციები	15	25	95
უბრალო აქციები	5	20	50
ჯამი	100	100	100

4. პორტფელის ოპტიმიზაცია, რას მიმართულია მისი რისკის დონის შემცირებაზე მოსალოდნელი შემოსავლიანობის განსაზღვრული დონის პირობებში.

იგი ემყარება კოვარიაციის (კორელაციის) კოეფიციენტის შეფასებას და პორტფელის ინსტრუმენტების შესაბამის დიფერსიფიკაციას.

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების დიფერსიფიკაცია, რომელიც მიიღწევა მათი სახეების შერჩევით უარყოფითი ურთიერთ კორელაციის პირობებში, შესაძლებელს ხდის შემცირდეს არასისტემური რისკის დონე პორტფელში, და შესაბამისად, პორტფელური რისკის საერთო დონე. რაც უფრო მაღალია ფინანსური ინსტრუმენტების უარყოფითი ურთიერთკორელაცია, რაც ჩართულია პორტფელში, მით უფრო დაბალია საინვესტიციო შემოსავლის დონის უცვლელობის პირობებში პორტფელური რისკის დონე. გრაფიკულად ეს დამოკიდებულება ილუსტრირებულია 8.11. ნახაზში.



ნახ. 8.11. არასისტემური და საერთო პორტფელური რისკების დონეების დამოკიდებულება ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ოდენობასთან

როგორც გრაფიკი გვიჩვენებს, ინვესტირებისათვის გამოყენებული ინსტრუმენტების რაოდენობის გადიდება შესაძლებელს ხდის არსებითად შემცირდეს პორტფელური რისკის დონე. იმ კრიტერიუმების მიხედვით, რომელთაც სპეციალისტები უყენებენ პორტფელის დივერსიფიკაციას მინიმალური მოთხოვნების სახით პორტფელში უნდა ჩაერთოს არანაკლებ 10-12 ფინანსური (საფონდო) ინსტრუმენტი. განუვითარებელი საფონდო ბაზრის პირობებში ეს კრიტერიუმები რამდენადმე რთულ მდგომარეობაში აღმოჩნდება. ნახაზიდან ასევე ისიც ჩანს, რომ დივერსიფიკაცია შესაძლებელს ხდის შემცირდეს ინვესტიციური პორტფელის არასისტემური რისკი. დივერსიფიკაციის სისტემური რისკი არ აღმოიფხვრება. (იგი შეიძლება ანაზღაურებულ იქნას რისკისათვის შესაბამისი პრემიით).

პორტფელის ფორმირების ამ ეტაპის შედეგია მისი მინიმალური რისკის დონის მიღწევის უზრუნველყოფა საინვესტიციო შემოსავლის მოსალოდნელი განსაზღვრული დონის პირობებში.

ასეთი შეფასება შესაძლებელს ხდის შეფასდეს მისი ფორმირების მთელი სამუშაოს ეფექტიანობა.

პორტფელის შემოსავლიანობის დონე გაითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$LPip_n = \sum_{i=1}^{n} LPfip_i \times SFItv_i \times SFItv_i, \qquad (8.24.)$$

სადაც ***LPip*** – საინვესტიციო პორტფელის შემოსავლიანობის დონე;

LPfip – პორტფელში ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის შემოსავლიანობის დონე;

SFItv – ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ხვედრითი წილი საინვესტიციო პორტფელის მთლიან ღირებულებაში გამოხატული ათწილადით;

პორტფელის რისკის დონე გაითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$IPRI_n = \sum_{i=1}^{n} SRL_i \times SSFI_i \times LNSRp_n, \qquad (8.25.)$$

სადაც ***IPRI*** – საინვესტიციო პორტფელის რისკის დონე;

SRLi – ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის სისტემატიზებული რისკის დონე (რაც გათვლილია ბეტა-კოეფიციენტის მეშვეობით);

SSFI – ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ხვედრითი წილი საინვესტიციო პორტფელის ერთიან ღირებულებაში, გამოხატული ათწილადით;

LNSRp – პორტფელის არასისტემური რისკის დონე, რაც მიღწეულია მისი დივერსიფიკაციის პროცესში.

ჩვენი საფონდო ბაზრის ფუნქციონირების პირობებში ეს შეფასება უნდა შეიცვალოს ფორმირებული პორტფელის ლიკვიდობის დონის მაჩვენებლით. პორტფელის ფორმირების ამ ეტაპის შედეგია მისი მახასიათებლის სასტარტო გადახრის მინიმიზაცია მისი აგების მიზნობრივი პარამეტრებისაგან.

საინვესტიციო პორტფელი, რომელიც სრულად პასუხობს მის ფორმირებას ფინანსური ინსტრუმენტების როგორც ტიპის, ასევე შემადგენლობის მიხედვით, წარმოადგენს „ბალანსირებულ სასტარტო ინვესტიციურ პორტფელს“.

8.5. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვა

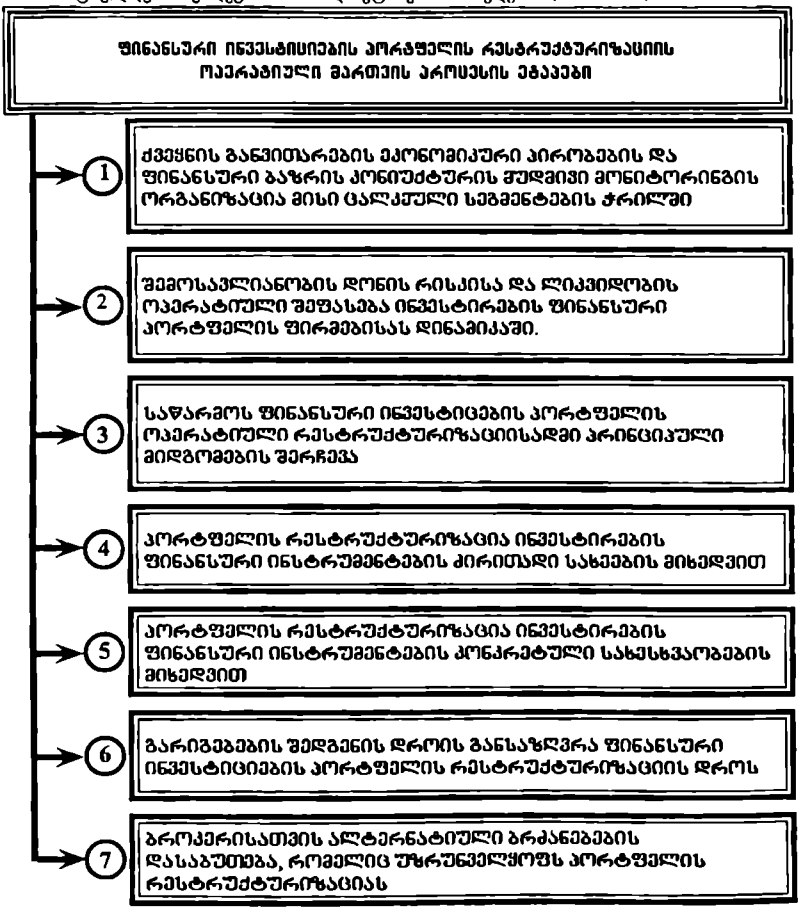
ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ცნება

სასტარტო პორტფელის ფორმირების პროცესი მისი დასრულების შემდეგ ადგილს უთმობს მისი რესტრუქტურიზაციის ოპერატიულ მართვას.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციით ოპერატიული მართვის ქვეშ იგულისხმება მმართველობითი გადაწყვეტილებების დასაბუთება და რეალიზაცია, რომელიც

უზრუნველყოფს ფორმირებული პორტფელის მიზნობრივი საინვესტიციო მიმართულებების მხარდაჭერას, მისი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის პარამეტრების მიხედვით მისი ცალკეული ინსტრუმენტების როტაციის გზით. ინვესტორის მიზნებისა და საინვესტიციო რესურსების სიდიდის ცვლილება, ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის მნიშვნელოვანი ცვლილება და რყევა, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება, ინფუსტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მოწოდების გაფართოება, და რიგი სხვა პირობები განაპირობებს ფორმირებული ინვესტიციური პორტფელის მიმდინარე კორექტირების აუცილებლობას. ასეთი კორექტირება იწოდება „პორტფელის რესტრუქტურიზაციად" და არის საწარმოში მისი მუშეობით ოპერატიული მართვის პროცესის ძირითადი შინაარსის მატარებელი.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვის პროცესი საწარმოებში ხორციელდება შემდეგი ძირითადი ეტაპების მიხედვით (ნახ. 8.12.):



ნახ.8.12. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვის პროცესის ძირითადი ეტაპები

ქვეყნის განვითარების ეკონომიკური პირობების და ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის მუდმივი მონიტორინგის ორგანიზაცია მისი ცალკეული სეგმენტების ჭრილში

ასეთი მონიტორინგი უნდა ატარებდეს უწყვეტ ხასიათს ფინანსური ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურის მაღალი დინამიკის მეშვეობით. მონიტორინგის პროცესში განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს იმ ფაქტორების დინამიკის გამოულენას, რომელიც გავლენას ახდენს შემოსავლიანობის დონის შემცირებაზე, ფინანური ინსტრუმენტების რისკსა და ლიკვიდობაზე, რომლებიც შედის საწარმოს პორტფელის შემადგენლობაში. ასეთი ფაქტორების სისტემა შეინიშნება და ანალიზდება ცალ-ცალკე ფინანსური ინსტრუმენტების წილობრივი და საკალო სახეების მიხედვით.

ძირითადი ფაქტორების რიცხვს, რომლებიც ნეგატიურად მოქმედებს ინვესტირების წილობრივი და საკალო ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონეზე, მიეკუთვნება შემდეგი (ნახ.8.13):



ნახ. 8.13. წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონის დამწევი ძირითადი ფაქტორების შემადგენლობა

გადახდილი დივიდენდების დონის შემცირება ემიტენტის მოგების თანხის შემცირების შედეგად. დივიდენდური გადახდების დონის ცვლილება არის პირველი საგანგაშო სიმპტომი კონკრეტული სახის აქციის მომავალში საბაზრო ღირებულების შემცირების თვალსაზრისით. რა გინდ დარწმუნებელი ფორმით არ უნდა იყოს წარმოდგენილი სააქციო კომპანიის გადაწყვეტილება, ეს ინვესტორს აძლევს საბაბს დეტალურად შეაფასოს ამ აქციაში წარმოდგენილი კაპიტალის ეფექტიანობა.

ემიტენტის წმინდა აქტივების ღირებულების ზრდის ტემპების შემცირება (ანდა მისი თანხის შემცირება), მართალია ასეთი შემცირება შეიძლება ატარებდეს დროებით ხასიათს, მაგრამ გარდაუვალ იწვევს ბაზარზე აქციების კოტირების შესაბამის შემცირებას.

კონიუქტურული დაცემა იმ დარგში, რომელშიც ემიტენტი ახორციელებს თავის საოპერაციო საქმიანობას. ეს დაცემა აისახება პირველ რიგში ემიტენტის წმინდა მოგების სიდიდეზე, რომელიც მიიღება საოპერაციო საქმიანობისაგან და შესაბამისად მომავალი დივიდენდების სიდიდეზე.

დივიდენდების გადახდების დონის შემცირება თავის მხრივ გამოიწვევს მოცემული ემიტენტის აქციების საბაზრო კოტირების შემცირებას.

• ფინანსური ინსტრუმენტის საბაზრო ფასის არსებითი გაზრდა მის რეალურ ღირებულებასთან შედარებით ინვესტორის მიერ შეძენის მომენტში. წილობრივი ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ასეთი გადაფასებულობა გამოწვეულია, როგორც წესი, მისი კოტირების ხელოვნურად გადიდებით თვითონ ემიტენტის მიერ ანდა შესაბამისი სპეციალური თამაშით საფონდო ბაზრის მხრიდან. საფონდო ბაზრის ეფექტიანობის ამაღლება იწვევს ასეთი გადაფასებული ფინანსური ინსტრუმენტების ფასების შემცირებას მატერიალური ღირებულების დონემდე. თუკი საწარმოს პორტფელში არის ასეთი გადაფასებული ფინანსური აქტივები, ისინი დროულად თავიდან უნდა იქნას მოცემული.

• საფონდო ბაზარს კონიუქტურის საერთო დაცემა, როგორც არ უნდა იყოს ბეტა-კოეფიციენტის დონე საფონდო პორტფელის მიხედვით, მთლიანად ანდა მისი ცალკეული აქტივების მიხედვით, გარემოს ადრე დაწესებული მოგების სიდიდე ლიკვიდობისათვის უკვე აღარ შეესაბამება ბაზრის ახალ არეალებს, რაც იწვევს მათი კოტირების დაცემას და გადახდილი პროცენტის თანხის არაადეკვატურობას მისი რისკის დონესთან.

• საფონდო ბაზრის მონაწილეთა სპეკულაციური თამაში, რომელიც ახასიათებს „ხარების ბაზრიდან" „დათვების ბაზარზე" გადასვლას. ბაზრის ხასის ზღვარი ასეთი სახის ფასიანი ქაღალდების მიხედვით არის პიკის ის წერტილი, როდესაც ამ წილობრივი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა არის შედარებით მომგებიანი პორტფელის ეფექტიანობის დონის მიზნობრივი მხარდაჭერის პოზიციებიდან. თუმცა აღსანიშნავია ისიც, რომ ასეთი თამაში ატარებს როგორც წესი, მოკლევადიან ხასიათს და გრძელვადიანი პორტფელის ფორმირების დროს ზრდა შეიძლება არ იყოს გათვალისწინებული ინვესტორის მიერ.

• საინვესტიციო შემოსავლის საგადასახადო დაბეგვრას დონის ამაღლება წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით. წმინდა შემოსავლის მოგების დონის შემცირებამ შეიძლება ფინანსური ინვესტირების ეფექტიანობა დივიდენდური გადასახადების ზრდის მიუხედავად (თუკი ფაქტიურად დივიდენდების თანხის ზრდა იქნება უფრო ნაკლები გადასახადების დამატებითი გადახდების თანხასთან მიმართებაში).

ძირითადი ფაქტორების რიცხვს, რომელიც ნეგატიურად მოქმედებს ინვესტირების საჯალო ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონეზე, მიეკუთვნება შემდეგი (ნახ 8.14.):

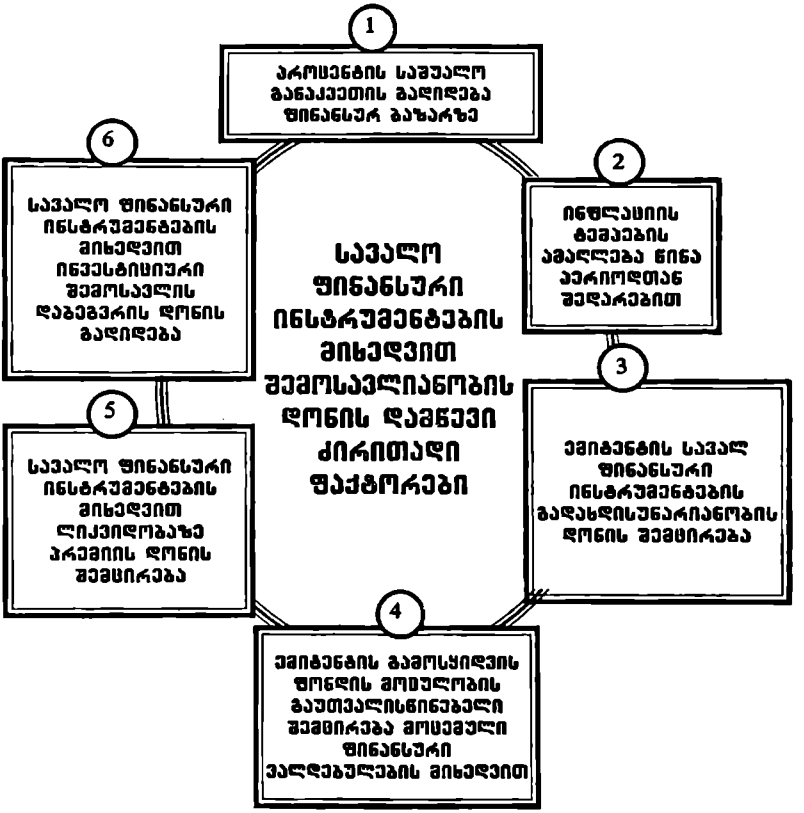
1. საპროცენტო განაკვეთის საშუალო მაჩვენებლის გადიდება საფინანსო ბაზარზე. სასესხო პროცენტის ზრდა არის ამ ფინანსური ინსტრუმენტების ეფექტიანობის დონის შემცირების ძირითადი ფაქტორი. თუკი ეს ზრდა პროგნოზირდება მომავალში, სასურველია შეცვალოს გრძელვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტები მოკლევადიანად, რომლებიც უფრო მდგრადია ამ ფაქტორის ნეგატიურ გავლენასთან მიმართებაში.

2. ინფლაციის ტემპების ამაღლება გასულ პერიოდთან მიმართებაში. ინფლაციის ზრდის ტემპი (ინდექსი) უფრო მაღალი სიდიდით განაპირობებს ინვესტირებას ინფინანსური ინსტრუმენტების ნომინალურ ღირებულებას და მათზე გადახდილი პროცენტების გაუფასურებას.

ნაჩვენები ტენდენციის სტაბილურობის პროგნოზირებისას ინფლაციური პრემიის დამატებითი სიდიდის

გარეშე (როცელსაც ადგენს ემიტენტი), ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე პორტფელში უარი უნდა ითქვას.

3. ემიტენტის საკალო ფინანსური ინსტრუმენტების გადახდისუნარიანობის დონის შემცირება (საკრედიტო რეიტინგი). ასეთი შემცირების შედეგია რისკის დონის ამაღლება და ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტების ლიკვიდურობასთან პრობლემები, რაც შესაბამისად ამცირებს მათი ეფექტიანობის დონეს.



ნახ. 8.14. ინვესტირების საკალო ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონის დამწევი ძირითადი ფაქტორების შემადგენლობა

4. ემიტენტის გამოსასყიდი ფონდის (დაფარვის ფონდის) სიდიდის გაუთვალისწინებელი შემცირება მოცემული ფინანსური ვალდებულებების მიხედვით ასეთი შემცირება გამოიწვევს ნეგატიურ შედეგებს ინვესტირების ამ სახის ფინანსური ინსტრუმენტების კოტირებისათვის მათი დაფარვის ვადის მოახლოებისას.

5. პრემიის დონის შემცირება ლიკვიდობაზე გრძელვადიანი საკალო ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით. პორტფელის ასეთი აქტივების ლიკვიდობის დონის არსებითი შემცირების პირობებში პრემიის ადრე დადგენილი სიდიდე ლიკვიდობაზე უკვე აღარ შეესაბამება ბაზრის ახალ რეალიებს, რაც იწვევს მათი კოტირების შემცირებას და გადახდილი პროცენტის თანხის არაადეკვატობას მათი რისკის დონესთან.

6. საინვესტიციო შემოსავლის საგადასახადო დაბეგვრის დონის ამაღლება საგალო ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით წმინდა შემოსავლის დონის შემცირება შესაბამისად აისახება მათ საინვესტიციო ხარისხზე და ფინანსური ინვესტირების პორტფელის ეფექტიანობაზე მთლიანად.

საინვესტიციო ბაზრის მონიტორინგის შედეგები და ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების პირობები განხილული ფაქტორების ჭრილში შესაძლებელს ხდის გაიზარდოს მმართველობითი გადაწყვეტილებების დასაბუთების საშუალება, რომელიც მიიღება საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის შემდგომი ეტაპების პროცესში.

შემოსავლიანობის დონის რისკისა და ლიკვიდობის ოპერაციული შეფასება ინვესტირების ფინანსური პორტფელის ფორმებისას დინამიკაში

ასეთი შეფასების პროცესში, რომელიც უნდა ატარებდეს რეგულარულ ხასიათს, მონიტორინგის განხორციელების შესაბამისი პერიოდულობით, დგინდება შემოსავლიანობის დონის, რისკისა და ლიკვიდობის ტენდენციები მთლიანად პორტფელისათვის; მათი შესაბამისობა მთლიანად პორტფელის ფორმირების მიზნობრივ პარამეტრებთან (პორტფელის ტიპთან); განხილული პარამეტრების შესაბამისობა საბაზრო შკალასთან „შემოსავლიანობა-რისკი" და „შემოსავლიანობა-ლიკვიდობა". ანალოგიური მაჩვენებლების შეფასება ხორციელდება დადგენილი პერიოდულობით პორტფელის ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეული სახეების მიხედვით, ასევე მათი კონკრეტული სახესხვაობის ჭრილში.

შეფასების შედეგები არის სამმართველოს გადაწყვეტილებების მიღების საფუძველი ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის მიმართულების აუცილებლობის შესახებ.

ინვესტირების პორტფელის ოპერაციული რესტრუქტურიზაციისადმი არინციალი მიდგომების შერჩევა

ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის ოპერატიული მართვის თეორია გამოყოფს ამ მართვის განხორციელებისადმი ორ პრინციპულ მიდგომას – პასიურს და აქტიურს. ეს მიდგომები განსხვავდებიან პორტფელის ოპერატიული მართვის როგორც ამოცანებით, ასევე მეთოდებით.

პორტფელის მართვისადმი პასიური მიდგომა დამყარებულია პრინციპებზე: „ბაზრის ფარგლატურის მიდევნება". ამ პრინციპის პრაქტიკული რეალიზაცია ნიშნავს, რომ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციამ ზუსტად უნდა ასახოს საფონდო ბაზრის კონიუქტურის ტენდენციები, როგორც საერთო სიდიდის დინამიკის საერთო საბაზრო ინდექსების საფუძველზე), მათ მიმოქცევაში ფასიანი ქაღალდების შემადგენლობის მიხედვით სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საწარმოს პორტფელის ფინანსური ინვესტიციების დინამიკა მინიატურულად უნდა ასახავდეს საფონდო ფონდის დინამიკას მთლიანად.

ძირითადი ყურადღება პორტფელის მართვისადმი პასიური მიდგომისას მიმართულია მისი რესტრუქტურიზაციის უზრუნველყოფაზე ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით და მოქნილი დიფერსიფიკაციისადმი პორტფელური რისკის დონის შემცირების მიზნით. ამ მიდგომის მომხრეები თვლიან, რომ პორტფელის ეფექტიანობა 90%-ით უზრუნველყოფილია ფინანსური ინსტრუმენტების სტრუქტურული სახეებით და მხოლოდ 10%-ით მისი კონკრეტული სახესხვაობებით სხვადასხვა სახეობების ჩარჩოებით. მნიშვნელოვანწილად პასიური მიდგომა ასახავს კონსერვატული ტიპის პორტფელის ფორმირების მენტალიტეტს.

პორტფელის მართვისადმი აქტიური მიდგომა დამყარებულია პრინციპზე: „ბაზრის წინგასწრება". ამ პრინციპის პრაქტიკული რეალიზაცია იმას ნიშნავს, რომ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაცია უნდა ემყარებოდეს საბაზრო კონიუქტურის საპროგნოზო გათვლებს, და არ ასახავდეს მის მიმდინარე დინამიკას. ამ მიდგომისათვის დამახასიათებელია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მიმდინარე საბაზრო ღირებულების ინდივიდუალიზებული შეფასება

რესტრუქტურირებულ პორტფელში მიმდინარე პერიოდში. შეუფასებელი ფასიანი ქაღალდების თანმიმდევრულად აქტიური მიდგომა ასევე გულისხმობს საფონდო ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების მეთოდების ღრმა ინდივიდუალიზაციის, რომელიც უპირატესად დამყარებულია მის ფუნდამენტალურ ანალიზზე. მნიშვნელოვანწილად პორტფელის მართვისადმი აქტიური მიდგომა ასახავს მისი ფორმირების აგრესიულ შენტალიტეტს.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული რესტრუქტურიზაციისადმი პრინციპული მიდგომის შერჩევა განსაზღვრავს საწარმოში მისი განხორციელების მეთოდებს.

პორტფელის რესტრუქტურიზაცია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების მიხედვით

ასეთი რესტრუქტურიზაცია ხორციელდება ორი განსხვავებული მეთოდით: პორტფელის ოპერატიული მართვისადმი არჩეული პრინციპულ მიდგომის შესაბამისად. ამ მეთოდების საფუძველია მუდმივი (ფიქსირებული) ანდა ცვალებადი (მოქნილი) ურთიერთობის დამყარება ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის სპეკულაციურსა და კონსერვატიულ ნაწილებს შორის.

პორტფელის სპეკულაციურ და კონსერვატორულ ნაწილებს შორის მუდმივი (ფიქსირებული) თანაფარდობის შემთხვევაში მისი რესტრუქტურიზაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების მიხედვით ყოველთვის მიმართული უნდა იყოს მისი ფორმირების პირველწყისი მიზნობრივი პარამეტრების ფორმირებაზე. ფორმირებული პორტფელის ტიპისაგან დამოკიდებულებით ინვესტორი აღგენს მუდმივ თანაფარდობას მის სპეკულაციურ და კონსერვატორულ ნაწილებს შორის, რომელიც ახასიათებს ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების განსაზღვრულ სახეებს. ეს მნიშვნელობა შეიძლება ვარირებდეს მხოლოდ დადგენილი ლიმიტის ჩარჩოების მცირე დიაპაზონში. ამ ლიმიტების მიღწევისას ხორციელდება ოპერაციები ფინანსური ინსტრუმენტების სახეების რესტრუქტურიზაციის მიხედვით. ასე მაგალითად, თუკი ლიმიტს ზევით გაიზარდა სპეკულაციური ხასიათის ფასიანი ქაღალდების ღირებულება, მათი ნაწილის რეალიზაცია მოხდება კონსერვატიული სახის ფასიანი ქაღალდების პარალელურად. პორტფელის რესტრუქტურიზაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეულ სახეებს შორის მუდმივი თანაფარდობის მეთოდის საფუძველზე ასახავს მისი მართვისადმი პასიური მიდგომის ფილოსოფიას.

პორტფელის სპეკულაციურ და კონსერვატორულ ნაწილებს შორის ცვალებადი (მოქნილი) თანაფარდობის შემთხვევაში ინვესტორი მუდმივად ახდენს ფასიანი ქაღალდების შემადგენლობის ვარირებას მათი საბაზრო ღირებულების პროგნოზირებული დინამიკის გათვალისწინებით. თუკი პროგნოზის შედეგები გვიჩვენებენ პორტფელის სპეკულაციური ნაწილის ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ღირებულების უფრო ხელსაყრელ დინამიკას, მათი წილი გაიზრდება მისი კონსერვაციული ნაწილის ფინანსური ინსტრუმენტების ხვედრითი წილის შესაბამისი შემცირების ფონზე. და პირიქით – პორტფელის სპეკულაციური ნაწილის ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ღირებულების არახელსაყრელი პროგნოზირებული დინამიკის შემთხვევაში მათი წილი შესაბამისად შემცირდება. პორტფელის რესტრუქტურიზაციის დაქვემდებარება ფინანსური ინსტრუმენტების (სპეკულაციური სახეების საბაზრო ღირებულების პროგნოზირებად დინამიკაზე ასახავს მისი მართვისადმი აქტიური მიდგომის ფილოსოფიას.

პორტფელის რესტრუქტურიზაცია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების კონკრეტული სახესხვაობების მიხედვით

პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ასეთ მეთოდები განისაზღვრება მისი მართვისადმი პრინციპული მიდგომებით. პორტფელის ოპერატიული მართვისადმი პასიური მიდგომის დროს პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ამ ეტაპის განხორციელებისას ძირითადი ყურადღება ექცევა მისი მოქნილი

დიფერსიფიკაციის განხორციელების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ჩარჩოებში. ერთ-ერთი მეთოდი, რომელიც დამახასიათებელია მართვის ამ მიდგომებისადმი არსი ასევე პორტფელის შუნიზაცია, რომელიც მიმართულია საკალე ფასიანი ქაღალდების პროცენტული რისკის შემცირებისაკენ. ამ მეთოდის არსი მდგომარეობს პორტფელში (მისი ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების სიტუაციის პროცესში) საკალო ფასიანი ქაღალდების შერწევაში მიმოქცევის პერიოდის გათვალისწინებით, რომლის ჩარჩოებში საპროცენტო განაკვეთი ფინანსურ ბაზარზე პროგნოზირდება უცვლელად.

პორტფელის ოპერატიული მართვისადმი აქტიური მიდგომის დროს პორტფელის რესტრუქტურიზაციას ამ ეტაპზე ძირითადი ყურადღება ექცევა ინვესტირების შეუფასებელი ფინანსური ინსტრუმენტების ძებნასა (მოძიებასა) და შეძენას. ეს მეთოდი იყენებს საინვესტიციო თეორიის ე.წ. „გრეხების მეთოდს", რომელიც ამტკიცებს, რომ მართვის ერთ-ერთი ეფექტიანი სტრატეგიაა პორტფელის ფორმირება ისეთი საფონდო ინსტრუმენტების ხარჯზე, რომელთა საბაზრო ფასები დაბალია მათ რეალურ შიდა ღირებულებასთან შედარებით (რომელიც გაითვლება კომპანიის წმინდა აქტივების ღირებულების შეფასების საფუძველზე). ეს მეთოდი ახასიათებს პორტფელის აქტიური მართვის ფილოსოფიას, რომელიც ორიენტირებულია ღირებულებაზე.

გარიგებების შედგენის დროის განსაზღვრა ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის დროს

პორტფელის ნებისმიერი რესტრუქტურიზაცია მიმდინარეობს მისი ფინანსური ინსტრუმენტების გაყიდვის და სხვების შესყიდვის ფონზე. ასეთი გარიგებების შედგენის დროის განსაზღვრის პრინციპი (ცნობილია როგორც „ინვესტირების ოქროს წესი") აისახება ფორმულაში: „იყიდე იაფად, გაყიდე ძვირად". ამ პრინციპის რეალიზაცია პრაქტიკაში დაკავშირებულია მოკლევადიანი კონიუქტურული ციკლების პროგნოზირებასთან (ტექნიკური ანალიზის მეთოდების საფუძველზე) და კონიუქტურული ტენდენციების გარდატეხის წერტილის განსაზღვრით („ხარების ბაზრიდან" „დათვების ბაზარზე" გადასვლა და პირიქით).

ბროკერისათვის ალტერნატიული ბრძანებების დასაბუთება, რომელიც უზრუნველყოფს პორტფელის რესტრუქტურიზაციას

ერთ-ერთი ძირითადი ამოცანა, რომელიც დგას ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის ოპერატიული მართვის წინაშე, არის მისი რესტრუქტურიზაციის დროს გაწეული მიმდინარე ხარჯების მინიმიზაციის უზრუნველყოფა. ამ სფეროში მიღებული მმართველობითი გადაწყვეტილებების რეალიზაციის საფუძველია ხარჯები, რომლებიც გაიწევა აღნიშნული გარიგებების საბროკერო მომსახურებაზე („ტრანსაქციონერული ხარჯები). ბროკერისადმი ბრძანების სახეზე ბევრადაა დამოკიდებული მიმდინარე ხარჯების ვადები და სიდიდე ასეთი გარიგებების შედგენაზე, ხოლო საბოლოო ჯამში – ფორმირებული ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის ეფექტიანობა.

განასხვავებენ ბროკერისადმი გაცემული ბრძანების ორ სახეობას, რომელიც გაიცემა პორტფელის რესტრუქტურიზაციის დროს გარიგებების დადებისას - „საბაზრო" და „ლიმიტური".

საბაზრო ბრძანება განსაზღვრავს ბროკერის დავალებას იყიდოს ან გაყიდოს შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტი საუკეთესო ფასით, რომელიც განსაზღვრულია საფონდო ბაზრის კონიუქტურით. რეალურ პრაქტიკაში ეს ნიშნავს, რომ შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტის შეძენა უნდა განხორციელდეს მიწოდების უმცირესი ფასით, ხოლო გაყიდვა – მოთხოვნის უმაღლესი ფასით. საბაზრო ბრძანების ერთ-ერთი ვარიანტია ე.წ. „სტოპ-ბრძანება", რომელიც ადგენს საბაზრო ბრძანების ზღვრულ მნიშვნელობას ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვაზე ანდა გაყიდვაზე. საბაზრო ბრძანება უზრუნველყოფს პორტფელის ოპერატიულ რესტრუქტურიზაციას იმ შემთხვევაში, როცა ინვესტორი ელოდება კონიუქტურული

ტენდენციების გარდატეხას.

ლიმიტური ბრძანება განსაზღვრავს ბროკერის დავალებას იყიდოს ანდა გაყიდოს შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტი მკაცრად ლიმიტირებულ ფასში (გაყიდვის მინიმალურ ფასში ანდა შესყიდვის მაქსიმალურ ფასში) ლიმიტირებული დროის მონაკვეთში. ბრძანება, რომელიც გრძელდება ხანგრძლივ პერიოდში („ღია ბრძანება") შესაძლებელს ხდის განხორციელდეს პორტფელის რესტრუქტურიზაცია უფრო მაღალი ეფექტიანობის დონით. ლიმიტური ბრძანება გამოიყენება იმ შემთხვევაში, როცა პრინციპული გადაწყვეტილება ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვის ან გაყიდვის შესახებ არ ხორციელდება ახლო მომავალში კონიუქტურული ტენდენციების გარდატეხის ფონზე.

ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის სირთულე განსაზღვრავს ამ პროცესში თანამედროვე კომპიუტერული ტექნოლოგიების ფართოდ გამოყენების აუცილებლობას. პროგრამული პროდუქტები, რაც დაკავშირებულია ასეთი ტექნოლოგიების გამოყენებასთან, უნდა უზრუნველყოფდნენ ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი პარამეტრების და ფინანსური ინვესტიციების მთელი პორტფელის მონიტორინგს, განსაზღვრავდნენ პორტფელის რესტრუქტურიზაციის მიმართულებებსა და ვადებს ფინანსური ინსრუმენტების ძირითადი სახეების და სახესხვაობების მიხედვით. საჭიროა შეიქმნას ბრძანებების უფრო ეფექტიანი და ალტერნატიული პროექტები ბროკერებისათვის საჭირო გარიგებების განხორციელებისას. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის პროგრამული ოპერატიული მართვა (რომელიც ცნობილია ტერმინით: „პროგრამული ვაჭრობა") ფართოდაა გავრცელებული მაღალგანვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში, სადაც ამ მიზნით შემუშავებულია მრავალრიცხოვანი სპეციალური მმართველობითი პროგრამების სახეები.

მეცხრე თავი. ფინანსური ბაზრები: ბაზრები, დაწესებულებები და საპროცენტო განაკეთები

9.1. ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები ფირმის საქმიანობის კონტექსტში

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

რა არის ფინანსური მენეჯმენტი

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

ფინანსური ნაკადების ინიციაცია კეთდება ფინანსური დონორების და რეციპიენტების მიერ; პირველებს შესაძლებლობა აქვთ წარმოადგინონ ფინანსური რესურსები, მეორეებმა იციან, როგორ განკარგონ იგი, ე.ი. აქვთ ნაკადების პორტფელი. ამ უკანასკნელში სახსრების ინვესტირებით მოზიდული სახსრების დაბრუნების და პორტფელის მესაკუთრეებისათვის დივიდენდების გაცემის შესაძლებლობა ეძლევათ. აღნიშნული გარემოება კარგად აქვს მოცემული ჯ. მადირას. ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირება ხორციელდება ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრედის დახმარებით (ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები).[2] ბაზრებზე ადგილი აქვს ინვესტირების და დაფინანსების მოთხოვნის აკუმულირებას, ძიებასა და ანგარიშსწორებას კონკრეტულ რეციპიენტებთან და დონორებთან ერთად. ამასთან, ბაზრის გახსნილობა დიდი ან მცირე ხარისხით ხელს უწყობს ფულადი ნაკადების ოპტიმიზაციას. ფინანსური დონორებისა და რეციპიენტების მოძიებასა და მოყვანას ახორციელებენ ფინანსური ინსტიტუტები ფინანსურ ბაზრებზე, პროფესიულად მომუშავე ორგანიზაციები. ინვესტიციური და ფინანსური ხასიათის წინადადებების (მიწოდების) პრაქტიკული რეალიზაცია, ე.ი. ფინანსური სახსრების სანაცვლო და ურთიერთსასარგებლო გადადინების ორგანიზაცია მათი მომწოდებლიდან (დონორის) მომხმარებლამდე (რეციფიენტი), ხორციელდება საბაზრო ინსტრუმენტების მეშვეობით. ამ დროს შესაძლებელია შედარებით უფრო ეფექტიანად დაკმაყოფილდეს ოპერაციის კონკრეტულ მონაწილეთა მიზნები.

ფინანსური ბაზრები

ქვემოთ შეეისწავლით ზემოთ აღნიშნული ტრიადის სამივე მდგენელს ცალ-ცალკე. როგორც მსოფლიო გამოცდილება გვიჩვენებს, რეალური საბაზრო ეკონომიკა წარმოუდგენელია ფინანსური ბაზრებისა და მისი ინსტრუმენტების გარეშე. ამ თეზისზე, არსებითად აგებულია კიდეც ფინანსების ნეოკლასიკური თეორიაც. ამის გარდა, მისი დასტური ყოველგვარი მტკიცებულებების გარეშე შეიძლება ვიპოვოთ მაკრო და მიკროეკონომიკურ კვლევებში. კერძოდ, 1973 წელს ამერიკელმა მეცნიერმა ე. შოუმ (E.Shaw) და რ. მაკკინონმა (R.Mackinnon) ერთიმეორისაგან დამოუკიდებლად შეიმუშავეს ფინანსური გაფართოებისა (Financia deepening) და ფინანსური შევიწროების (Financial repression) მაკროეკონომიკური კონცეფციები. ფინანსური გაფართოების კონცეფცია ნიშნავს, რომ ფინანსური ბაზრებისა და ინსტიტუტების ჩამოყალიბება და განვითარება არის ეკონომიკური განვითარების აუცილებელი პირობა. ამასთან ფინანსური აქტივების აკუმულირება უნდა ხდებოდეს უფრო

[1] ოფერტა (ლათ. offero, შეთავაზება) — წინადადება ხელშეკრულების დადების შესახებ, რომელიც მოიცავს მის ყველა არსებით პირობას.

[2] Madura J. International Financial Management. 7th ed. Thomson. 2003, გვ.17.

მაღალი ტემპებით არაფინანსური აქტივების აკუმულირებასთან შედარებით. ფინანსური ზეწოლა ნიშნავს სისტემატურ კონტროლს (სასესმწიფოს ან ოლიგოპოლიის მხრიდან[1]) ფინანსურ ბაზრებზე, რომელიც ძირითადად ხორციელდება საპროცენტო განაკვეთის რეგულირებისა და კონტროლის გზით. იმ შემთხვევაში, როცა საბაზრო ეკონომიკა ჩამოყალიბების სტადიაზეა, ხშირად ადგილი აქვს ფინანსურ ზეწოლას, რაც აისახება ფინანსური ინსტიტუტების, ბაზრების, აქტივებისა და ფინანსური ნაკადების ორგანიზაციაში როლზე და ვალდებულებებზე, ინვესტიციების და ფინანსების ხერხებსა და ობიექტებზე. ამ შემთხვევაში ჭარბობს დაბანდებები არაფინანსურ აქტივებში (ოქრო, უძრავი ქონება). სახსრები უმოქმედოა, საწარმოები განიცდიან ფინანსური წყაროების ნაკლებობას და ა.შ. ნორმალური შემოსულობანი ეკონომიკის განვითარებაში არსებითად გართულებულია. ოღონდ ეკონომიკის ინსტიტუციონალური განვითარებასა და სრულყოფის მეშვეობით ფინანსური ზეწოლა იცვლება ფინანსური გაფართოებით.

კაპიტალის ბაზრების ადგილი

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

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

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

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

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

მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ურთიერთობა ხორციელდება ან უშუალოდ, პირდაპირ ან შუამავლების საშუალებით. პირველ შემთხვევაში ურთიერთინტერესების გათვალისწინება პირდაპირი დაფინან-

[1] უნდა აღინიშნოს, რომ ოლიგოპოლია წარმოადგენს ბაზრის სტრუქტურის ტიპს, რომელიც ხასიათდება შემდეგი ნიშნებით: ა) ფირმების მცირე რიცხვი და მყიდველების დიდი რიცხვი; ბ) პროდუქტების ერთგვაროვნება ანდა დიფერენციულობა; გ) ბაზარზე შესვლის დიდი სირთულე: ცნობილი ინგლისელი მოაზროვნე თომას მორმა (1478-1535), პირველმა შემოიღო ეს ტერმინი და განსაზღვრავდა ოლიგოპოლიის, როგორც „მცირეთა ბაზარს", იგი გულისხმობდა, რომ – გამყიდველებმა შეუძლიათ უკარნახონ მყიდველებს თავიანთი ფასისმიერი პოლიტიკა. რიგი ეკონომისტებისა ეზიარებს იმ მოსაზრებას, რომ ოლიგოპოლია განასახიერებს „მცირეთა კონკურენციას".

სების შეშველობით ხორციელდება, მეორეში კი — შუამავლების დახმარებით შესრულებული ღაფინანსებით.

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

ᲤᲣᲚᲐᲓᲘ ᲡᲐᲮᲡᲠᲔᲑᲘᲡ ᲛᲝᲫᲠᲐᲝᲑᲘᲡ ᲨᲣᲐᲛᲐᲕᲐᲚᲝᲑᲘᲗᲘ ᲮᲐᲡᲘᲐᲗᲘ

პირდაპირი სესხების ბაზრების ფუნქციონირება უკავშირდება მთელ რიგ სიძნელეებს, რომლებსაც გაყიდვათა მსხვილ საბითუმო ხასიათი განაპირობებს, ეს კი ამცირებს შესაძლო მყიდველთა წრეს. ამიტომ ბიუჯეტების პროფიციტის მქონე სუბიექტებიდან ბიუჯეტის დეფიციტის მქონე სუბიექტებისკენ ფულადი სახსრების მოძრაობა ხშირად შუამავლობითი ხასიათისაა.

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

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

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

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

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

მესამე, საფინანსო ინსტიტუტები ხელს უწყობენ თავიანთ კლიენტებს ლიკვიდობის მუდმივი დონის შენარჩუნებაში, ე.ი. ნაღდი ფულის მიღების შესაძლებლობას უქმნიან მათ; ერთი მხრივ, თვითონ საფინანსო ინსტიტუტებს აქვთ შესაძლებლობა ნაღდი ფულით თვითონ უზრუნველყოფენ თავიანთი აქტივების გარკვეული ნაწილი. მეორეს მხრივ, ზოგიერთი სახის საფინანსო ინსტიტუტებს სახელმწიფო უწესებს ლიკვიდობის მარეგულირებელ საკანონმდებლო ნორმებს. მაგალითად, კომერციული ბანკებისთვის რეზერვირების ნორმატივების მეშვეობით კანონმდებლობით უზრუნველყოფილია ცენტრალურ ბანკში ანგარიშებზე და სალაროში ფულადი სახსრების მინიმალური ნაშთების შენარჩუნება.

მსესხებლებსაც აქვთ გარკვეული სარგებელი, რომელთა შორის ძირითადია შემდეგი:

პირველი, საფინანსო შუამავლები ადვილებენ იმ კრედიტორების გამოძებნის პრობლემას, რომლებიც მზად არიან გასცენ სესხები მათთვის მისაღები პირობებით.

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

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

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

9.2. ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები.[1]

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

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

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

იგივე პერიოდში კომპანია Charles Schwas, რომელიც ითვლება ონლაინის აქციებით ვაჭრობის

[1] ეს პარაგრაფი მიზანშეწონილად ვცანით დაგვემუშავებინა სახელმძღვანელოდან: **Бригхем Ю., Эрхардт М.** Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.გვ.226-228.

ლიდერად, გაზარდა თავისი კაპიტალიზაცია თითქმის 1800%-ით. ინტერნეტმა ონლაინის ბროკერებს საშუალება მისცა (ისეთებს, როგორიცაა Schwap, E* Trade DLJDirect u Datek) შესაძლებლობა მიეცათ ინვესტორებისათვის ევაჭრათ აქციებით, ძალზე დაბალი საკომისიოების პირობებში. Merrill Lynch-ის „ტრადიციულ" კომპანიებთან შედარებით, ისინი ხომ მომხმარებელს სთავაზობენ საბროკერო მომსახურების მთელ კომპლექსს მაშინ, როცა ონლაინის ვაჭრობა ფაქტიურად არც კი არსებობდა რამდენიმე წლის წინ. დღეისათვის, ზოგიერთი შეფასების მიხედვით, არსებობს რამდენიმე ასეული ონლაინის ბროკერი, რომლებიც მომსახურებას უწევენ მილიონობით კლიენტს.

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

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

ქვემოთ განიხილება ბაზრები, რომლიდანაც ფირმები ახდენენ კაპიტალის მოზიდვას, სადაც ხდება ვაჭრობა ფასიანი ქაღალდებით და სადაც წესდება ფასები აქციებზე. ასევე ამ ბაზრებზე მომუშავე ორგანიზაციები. ამაეე დროს აქ განიხილება ბაზრებზე საპროცენტო განაკეეთის დონის განმსაზღვრელი მნიშვნელოვანი ფაქტორები.

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

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

9.3. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაცია

ადამიანები და ორგანიზაციები, ვისაც სურთ ისესხონ ფული, უპირისპირდებიან იმათ, ვისაც აქვს ჭარბი ფონდები ფინანსურ ბაზრებზე. აღსანიშნავია, რომ სიტყვა ბაზრები მრავალობითი რიცხვითაა წარმოდგენილი. განვითარებული ეკონომიკის პირობებში, ისეთებისა, როგორიცაა ამერიკის ეკონომიკა, არსებობს ფინანსური ბაზრების დიდი ნაირსახეობა. ყოველ ბაზარს საქმე აქვს ერთიმეორისაგან რაიმე ნიშნით განსხვავებულ, სხვადასხვა ტიპის საფინანსო ინსტიტუტებთან. ყველაზე ხშირად ეს განსხვავება ვლინდება იმ აქტივებში, რომელთა მეშვეობითაც ხორციელდება ვაჭრობის პროცესი ბაზარზე, ამ აქტივებით წარმოდგენილი გადახდების პირობებსა და ვადებში. ამის გარდა, სხვადასხვა ბაზრები ემსახურებიან სხვადასხვა ტიპის კლიენტებს, ან მუშაობენ ქვეყნის სხვადასხვა ნაწილებში. იმის მიხედვით თუ როგორია ანალიზის მიზნები ამა თუ იმ ქვეყანაში და საფინანსო ბაზრის ცალკეული სეგმენტების განვითარების თავისებურებები, არსებობს ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაციისადმი განსხვავებული მიდგომები.

ბაზრების ძირითადი ტიპები

ქვემოთ მოტანილია ბაზრების ძირითადი ტიპები.

1) ფიზიკური აქტივების ბაზრები (physical assets markets). მას ხშირად უწოდებენ ასევე „მატერიალური" (tangible) ან რეალურ (real) აქტივების ბაზრებს. ესაა ხორბლის, ავტომობილების, უძრავი ქონების, კომპიუტერების და საინჟინრო მოწყობილობის ბაზრები. მეორეს მხრივ, ფინანსური აქტივების ბაზრებს (Financial assets, instruments) საქმე აქვთ აქციებთან, ობლიგაციებთან, თამასუქებთან, გირავნობის სიგელებთან და სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებთან. ყველა ეს ინსტრუმენტი მხოლოდ ქაღალდის ფურცლებია, რომლებიც თაეიანთ მფლობელებს ანიჭებენ გარკვეულ უფლებებს და მოვალეობებს რეალურ აქტივებთან მიმართებაში. მაგ. კომპანია IBM–ის მიერ გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაცია მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს წინასწარ მიიღოს განსაზღვრული ოდენობის ფულადი სახსრები (საპროცენტო შემოსავალი), რომელიც იქმნება აღნიშნული კომპანიის ფიზიკური აქტივების მიერ. ხოლო ფირმის ჩვეულებრივი აქცია მას მფლობელს უფლებას ანიჭებს მიიღოს, არა მარტო თანხა (მართალია წინასწარ უცნობი) კომპანიის ფულადი სახსრებიდან, არამედ მონაწილეობა მიიღოს ფირმის საქმიანობის განსაზღვრული საკითხების გადაჭრის შესახებ გამართული კენჭისყრაში. ჩვეულებრივი ფინანსური აქტივებისაგან განსხვავებით წარმოებული ინსტრუმენტების (derivative securities) გამოშვების პირობები არ ნიშნავს უშუალო ვალდებულებას არც მოქმედი აქტივების და არც მათ მიერ შექმნილი ფულადი სახსრების ნაკადების მიმართ. წარმოებული ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენენ უფლებას ანდა ვალდებულებას სხვა ფასიან ქაღალდებთან ან ფინანსურ აქტივებთან მიმართებაში. ფიუჩერსები და ოფციონები – ეს არის წარმოებული, ფასიან ქაღალდების ორი მნიშვნელოვანი ტიპი და მათი საბაზრო ღირებულება დამოკიდებულია სხვა აქტივების ფასების მდგომარეობაზე, ვთქვათ, კომპანია IBM–ის აქციების ფასები ღორის ხორცზე ფასების ან იაპონური იენის კურსის მდგომარეობაზე. ამრიგად, წარმოებული ფასიანი ქაღალდის ფასიანობა დამოკიდებულია შესაბამისი საბაზო ფინანსური ინსტრუმენტის (inderlying) ღირებულებაზე.

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

სპოტურ ბაზრებზე (Spot Market) ფულად სახსრებზე აქტივების გაცვლა ხორციელდება უშუალოდ გარიგებების დროს: სასწრაფო ბაზრებზე (Forward Market) ხდება სასწრაფო კონტრაქტებით ვაჭრობა, რომელიც ითვალისწინებს საბაზრო აქტივების მოწოდებას მომავალში. ვადიანი ბაზარი,

[1]აღნიშნული მასალის დამუშავება მიზანშეწონილად ვცანით: **Бригхем Ю. Эрхардт М. Финансовый менеджмент.** Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.გვ.228-232.

მასზე ეაჭრობაში მონაწილე ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით, თავის მხრივ, იყოფა რამდენიმე სეგმენტად: ფორვარდული, ფიუჩერსული, ოფციონური ბაზრები და სვოპების ბაზარი.

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

4) საფონდო ბაზრები (capital markets) — მათ ხშირად უწოდებენ კაპიტალის ბაზრებს — ესაა საშუალო და გრძელვადიანი დავალიანებების და კორპორატიული აქციების ბაზრები. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა, სადაც იყიდება აშშ-ს მსხვილი ფირმების აქციები, არის ტიპიური ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საუკეთესო მაგალითი. ფულადი და საფონდო ბაზრების დაყოფისას არ არსებობს რაიმე მკაცრი წესი, მაგრამ დავალიანებების ბაზრების აღწერისას ჩვეულებრივ მოკლევადიანი დავალიანების (short term) ქვეშ მოიაზრება დავალიანება ერთ წელზე ნაკლები ვადით, საშუალოვადიანი დავალიანების (intermediate term) ქვეშ – ერთიდან ხუთ წლამდე. ხოლო გრძელვადიანი დავალიანებისა (long term) – ხუთ წელზე მეტი ხნით.

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

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

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

8) პირველსაწყისი საჯარო მიწოდების ბაზარი (Initial Public Offering, IPO) – ეს არის პირველადი ბაზრის განსაკუთრებული სახე. ამ ბაზარზე შესვლისას, ფირმები აქციონირდებიან (go public), აურცელებენ რა ახლად შექმნილ საჯარო (public) ღია სააქციო საზოგადოების აქციებს ინვესტორებს შორის. ჩვეულებრივ IPO–ს შემთხვევაში კომპანიების ყოფილი მფლობელები ახდენენ თავიანთი აქციების ნაწილის რეალიზაციას, ხოლო კომპანია ამის პარალელურად, დამატებითი სახსრების მოსაზიდად უშვებს ასევე ახალ აქციებს.

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

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

საბალუტო ბაზარი

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

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

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

სავალუტო ბაზრის სუბიექტებს შემდეგი სახის ოპერაციების ჩატარება შეუძლიათ:

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

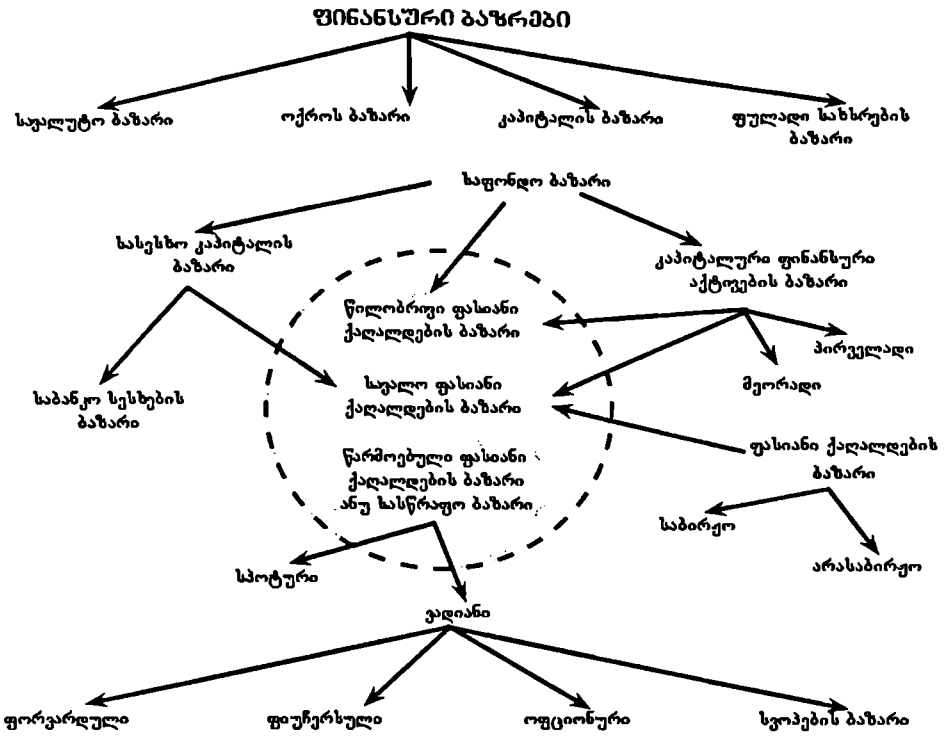
ვადიანი ოპერაციები (ფორვარდი) — ვალუტის მიწოდებით დროის მკაფიოდ განსაზღვრულ მონაკვეთში;

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

პეჯირება — ღია სავალუტო პოზიციების დაზღვევა;

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

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ტრადიციულად, ჩვენს ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოყოფენ ფინანსური ბაზრების რამდენიმე ძირითად სახეობას. კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტი წარმოდგენილია ნახ. 9.1.



ნახ. 9.1. ფინანსური ბაზრების კლასიფიკაციის მაგალითები

ოქროს ბაზარი (Gold Market) – ესაა ბაზარი, რომელზედაც ნაღდი ფულით, საბითუმო და სხვა სახის გარიგებები ოქროთი, მათ შორის სტანდარტული ოქროს ზოდებით ხორციელდება. ოპერაციათა ძირითადი ნაწილი ფიზიკურად არსებულ ოქროსთან მიმართებაში სწარმოებს ბანკებსა და სპეციალიზებულ ფირმებს შორის. ოქროზე ფიუჩერული და ოფციონური ვაჭრობა კონცენტრირებულია სასწრაფო ბირჟებზე.

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

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

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

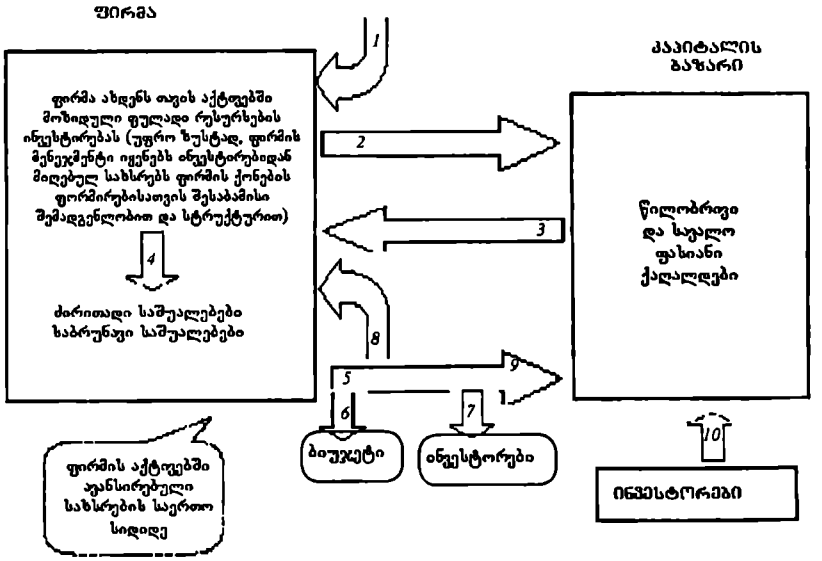
ფულის ბაზარზე ძირითადი ინსტრუმენტებია სახაზინო თამასუქები, საბანკო აქცეპტები და ბანკების დეპოზიტური სერთიფიკატები, კაპიტალის ბაზარზე — გრძელვადიანი ობლიგაციები, აქციები და გრძელვადიანი სესხები.

კაპიტალის ბაზარი

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

კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელოვანი სეგმენტია კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარი, რომელსაც მიეკუთვნება წილობრივი და სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. შედარებით საერთო სახით ფულადი ნაკადების მოძრაობის სქემა, რომელიც აკავშირებს ფირმას კაპიტალის ბაზართან, წარმოდგენილია ნახ. 9.2.

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



ნახ. 9.2. ფინანსური ნაკადები, რომლებიც ფირმებს კაპიტალის ბაზრებთან აკავშირებს

კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარი იყოფა პირველად და მეორად ბაზრებად.

პირველადი ბაზარი

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

შენიშვნა: ფულადი ნაკადების ლოგიკა შემდეგში მდგომარეობს:

1. ფირმის საქმიანობას დაფინანსება მისი დამფუძნებლების კაპიტალის ხარჯზე (ადგილი აქვს ფირმის ჩამოყალიბებისა და შექმნის პროცესში).
2. ფირმა გამოდის კაპიტალის ბაზარზე თავისი ფასიანი ქაღალდებით და ფინანსების გრძელვადიანი წყაროების მოზიდვის მიზნით (პერიოდულად ადგილი აქვს ფირმის რუტინული ფუნქციონირების ეტაპზე).
3. ინვესტორების სახსრების მოზიდვა, რომლებიც იძენენ ფირმის მიერ ემიტირებული წილობრივ და სავალო ფასიან ქაღალდებს, ე.ი. გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების სანაცვლოდ პირველად ბაზარზე გამოდიან ფულადი სახსრები (ადგილი აქვს ფირმის სტაბილურ რეჟიმში ფუნქციონირების პირობებში, როგორც მისი საფონდო ბაზარზე გასვლის შედეგი, არის მომდევნო ქმედების შედეგები);
4. მიღებული ფინანსური რესურსების ინვესტირება ძირითად საშუალებებში და საბრუნავ აქტივებში.
5. ფულადი ნაკადის გენერირება, როგორც ფირმის წარმატებული საქმიანობის შედეგი;
6. კანონით გათვალისწინებული გადასახადების და სხვა გადარიცხვების გადახდა.
7. ფაქტიური ინვესტირებისათვის (მესაკუთრეებისა და ლენდერების) გადახდა მათზე დარიცხული რეგულარული შემოსავლის სახით საანგარიშო პერიოდის ანგარიშგების მიხედვით; მხედველობაში მიიღება: ა) მესაკუთრეების დივიდენდები (იგი არის ერთიანი მოგების ნაწილი, რომელიც ორი კომპონენტისაგან შედგება: საანგარიშო პერიოდის მოგება და ფირმის აქტივებში რეინვესტირებული მოგება გასული პერიოდების შედეგების მიხედვით) და ბ) პროცენტები ლენდერებს.
8. მოგების ნაწილის ფირმის აქტივებში რეინვესტირება (ე.ი. ფულადი სახსრები არ უნაწილდება მესაკუთრეებს, არამედ ჩაიდება ფირმის არაფინანსურ აქტივებში).
9. კაპიტალის ბაზარზე მოგების ნაწილის წარმართვა ფინანსური ინვესტიციების სახით (ე.ი. ფულადი სახსრები, როგორც მომგებიანი მუშაობის შედეგი გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების შესაძენად ფულადი ექვივალენტების სადაზღვეო მარაგის შესაქმნელად ან დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების ინვესტირება მიმდინარე შემოსავლის მისაღებად).
10. ინვესტორების მიერ თავისუფალი ფულადი სახსრების წარმართვა კაპიტალის ბაზრებზე.

მეორადი ბაზარი

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

ფინანსების მეორადი ბაზრები ნახმარი აეტომობილების ბაზრებს მოგვაგონებს: ისინი ფულის მიღების შესაძლებლობას ქმნიან „ხმარებაში ნამყოფი" (ე.ი. ადრე ემიტირებული) ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით, იმ განსხვავებით, რომ ფასები მეორად ბაზრებზე, როგორც წესი, უფრო მაღალია, ვიდრე პირველი განთავსების დროს. ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრების დანიშნულებაა უკვე არსებული რესურსების გადანაწილება ბაზრის მონაწილეების მოთხოვნილებებისა და შესაძლებლობების შესაბამისად. ფინანსების მეორადი ბაზრების არსებობის წყალობით დიდდება პირველად ბაზრებზე ინვესტორების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვის მოცულობები.

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

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

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

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

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი (Securities Market)[1], როგორც კაპიტალური ფინანსური აქტივების და წარმოებული ფასიანი ქაღალდების (anu dervativebis) ბაზრების გაერცობილი ცნება, თავის მხრივ წარმოადგენს ბაზრებს, რომლებიც იყოფიან საბირჟო და არასაბირჟო, ვადიან და სპოტების ბაზრებად.

საბირჟო ბაზარი წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, რომელიც ხორციელდება საფონდო ბირჟების მიერ. ემიტენტების, ინვესტორების და შუამავლების ვაჭრობაში მონაწილეობის წესი განისაზღვრება თვითონ ბირჟების მიერ. არასაბირჟო ბაზარი წარმოადგენს ბაზარს, რომელიც გამიზნულია იმ ფასიანი ქაღალდების მიმოქცეისათვის, რომლებიც საფონდო ბირჟებზე არ არის დაშვებული, ე.ი. არ მიუღიათ ბირჟებზე ოფიციალურ ვაჭრობაში მონაწილეობის ნებართვა.

[1] უფრო ვრცლად აღნიშნულ საკითხებზე იხილეთ შემდგომ განყოფილებაში „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი" **(ავტორის შენიშვნა).**

ვინაიდან საბირჟო კოტირების მიღების პირობები დგინდება თვითონ ბირჟის მიერ და ზოგიერთი ემიტენტისათვის შეიძლება საკმაოდ რთული იყოს, არსებობს არასაბირჟო ბაზარი (Oven-the-Counter Stock Market), სადაც მიმოიქცევიან ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც არ კოტირდებიან საფონდო ბირჟებზე. არასაბირჟო ბაზარი შეიძლება იყოს საკმაოდ ტევადი. ასე მაგალითად, აშშ-ში 2006 წელს არასაბირჟო ბაზარზე NASOAQ იყიდებოდა 4734 კომპანიის აქციები, ხოლო საერთო საბაზრო კაპიტალიზაცია შეადგენდა 7,4 ტრილიონ დოლარს. (ცნობისათვის, საერთო საბაზრო კაპიტალიზაცია კომპანიებისათვის, რომელთა აქციების კოტირება ხდებოდა მსოფლიოში უმსხვილეს ნიუ-იორკის ბირჟაზე 2006 წლისათვის, შეადგენდა 11,2 ტრილიონ დოლარს). აშშ-ში არასაბირჟო ბაზარზე იყიდება: ა) ამერიკული კომპანიების ობლიგაციების უმეტესობა; ბ) სახელმწიფო და ადგილობრიეი მმართველობის ორგანოების ობლიგაციების უმეტესობა; გ) ღია საინვესტიციო ტრასტების ფასიანი ქაღალდები (კომპანიები, რომელთაც შეუძლიათ მუდმივად გამოუშვან მიმოქცევაში დამატებითი აქციები); დ) ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებები; ე) ფასიანი ქაღალდების მსხვილი ბლოკები მათი ხელახალი განთავსებისას.

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

ფინანსური ბაზრის მდგომარეობის შეფასების ინდიკატორები

ფინანსური ბაზრის მდგომარეობის შეფასება წარმოებს სპეციალური ინდიკატორების დახმარებით. მსოფლიოს წამყვან ფინანსურ ბაზრებზე ასეთი ინდიკატორების რიცხვს მიეკუთვნება განაკვეთები: ლიბორი (London Interbank Offered Rate, LIBOR); ლიბიდე (London Interbank Bid Rate, LIBID); ფიბორი (Frankfart Interbank Offere) Rate, FIBOR) და სხვა. ასე მაგ. განაკვეთი ლიბორი წარმოადგენს მიწოდების განაკვეთს (გამყიდველი) ლონდონის დეპოზიტების ბანკთაშორის ბაზარზე და მნიშვნელოვანი ორიენტირია სასესხო კაპიტალების საერთაშორისო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთებისათვის. იგი გაითვლება საშუალო არითმეტიკულის ფორმულით (საკრედიტო რესურსების სიდიდის მიხედვით შეწონვა არ ხდება), ლონდონის წამყვანი ბანკების ჯგუფის ინდივიდუალური განაკვეთების მიხედვით 11 საათისათვის. შესაბამისად ლიბორი განაკვეთი წარმოადგენს მყიდველის განაკვეთს. 1999 წელს ანალოგიური წესით ყოფილ პოსტკომუნისტურ ქვეყნებშიც დაწესდა საერთაშორისო საბანკო საკრედიტო ბაზრის ინდიკატორების მსგავსი ინდიკატორები. კერძოდ, განაკვეთები MIBOR, MIBIO და MIACR.

ცხადია, შეიძლება დასახელებული იქნას ფინანსური ბაზრების სხვა კლასიფიკაციაც, მაგრამ წარმოდგენილი ჩამონათვალიც საკმარისია იმისათვის, რომ ვაჩვენოთ ამ ბაზრების ტიპების სიმრავლე. ამის გარდა, აღსანიშნავია, რომ მკვეთრი განსხვავება ბაზრებს შორის ხშირად წაშლილია და ბოლოსდაბოლოს არც თუ ისე მნიშვნელოვანია, თუკი არ შევეხებით მათ ძირითად თვისებებს. მაგალითად, არ არის არსებითი განსხვავება იმაში, ფირმამ სესხი აიღო 11 თვით ფულის ბაზარზე თუ 13 თვით საფონდო ბაზარზე. ჩვენ, ცხადია, უნდა გავიგოთ განსხვავება, რომელიც არსებობს ამ ორი ტიპის ბაზარს შორის და არა ის, რომ გაეკვლიოთ ზუსტი ზღვარი მათ შორის.

ჯანსაღი ეკონომიკა დამოკიდებულია კაპიტალთა ეფექტიან გადადინებაზე დანაზოგების შემქმნელი ადამიანებიდან ფირმებსა და კერძო პირებზე, რომელთაც ეს სახსრები სჭირდებათ. კომპანია Carolina Pover C Light არ შეუძლია კაპიტალის გაზრდა და ამიტომ ქალაქ რეიდის (ჩრდ. კაროლინა) მცხოვრებთ უხდებათ ელექტროენერგიის დეფიციტის ატანა. ჯონსონების ოჯახს არა აქვთ საჭირო სახსრები. გაიუმჯობესონ საბინაო პირობები. კერძოდ პოუკს არ შეუძლია მომგებიანად გამოიყენოს თავისი დანაზოგები და ა.შ. ცხადია, რომ დასაქმების დონე და შრომის მწარმოებლურობა და აქედან

გამომდინარე, ცხოერების სტანდარტები ფინანსურ-ბაზრების გარეშე გაცილებით უფრო დაბალი იქსებოდა. ე.ი. არსებითი მნიშვნელობა აქეს იმას, რომ ფინანსური ბაზრები ფუნქციონირებდნენ წარმატებით ეფექტიანად, არა მარტო სწრაფად, არამედ მცირე ტრანსაქციური დანახარჯებით.

9.1 ცხრილში ჩამოთვლილია შედარებით მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტები, რომელთა მიხედვით ვაჭრობა ხდება საფინანსო ბაზრებზე. ინსტრუმენტები ცხრილში განთავსებულია ზეიდან ქვეით მზარდი წესით. მაგ.: ჩვენ დავინახავთ, რომ არსებობს კორპორაციული ობლიგაციების დიდი მრავალფეროვნება დაწყებული უბრალო დისკონტური ობლიგაციიდან და კუპონური ობლიგაციებიდან (Plain vanilla bonds). ჩვეულებრივ აქციებში (convertibles) კონვერტირებადი ობლიგაციებით და დამთავრებული ობლიგაციებით, რომელთა პროცენტები დამოკიდებულია ინფლაციის ტემპებზე (floating rate bonds) ეს ცხრილი ასევე წარმოდგენას გვიქმნის იმ ინსტრუმენტების მახასიათებლებსა და შემოსაელიანობაზე, რომელთა მიხედვით ვაჭრობა ხორციელდება მთავარ საფონდო ბაზრებზე.

აშშ-ს ფინანსური ბაზრის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტები

ცხრილი 9.1

ფასიანი ქაღალდების მახასიათებლები		
რისკი	დაფარვამდე ვადა	საპროცენტო განაკვეთი[1]
1	2	3
თაღისუფალი დაუფარავობის რისკისაგან	91 დღიდან 1 წლამდე	6,1%
რისკის დაბალი დონე, თუ კი გარანტირებულია მყარი ბანკის მიერ	180 დღემდე	6,9
დაუფარავობის დაბალი რისკი	270 დღემდე	6,6
დაუფარავობის რისკი დამოკიდებულია სესხის გამცემი ბანკის სიმყარეზე	1 წლამდე	7,0
რისკის დაბალი დონე	არ დგინდება	5,6
დამოკიდებულია გამოშვები ბანკის სიმყარეზე	1 წლამდე	7%
რისკი დამოკიდებულია ეკონომიკაში შექმნილ საერთო სიტუაციაზე	დამოკიდებულია კრედიტის პირობებზე	დამოკიდებულია კრედიტის პირობებზე
არ არსებობს დაუფარავობის რისკი, ექვემდებარება რისკს ვიდრე დაფარვამდე და რეფინანსირების რისკი	2-დან 30 წლამდე	6,5
რისკი დამოკიდებულია ეკონომიკაში შექმნილ საერთო პირობებზე	30 წლამდე	8,6
შედარებით უფრო რისკიანები, ვიდრე სამთავრობო სესხის ვალდებულებები, მაგრამ უფრო ნაკლებ რისკიანები, ვიდრე აქციები; რისკი დამოკიდებულია გამომშვები კომპანიის სიმყარეზე.	40 წლამდე	8,1
უფრო რისკიანები, ვიდრე კორპორაციული ობლიგაციები, ნაკლებ რისკიანები, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციები	არ აზღუდება	7-დან 9%-მდე
რისკიანი	არ აზღუდება	10-დან 15%-მდე

[1] საშუალო ნომინალური განაკეთი დაბეგერამდე – „*The Wall Streer Journal*" მონაცემების მიხედვით.

ცხრილი 9.1.-ის გაგრძელება

ინსტრუმენტი	ბაზრის სეგმენტი	ემიტენტები
აშშ-ს სახაზინო თამასუქები	ფულადი	გამოშვებულია აშშ-ს ხაზინის მიერ სამთავრობო ხარჯების დასაფინანსებლად.
საბანკო აქცეპტები	ფულადი	გადახდის შეპირებული ფორმა ბანკის მიერ გარანტირებული თამასუქის მიხედვით.
მოკლევადიანი კომერციული კრედიტის თამასუქები	ფულადი	გამოშვებული მცირე ფინანსური მდგომარეობის მქონე ფირმების მიერ. ჩვეულებრივ აქვთ მსხვილი ნომინალი.
სამანჯო დეპოზიტური სერტიფიკატები	ფულადი	გამოშვების მსხვილი კომერციული ბანკების მიერ. ჩვეულებრივ აქვთ მსხვილი ნომინალი.
ფულის ბაზრის საურთიერთობო ფონდები.	ფულადი	დებანდებები მოკლევადიან სუალო ვალდებულებებში.
ვადიანი ერთდროული დეპოზიტები	ფულადი	გამოშვებული ბანკების მიერ აშშ-ს ფარგლებს გარეთ.
სამომხმარებლო კრედიტები	ფულადი	გამოშვებულია ბანკების, საკრედიტო კავშირების საფინანსო კომპანიების მიერ.
აშშ-ს ხაზინის ობლიგაციები	საფონდო ფულადი	გამოშვებულია აშშ-ს ხელისუფლების მიერ
იპოთეკური ფასიანი ქაღალდები	საფონდო	უშვებენ სხვადასხვა ტიპის სესხის ამღებები უძრავი ქონების და სხვა აქტივების გირაოთი
შტატების და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების ობლიგაციები	საფონდო ფულადი	გამოშვებულია შტატების მთავრობების და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების მიერ ინდივიდუალური და ინსტიტუციური ინვესტირებისათვის.
კორპორაციული ობლიგაციები და ლიზინგური ხელშეკრულებები	საფონდო	უშვებს კერძო ფირმები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტორებისთვის.
პრივილეგირებული აქციები	საფონდო	უშვებს კორპორაციები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტორებისათვის
ჩვეულებრივი აქციები	საფონდო	უშვებს კორპორაციები ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტორებისათვის.

9.4. ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები

უკანასკნელი ორი ათწლეულის განმავლობაში ფინანსურმა ბაზრებმა მრავალი ცვლილება განიცადა. ტექნოლოგიური პროგრესი კომპიუტერულ და სატელეკომუნიკაციო ტექნოლოგიებში და საბანკო და სავაჭრო სფეროების გლობალიზაცია განაპირობებს სახელმწიფო ორგანოების გაელენის შემცირებას ეკონომიკურ პროცესებზე და ამან გააქტიურა კონკურენცია მთელს მსოფლიოში. ამის შედეგია უფრო ეფექტიანი, მსოფლიო კაუშირების მქონე ბაზარი. ბაზარი გახდა გაცილებით უფრო რთული, ვიდრე იგი იყო რამდენიმე წლის წინ. მნიშვნელოვანი პოზიტიური მთელი რიგი ცვლილებების მიუხედავად წამყვანი ფინანსური ინსტიტუტები ბევრ ქვეყანაში ახალ სიძნელეებს აწყდებიან. ერთ-ერთ კონფერენციაზე აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის მმართველი ალან გრინსპენი ამტკიცებდა, რომ თანამედროვე ფინანსური ბაზრები აყენებენ ეროვნულ ეკონომიკის დარტმებს ახალი და მოულოდნელი მხრიდან, თანაც ძალზე სწრაფად, ზოგჯერ კი წამიერად. მისი აზრით, ყველა ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა უნდა შეიმუშაოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის ფუნქციონირების

ფინანსური რისკების შეფასებისა და შეზღუდვის ახალი ხერხები. კაპიტალის დიდი ოდენობა სწრაფად გადაადგილდება მთელ მსოფლიოში საპროცენტო განაკვეთების და ვალუტის გასაცვლელი კურსების ცვლილებების საპასუხოდ და ამ მოძრაობას შეუძლია ზიანი მიაყენოს ძლიერი სახელმწიფოების ეროვნულ ფინანსურ ინსტიტუტებს და ეკონომიკას.

ბაზრების გლობალიზაციის ზრდასთან ერთად წარმოიშვა ცალკეულ ქვეყანათა მარეგულირებელი ორგანოების დიდი კოოპერაციის აუცილებლობა საერთაშორისო დონეზე. ფაქტორებს, რომლებიც ართულებს მათი მოქმედების კოორდინაციას, მიეკუთვნება შემდეგი: 1) ეროვნულ საბანკო სისტემათა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განსხვავებული სტრუქტურები. 2) ევროპაში განვითარებული ტენდენცია შეიქმნას ფინანსნური მომსახურების გაწევის კონგლომერანტები. 3) ზოგიერთი ქვეყნის შეშფოთება იმის გამო, რომ დაკარგავს თავის დამოუკიდებელ ეროვნულ ფულად პოლიტიკას. მიუხედავად ამისა, სხვადასხვა ქვეყანათა ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების მარეგულირებელი ორგანოების ძალისხმევა გაერთიანებისაკენ სულ უფრო თვალნათელი ხდება.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სწრაფი ზრდა

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

წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების მასშტაბები და მასთან დაკავშირებული გარიგებები სირთულეებს უქმნიან მარეგულირებელ ორგანოებს, ასევე ექსპერტთა ჯგუფებს, და კონგრესის წევრებს. ფედერალური სარეზერვო სისტემის თავმჯდომარე ალან გრინსპენი აღნიშნავდა, რომ თეორიულად წარმოებულმა ფასიანმა ქაღალდებმა საშუალება უნდა მისცენ კომპანიებს უკეთ მართონ რისკები, ოღონდ ეს უნდა განახორციელონ შეუმჩნეველად, რათა სიახლეებმა მათ ბაზრებზე „გადააჭარბოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის შიდა მდგრადობას“.

კორპორაციების საკუთრების სტრუქტურის ცვლილებები

მეორე მნიშვნელოვანი ტენდენცია გულისხმობს კორპორაციების საკუთრების სტრუქტურის ცვლილებას (awnership structure - აქციონერთა შემადგენლობა), რომელთა აქციებითაც ვაჭრობენ, ფინანსურ ბაზრებზე აქციების მფლობელი ინვესტორების ოდენობა იზრდება, ხოლო კერძო აქციონერების მფლობელობაში არსებული, კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების პროცენტი ეცემა. როგორ შეიძლება ერთდროულად ადგილი ჰქონდეს ამ ორ მოვლენას? პასუხი აქციებზე ინსტიტუციონალური და პირადი საკუთრების ურთიერთწინააღმდეგობაში უნდა ეძებოთ. დღეისათვის მთელი საოჯახო მეურნეობის (households) 48%-ზე მეტი აშშ-ში აქციებში ინვესტირებით ხორციელდება. 1990 წელს ეს მაჩვენებელი 22% იყო. ოღონდ დღეისათვის აქციების 60% ეკუთვნის საპენსიო ფონდებს, თანაზიარ ფონდებს და სადაზღვევო კომპანიებს. ასე რომ, სულ უფრო და უფრო მეტი ცალკეული ადამიანები

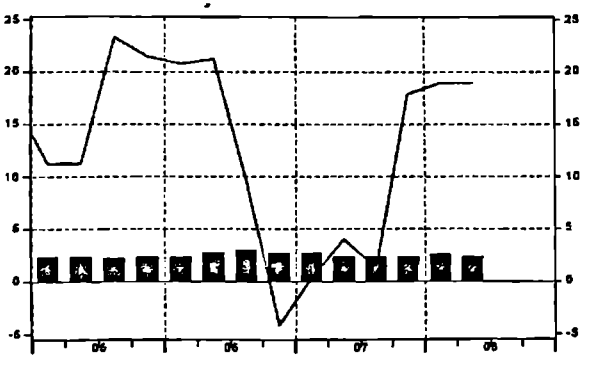
ახდენენ ინვესტირებას ბაზრებზე. მაგრამ ისინი ახორციელებენ ამას ირიბად, საპენსიო პროგრამებში მონაწილეობით (pension plans) და თანაზიარ ფონდებში (mutual fonds) დაბანდებებით. ნებისმიერ შემთხვევაში აქციების ბაზრის ეფექტიანობა დღეს დიდ გავლენას ახდენს აშშ-ის მოქალაქეთა კეთილდღეობაზე, ვიდრე ამას აქამდე ჰქონდა ადგილი.

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ დღეისათვის აქციებს უშუალოდ ფლობენ ზემოთ აღნიშნულ ფონდებში და კომპანიებში მომუშავე ინსტიტუციონალური პორტფელური მენეჯერები (portfolio managers). ასევე აღსანიშნავია ისიც, რომ თუკი ფონდი ფლობს მოცემული კომპანიის აქციების დიდ პაკეტს, იგი შეიძლება წააწყდეს ამ აქციებზე ფასების მნიშვნელოვან დაცემას თავიანთი აქციების გაყიდვის მცდელობისას, რითაც ცხადია, თავად; დაინტერესებული არ არიან. ასე რომ, გარკვეული მოსაზრებით მსხვილი ინსტიტუციონალური ინვესტორები „ყინავენ" თავიანთ პორტფელებში ამ აქციების პაკეტებს. ამ მოვლენამ მიიღო სახელწოდება „აქციების შეზრდა" (relationship investing). ასეთი ფონდების მენეჯერები იძულებულნი ხდებიან იმოქმედონ გრძელვადიანი სტრატეგიული ინვესტორების (strategic stockholders) რანგში. კერძო პასიური აქციონერებისაგან განსხვავებით პორტფელურ მენეჯერებს შეუძლიათ აქტიური ზეგავლენა მოახდინონ ცუდად მომუშავე კომპანიის ხელმძღვანელობაზე და აიძულონ ისინი იმოქმედონ მესაკუთრეების ინტერესებიდან გამომდინარე.

9.5. მსოფლიო ფინანსური კრიზისის გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე

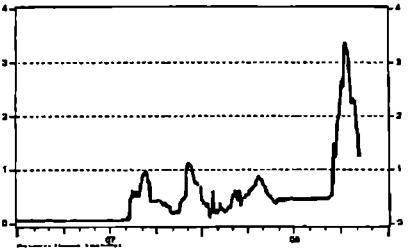
2007 წლის აპრილ-მაისში დაწყებულმა საკრედიტო რეიტინგების მასიურმა შემცირებამ და ლიკვიდობის პრობლემამ ბანკებში (პირველად Northern Rock) და 2005 წლიდან დაწყებული უძრავ ქონებაზე ფასების ვარდნის შედეგების ბანკის აქტივების გაუფასურებაზე გავლენის და საბოლოოდ, რიგი ბანკებისათვის გამაკოტრებელი ეფექტის გამოვლენამ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

ფინანსური სექტორი მნიშვნელოვნად დაზარალა ენერგომატარებლებზე ფასების უპრეცედენტო ტემპებით აწევამ, რაც კრიზისის გამოვლენის და საკრედიტო რესტრიქციის შენდეგ მკვეთრად დაეცა (ნახ.19.3.).



ნახ. 9.3. სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (ა)—ენერგეტიკის მიხედვით 1984წ.—100% და (ბ) ე. წ. "წმინდა ინფლაცია" (გამოითვლება ენერგო-პროდუქტებზე ფასების ცვლილების გათვალისწინების გარეშე)

მოხმარების სტრუქტურაში ნავთობპროდუქტების იძულებითმა მაღალმა ხარჯებმა მოსახლეობის ფართო ფენების დანაზოგებსა და შესაბამისად ინვესტიციების მოცულობაზე უარყოფითად იმოქმედა, ასევე გაზარდა პროდუქციის თვითღირებულება. ასე რომ, მოთხოვნა შემცირდა და თანაც ორფაქტორიანი ეფექტით (მეორე ფაქტორი, რომელიც ნაწილობრივ პირველის გაელვებითაც იქნა ფორმირებული, კორპორაციების მოგების შემცირებას და მათ ფასიან ქაღალდებზე ფასების ვარდნას უკავშირდება). 2007 ნავთობზე ფასების შემცირების მიზნით ცალკეული ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მიერ ფულად-საკრედიტო რეგულირების ბერკეტების გამოყენების კონკრეტულმა ურთიერთშეუთანხმებელმა მცდელობებმა, საგადამხდელო ბალანსების გათვალისწინებით, სავალუტო კურსების მნიშვნელოვანი მერყეობები გამოიწვია. მრავალგანზომილებიანი განსხვავებული პრიორიტეტების და სიძნელეების ფონზე პრობლემები უმთავრესად საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობაში აისახა. ნავთობის გაძვირება თითქოს უპირველესად აშშ დოლარის მსყიდველობითუნარიანობაზე უნდა ასახულიყო, მაგრამ მსოფლიოს მთელ რიგ ქვეყნებში ნავთობის იმპორტის (ფულად გამოხატულებაში) გაზრდა. როცა გარიგებები აშშ დოლარებით იდება, ამერიკულ ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდა და მის მიმართ იაპონური იენის, ევროს და ფუნტ სტერლინგის დევალვაცია გამოიწვია. ნავთობზე ფასების ვარდნის დაწყებისთვის ფინანსური კრიზისი უკვე აშშ-ის ფარგლებს გარეთ იყო გავრცელებული, თანაც აშშ-ში საპრეზიდენტო არჩევნებმა მდგომარეობის უკეთესობისკენ შემობრუნების მოლოდინი შექმნა. ამჟამად მსოფლიოს ქვეყნები ამცირებენ ძირითად საპროცენტო განაკვეთებს და მათ შორის სხვაობაც მცირდება (ნახ.9.4.).



ნახ. 9.4. სპრედი LIBOR OIS განაკვეთებს შორის

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

რა ხდება უოლ-სტრიტზე

ბანკებთან ერთად, რომლებიც ვერ აუდიან სუბპრაიმ კრედიტებისგან მიღებული ზარალის თელას და ამავდროულად ტოპმენეჯერებზე ბონუსების გაცემას, საფინანსო სფეროს ექსპერტები კრიზისში ადანაშაულებენ ე. წ. "კვანტებს" უოლ-სტრიტსა და მსოფლიოს სათაო საფინანსო ცენტრებში. რამდენად შეიძლება შეესაბამებოდეს მიმდინარე პროცესებს "თევზის თავიდან აყროლების" მოსაზრება,

ძნელია ცალსახად ითქვას. ერთის მხრივ, ფინანსური ინსტიტუტს ვერ გაეკიცხაეთ ბაზრის წილის შესანარჩუნებლად აგრესიული დაკრედიტებისთვის, თუკი ის პოზიტიური მოლოდინითაა ნაკარნახევი, ოღონდ საკანონმდებლო-მარეგულირებელი ნორმატივების დაცვით, მაგრამ სწორედ ამ რეგულაციებს არ უნდა მიეცა საშუალება ბანკებისა თუ სხვა ფინანსური სუბიექტებისათვის მოქცეულიყვნენ, ან უფრო მართებული იქნება თუ ვიტყვით, მოქცეოდნენ დეპოზიტართა და სხვა დებიტორთა სახსრებს ისე უპასუხისმგებლოდ და უდიერად, როგორც მონტე-კარლოს კაზინოებში ფსონის დამდები მილიონერები. რეგულირების არსებული ჩარჩოები კი ვერ ან არ შეესაბამება რისკის მართვის (მარეგულირებელი ნორმატივების, კერძოდ რისკით შეწონილი აქტივების კაპიტალთან ფარდობის კოეფიციენტების, სარეზერვო მოთხოვნების ლიკვიდობის ნორმატივების, ღია სავალუტო პოზიციების ლიმიტების და სხვათა ფორმალური დაცვის მოსაზრებიდან გამომდინარე) ახალ მეთოდებს, საკრედიტო დერივატივების განვითარებას და ბალანსგარე ოპერაციების გაფართოებას. ამასთან, თანამშრომელთა ბონუსური ანაზღაურების სქემა, რომელზეც გადასულნი არიან დასაელური საფინანსო ინსტიტუტები (ცხადია, მხოლოდ საბროკერო სახლებს არ ვგულისხმობთ) ზრდის აგენტის დაინტერესებას გარიგებათა მოცულობის გაზრდაში, მ. შ. კომპანიისთვის არასასურველი პირობებით ვალდებულებების აღებით, მაღალრისკიან აქტივებში ინვესტირება არსებული ან საპროგნოზო მონაცემების ოპტიმისტური შეფასებითაც კი, მაგ. პოტენციური მსესხებლის კრედიტუნარიანობის გაზრდილი შეფასებით. ესაა ინტერესთა კონფლიქტი, როცა ოპერაცია აგენტს ბონუსის გაზრდას ჰპირდება, ხოლო პრინციპალს პოტენციურ ზარალს უქადის.

მოდით, ისევ „კვანტებს" და მათ მათემატიკურ მეთოდებს მივუბრუნდეთ, რომელიც თითქოს ზუსტ მეცნიერებას ემყარება, მაგრამ გავიხსენოთ უმაღლესი მათემატიკის სოფისტიკური წინაალმდეგობები, რომლებიც უკავშირდება მაგალითად უსასრულობისკენ ან ერთი და იმავე რიცხვისკენ სწრაფვადი ორი ფუნქციის ფარდობას და ა.შ, რომელთა გაწარმოება წინაალმდეგობრივია და განუსაზღვრელობის სახელით არის ცნობილი. პარადოქსია, მაგრამ სწორედ ასეთი დეტალიზაციით მივდივართ ელემენტარულ საფუძვლებზე აგებული მეცნიერებიდან ურთულესი და უზოგადესი ცნებების — სივრცის და დროის (ეს უკანასკნელი ფილოსოფიაში უნივერსალურად არის აღიარებული) დისკრეტულობის დიქოტომიისკენ. პარადოქსულად ჟღერს, მაგრამ გენიალურობა სიმარტივეშია და ილიას სიტყვებით რომ ვთქვათ, არ არსებობს დიდი და პატარა საოცრებები. სოფისტიკური მოდელები, რომლებიც მრავალდონიანი მულტივარიაციული ანალიზის მეთოდებს იყენებენ, ხშირად კარგავენ ფოკუსს და მათი გამოყენება აქტივების და ვალდებულებების მართვაში თავადვე ქმნის რისკის ახალ წყაროს. გარდა იმისა, ამ მოდელების უმრავლესობა დაშორებულია ელემენტარულ ბაზისს და, შესაბამისად, ანალიზის შედეგები ძნელად აღსაქმელი და ზოგჯერ არაარსებითია. აღსანიშნავია ისიც, რომ ბოლო რამოდენიმე წელია ფინანსური მენეჯმენტის პროგრამები ხელმისაწვდომია ინტერნეტით და მათი პროვაიდერები ამ პროდუქტის რეკლამირებას რთული მრავალგანზომილებიანი სქემების ანოტაციით და არასრული პრომოვერსიებით ცდილობენ. მათ შორის მრავლადაა დილეტანტური თვითშემოქმედება. არასაკმარისი კვლიფიკაციის მენეჯერების ნაწილი ზოგჯერ ბრმა ნდობით იყენებს ამ კომპიუტერულ სისტემებს. არასწორი გადაწყვეტილების პრობლემის გარდა, არ უნდა დაგვავიწყდეს მენეჯერების და ზოგადად თანამშრომლების ბოროტგანმზრახველობის ან უდიერი დამოკიდებულების პრობლემა. მნიშვნელოვანია ბაზრის და/ან აქციონერების შეცდომაში შეყვანის მცდელობები სასურველი მიზნის მისაღწევად ანუ ასიმეტრიული ინფორმაცია. ახლახან ამას ადგილი ჰქონდა Societe Generale-ს შემთხვევაში, როცა ჯერ მენეჯმენტმა მიმდინარე ზარალი ბუღალტრულად „მიაფუჩეჩა" იმ იმედით, რომ აუდიტირებული წლიური (2008 წ.) ანგარიშგების მოშზადებამდე სხვა ანგარიშებიდან ამ პრობლემის გადაფარვას შეძლებდა, შემდეგ კი 5 მილიარდის გაუჩინარება, რაზეც საფონდო ბირჟას დაგვიანებით ეცნობა და თანამშრომელს დაბრალდა. რამდენად სანდოა ფინანსური ბაზრის მონაცემებზე დაფუძნებული ანალიზი, თანაც შემთხვევითი მოდელების გამოყენებით? — დასკვნები

მკითხველისთვის მოგვინდია.

კრიზისის მიზეზ-შედეგობრივი ასპექტები

და მაინც, კონკრეტულად, რა არის ის მთავარი ვირუსი, რომელმაც იმუნოდეფიციტის სინდრომი გააჩინა და მოშალა მთელი ეკონომიკური ორგანიზმი და მისი ცხოველმყოფელი ფინანსური სისტემა,— ამის მხოლოდ ცალკეული ასპექტების ჩვენებაა შესაძლებელი, თანაც ჯერაც ნაწილობრივ გამოვლენილი სიმპტომების დიაგნოსტიკით. იმის მიხედვით თუ პრობლემის რომელ მიზეზებს და შედეგებს დავუკავშირებთ ერთმანეთს და განვიხილავთ შედარებით ფართო დატვირთვით, სხვა ასპექტები და მიზეზები შესაბამისად გამომდინარე ვიწრო კუთხით წარმოგვიდგება ანუ მიზეზ-შედეგობრივ რეალობას სრულად ვერ აღვადგენთ. ჯერჯერობით ადამიანის გონებას უჭირს წარმოიდგინოს კომპლექსური სივრცე სამზე მეტი განზომილებით, რაც თეორიული ფორმულირებით მიღებულია და იმპლემენტირებულია რისკის შეფასებისა და მართვის კომპიუტერულ მოდელებსა და სისტემებში. ფინანსური მენეჯერების, როგორც ადამიანების არათანაბარზომიერი ნდობის შეუსაბამო ხარისხმა არცთუ სრულყოფილი კიბერნეტიკის პროდუქტებისადმი და რაც მნიშვნელოვანია, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური რევოლუციის პირმშო პოსტინდუსტრიული ეკონომიკის ვირტუალურმა ილუზიებმა, ფინანსური თუ სხვა რისკების პორთფელური მართვის სიმულაციურმა კომპიუტერულმა მოდელებმა არსებითად შეცვალეს რეალობის აღქმა, რისკისადმი დამოკიდებულება, მომავლის წარმოდგენები და ფინანსური ურთიერთობების არაბუნებრივი მიმართულებებითა და მასშტაბ-პროპორციებით წარმართვაში უმთავრეს მაპროვოცირებელ ფაქტორად იქცნენ.

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

რა როლი ითამაშა ფასების ცვლილებამ უძრავ ქონებაზე?

ერთის მხრივ, რეგულაციურ არბიტრაჟთან დაკავშირებული შეზღუდვების თაეიდან აცილებამ და 10-15 წლის ეკონომიკური ზრდის ტენდენციაზე დაყრდნობილმა პროგნოზებმა საკრედიტო მენეჯერებს მეტად თამამი საკრედიტო ექსპანსიისკენ უბიძგა. ამან საწყის ეტაპზე სამომხმარებლო ბუმი საცხოვრებელ ბინებზე ფასების მატება და ეკონომიკური ზრდა გამოიწვია. გაზრდილი აქტივობის ფონზე კორპორაციებმა საინვესტიციო მიზნებისთვის ფულადი ნაკადების გაზრდა აქციების, ობლიგაციების სხვა საეალო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გაზრდით ცდილობდნენ და ახალ-ახალი კორპორაციების და რთული ფასიანი ქაღალდების გაჩენასთან ერთად პოტენციურ ინვესტორს (მათ შორის კი საკმაოდ მომრაელდა გამოცდილების არმქონე პირები, რომლებიც ხშირ შემთხვევაში ინტერნეტის გამოყენებით ფასიან ქაღალდებს იძენენ არა მათი რეალური შემოსაელიანობის, არამედ საპროცენტო განაკეთის მიხედვით, სერიოზული რისკ-ანალიზის გარეშე). Enron-ის გაკოტრებამ კორპორაციათა საეალო ფასიანი ქაღალდების მიმზიდველობა საკმაოდ გააფერმკრთალა იმდენად, რომ „ფინანსური ბუშტი" საკრედიტო ორგანიზაციების მიმართულებით „გამობერილიყო" და ეკონომიკის

ყველაზე სწრაფად მზარდი საკრედიტო სექტორი რეალური ეკონომიკისგან მოეწყვიტა. „საკრედიტო ბუშტის“ წარმოქმნა საცხოვრებელ ფართებზე ფასების ბუშტის წარმოქმნას უკავშირდება; იპოთეკური კრედიტების ხელმისაწვდომობის გაზრდით გამოწვეული ფასების მატება შეიძლებოდა გაგრძელებულიყო მანამ, სანამ უძრავი ქონების ბაზარზე ვითარება არ შეიცვლებოდა, თუმცა იმიგრაციის შეზღუდვამ აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში, ამ უდიდეს ბაზრებზე საცხოვრებელ ბინებზე მოთხოვნა შეამცირა. ბანკები დაინტერესებულნი იყვნენ უძრავ ქონებაზე ფასების ზრდით. ეს შეიძლება აეხსნათ შემდეგი გარემოებებით: იპოთეკური სესხები შესაძენი ბინებით იყო უზრუნველყოფილი და შესაბამისად მათი საბაზრო ღირებულება განსაზღვრავს მსესხებლის დეფოლტის შემთხვევაში კრედიტებზე შესაძლო დანაკარგების არსებობას და/ან მის სიდიდეს, სესხის ვადის გასვლამდე, წინასწარ დაფარვამდე ან დეფოლტამდე კი შესაბამისი საკრედიტო წერილის ან მისით გამყარებული ფასიანი ქაღალდის, როგორც აქტივის ღირებულებას. კრედიტორის ინტერესი უძრავ ქონებაზე ფასის გაზრდასთან დაკავშირებით ეწინააღმდეგება მსესხებლისას და რაც მთავარია, ბინაზე ფასების გაზრდა განვადების დროის მანძილზე მის ფულად ნაკადებში ზრდის ხარჯების წილს; მსესხებლის ფულადი ნაკადები მისი გადახდისუნარიანობის მნიშვნელოვანი კომპონენტია. უძრავ ქონებაზე ფასების შეუფერხებელი ზრდის, მსესხებელთა სიმრავლის ფონზე და საკრედიტო ორგანიზაციებს შორის კონკურენციის გამძაფრების კვალობაზე ბანკების მიერ მსესხებლის კრედიტუნარიანობის ანალიზის ხარჯების შემცირების მოტივაციამ განაპირობა აქცენტის გაკეტება იპოთეკური კრედიტის უზრუნველყოფაზე და ამ პრიორიტეტმა მსესხებლის კრედიტუნარიანობა ფაქტიურად მეორადი მნიშვნელობისა გახადა; არადა, იგი სესხის დაფარეის უპირველეს წყაროს უნდა წარმოადგენდეს და პრუდენციული სამართლის მოთხოვნებით იპოთეკა, როგორც სესხის დაფარვის საშუალება, მხოლოდ უკიდურეს შემთხვევაში უნდა იქნას გამოყენებული. მართალია, ამ მოთხოვნას არც ბანკები არღვევენ, თუმცა გათვლების გაკეთება არა იმდენად მსესხებლის მიერ სესხის დაბრუნებაზე მისი კრედიტუნარიანობის (განსაკუთრებით, შესაბამისი ფულადი ნაკადების მიხედვით) ანალიზის შედეგების ნაცვლად, უზრუნველყოფაზე დაყრდნობა დაკრედიტებაზე გადაწყვეტილების მიღებისას, ნიშნავს იმას, რომ დეფოლტის ალბათობის მაჩვენებლები საკმაოდ მაღალია. ეკონომიკის რეალური სექტორის 2-3%-იანი ზრდის, ისიც ქონებრივი დიფერენციაციის გაზრდის პირობებში აგრერიგად გაზრდილი ოდენობის მსესხებლების სულ უფრო მეტი ნაწილისთვის კრედიტის დაფარვა შეუძლებელი აღმოჩნდა. ბანკების საკუთრებაში გადასული ბინები კვლავ დაუბრუნდა უზრავი ქონების ბაზარს.

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

ღასკვნები საკრედიტო კრიზისის მიზეზებზე

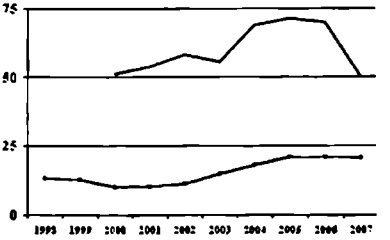
აღნიშნული და სხვა პრობლემების და კონკრეტულად, ფინანსური კრიზისის პირველწყაროს — საკრედიტო კრიზისის მიზეზები ჩამოვაყალიბოთ პუნქტობრივად და დეტალურად:

1. დაკრედიტებისას საკრედიტო ექსპერტებისთვის არ იყო აშკარა შეძლებდა თუ არა პრედენდენტი (შემდგომ — მსესხებელი) იპოთეკის დასაფარად საკმარისი ფულადი ნაკადების გენერირებას;
2. იპოთეკა თითქმის სრულად ფარავდა შესაძენი სახლის ღირებულებას, ანუ მსესხებლის თანამონაწილეობა იყო მინიმალური;

3. საპროცენტო განაკეთი მრავალი სახის სესხზე შეიძლებოდა შეცვლილიყო და გაზრდილიყო მკვეთრად, რაც ყველას არ ჰქონდა გაცნობიერებული;
4. ხშირად, მსესხებელი იპოთეკურ სესხს იყენებდა სხვა მიზნებისთვის ნაღდი ფულის მისაღებად;
5. მრავალი საკრედიტო ოფიცერი და საბროკერო ფირმა უბიძგებდა პოტენციურ მსესხებლებს და ხელს უწყობდა მათ კრედიტუნარიანობის ყალბი პროფილის (ნიღაბის) შექმნაში ბონუსის, ფასნამატის ან საკომისიოს მიღების მოტივით.

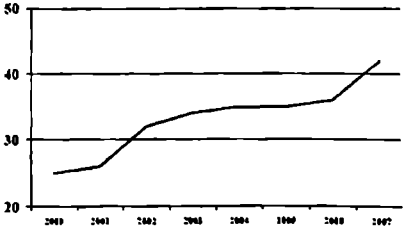
სუბპრაიმ იპოთეკა. სუბპრაიმ დაკრედიტება

მსესხებლის კრედიტუნარიანობის საკითხზე ჩვენ უკვე ვისაუბრეთ ხარჯების ეკონომიის და აქცენტის უზრუნველყოფაზე გადატანის ჭრილში. დავძენთ იმას, რომ მსესხებლის შემოსავლების ანალიზი საკმაოდ გართულდა, პრობლემა იმაშია, რომ ბოლო დროს სწრაფად გავრცელებულმა ქსელურმა მარკეტინგმა, ვირტუალური ეკონომიკის განვითარებამ, როცა ანაზღაურება და შემოსავლები არ არის ფიქსირებული და ვირტუალური ეკონომიკის განვითარებამ, როცა პროგრამული უზრუნველყოფის და სხვა ინტელექტუალური ფასეულობების შეფასების, ასევე, კორპორატიული ურთიერთობების მამოძრავებელ ძალად ადამიანური კაპიტალის და უპირველეს ყოვლისა, მენეჯერული უნარების შეფასების სიძნელეებმა განაპირობა არაადეკვატური გადაწყვეტილებების გახშირება. ამასთან, ბანკები ცდილობდნენ კონკურენტებთან შედარებით ნაკლებად შეეწუხებინათ პოტენციური მსესხებლები დოკუმენტაციის მოთხოვნებით. შესაბამისად, არასრული დოკუმენტაციის სუბპრაიმ იპოთეკების წილმა 2000 წლის 25%-დან 2007 წლისთვის 43%-მდე გაიზარდა (ნახ.9.5.).



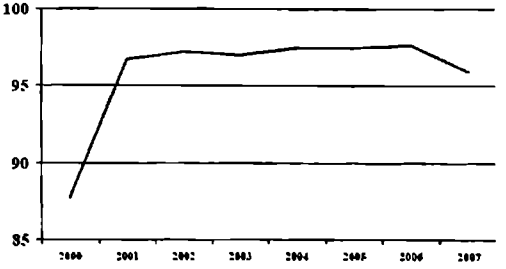
ნახ. 9.5. სუბპრაიმ იპოთეკა არასრული დოკუმენტაციით (%-ულად მთლიან იპოთეკასთან)

სუბპრაიმ დაკრედიტებამ მოითხოვა დანაზოგების არქონის გამო დაბალშემოსავლიანი მსესხებლებისთვის ბინის შეძენაში თანამონაწილეობის მოთხოვნის შემცირება. ბინების გაძვირების პროგნოზი ბანკისთვის სუბპრაიმ იპოთეკას მისაღებს ხდიდა. მსესხებლის თანამონაწილეობა იპოტეკის გამოყენებით ბინის შეძენაში 2000წელს 14%-ს აღწევდა, თუმცა მომდევნო წლიდან 4%-მდე შემცირდა და ამ დონეზე შენარჩუნდა კრიზისის გამოვლენამდე. აღნიშნული ფაქტორების მნიშვნელოვან სტიმულატორადაც იქცა (ნახ. 9.6.).



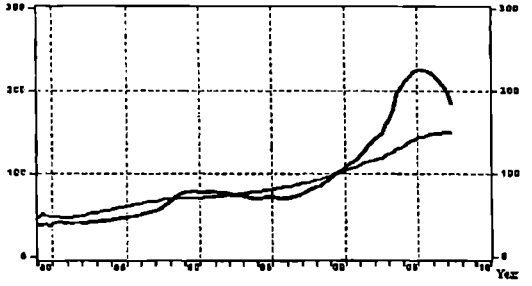
ნახ.9.6. იპოთეკური სესხი/შესაბამისი უძრავი ქონების ღირებულება (%)

სუბპრაიმ კრედიტების გაცემით მიღებული მაღალი საკრედიტო და უზრუნველყოფის და საკრედიტო დერივატივების გათვალისწინებით (ვგულისხმობთ უკვე 2001 წლის ფლუქტუაციებს უძრაეი ქონების ბაზარზე და 2005 წლიდან საცხოვრებელ და კომერციულ ფართებზე ფასების ვარდნის ტენდენციას, ასევე გაზრდილი რისკების შესაბამისად რისკის მართვის არასაბალანსო ოპერაციების გაზრდილ ხარჯებს და აქტივებით გამყარებული ფასიანი ქაღალდების ფასის ვარდნას საკრედიტო რეიტინგების შემცირების კვალობაზე) საბაზრო რისკების კომპენსაციას ბანკები ახდენდნენ კრედიტის ცელადი განაკვეთით გაცემის პირობით. თუკი ე. წ. პრაიმ იპოტეკაზე ის მერყეობდა 10%-დან 23%-მდე, სუბპრაიმისთვის ამპლიტუდაც მეტი იყო და მისი ქვედა ზღვარიც: 50%-70% (ნახ.9.7.).



ნახ. 9.7. ცვალებადგანაკვეთიანი იპოთეკის წილი პრაიმ (ა) და სუბპრაიმ (ბ) იპოთეკურ კრედიტებში

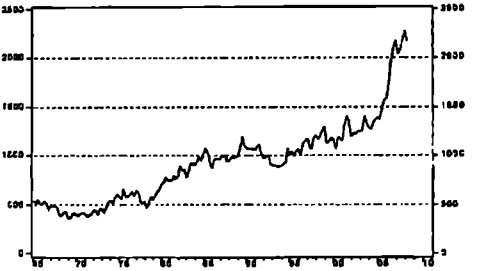
ზოგადად, RAROC მოდელებისთვის დამახასიათებელი „შემოსავლიანობა რისკის გათვალისწინებით" კონცეპტუალური საფუძველი ვფიქრობ მისაღებია დაკრედიტების და ზოგადად, ინვესტირების თეორიული ბაზის დონეზე, როგორც პრიორიტეტის მინიჭების კრიტერიუმი ერთგვაროვან კრედიტორებს, გნებავთ, საინვესტიციო პროექტებს შორის ერთერთის არჩევისთვის, მაგრამ გასათვალისწინებელია ისიც, თუ რამდენად იქნება გარანტირებული და რამდენად იცვლება შესაბამისი რისკები საპროცენტო განაკვეთის სხვადასხვა სიდიდეებისათვის. დიდი მოცულობის სესხების შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის გაზრდა პირდაპირ და თითქმის სრულად ზემოქმედებს თვით კონტრაგენტის გადახდისუნარიანობაზე. რეალურად კი როგორც ვხედავთ, ნაკლები გადახდისუნარიანობის მქონე პირებისთვის საპროცენტო მოთხოვნა უფრო მაღალი იყო, ვიდრე პრაიმ იპოთეკების შემთხვევაში. (ნახ. 9.8.)



ნახ. 9.8. საპროცენტო განაკვეთის დამოკიდებულება კონტრაგენტის გადახდისუნარიანობაზე

აღსანიშნავია, რომ ბიზნეს სესხების შემთხვევაში უზრუნველყოფის სახით (გირაო, ნაცვლად იპოთეკისა) გამოსაყენებელი აქტივების დიდი ნაწილის იმავე ბიზნესების რისკებთან კაუშირის გამო ბანკები არა იმდენად საპროცენტო განაკვეთებით მანიპულირებდნენ, რამდენადაც ბიზნეს გეგმებს და ფირმის ფინანსურ მდგომარეობას აანალიზებდნენ მაქსიმალურად, ამასთან, დივერსიფიკაციის

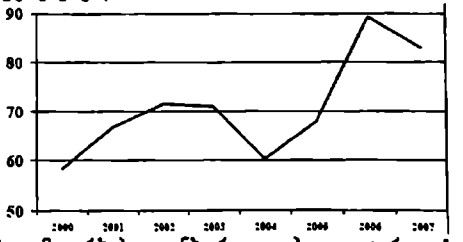
შესაძლებლობა, ბიზნესის სახეების მიხედვით, მით უფრო უზრუნველყოფისა, აქ შედარებით მეტია. ამიტომაცაა, რომ საკრედიტო კრიზისი და დეფოლტის სიდიდეები უფრო მეტად იპოთეკასთან მიმართებაში გამოვლინდა; აღვილად მოძიებული უზრუნველყოფა, რასაც ფაქტიურად ყველა შემთხვევაში უძრავი ქონება წარმოადგენდა, დეფოლტის შემთხვევაში ბანკების საკუთრებაში გადავიდა, ბანკებმა კი ისინი. შესთავაზეს ბაზარს, რომელმაც გაზრდილ მიწოდებაზე რეაგირება მოახდინა ფასების შემცირებით და ბანკები უკვე ვერ ახდენენ დეფოლტის გადაფარვას იპოთეკის რეალიზაციით. ამასთან ე. წ. „ჰაერის" გაყიდვის პრაქტიკის გამო, არაშენებული ბინების ნაწილი დეფოლტის მომენტისთვისაც არ იყო აშენებული. სამშენებლო ბუმი ფასების ვარდნის გამო ჯერ სტაგნაციით შეიცვალა, შემდეგ კი რეცესიაც თვალსაჩინო გახდა. ნახაზზე ნაჩვენებია საცხოვრებელი სახლების ფასების ინდექსების დინამიკა, საბაზისო 2000 წლის დონის მიმართ. როგორც ვხედავთ 2005 წლის პიკის შემდეგ ფასები მკვეთრად ეცვმა, ხოლო ვაკანტური საცხოვრებელი ბინების რიცხვი იზრდება (ახალი მშენებლობების შემცირების კვალობაზე ეს ზრდა უმთავრესად კრედიტორების და დეველოპერების მიერ ჩამორთმეული ბინების ხარჯზე გრძელდება, რაც სურათს უფრო ამუქებს (ნახ. 9.9).



ნახ. 9.9. ვაკანტური საცხოვრებელი ბინების რიცხვი (1000)

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

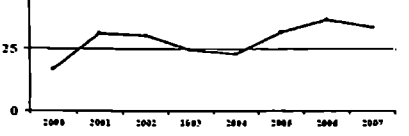
ბროკერული სესხების გაფართოებაც ერთერთი მნიშვნელოვანი გარემოებაა. ე.წ. "საბითუმო სესხების" წილი დაკრედიტების მთლიან მოცულობაში 2004 წლის 60%-იანი სეგმენტიდან 2007 წლისათვის 90%-იანამდე გაფართოვდა. ბუნებრივია, საკრედიტო შუამავლები (ოღონდ მხოლოდ ბროკერები და არა დილერები) კრედიტების დაბრუნების გარანტირებულობაში უშუალოდ ბანკებთან შედარებით ნაკლებად არიან დაინტერესებულნი (ნახ.9.10).



ნახ. 9.10. საბროკერო-საბითუმო არხებით განხორციელებული დაკრედიტების წილი

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

კონკურენციამ აიძულა ბანკები დაეკმაყოფილებინათ მსესხებელთა მოთხოვნა ნაღდი ფულით დაკრედიტებასთან დაკავშირებით; ამან და მსესხებლის თანამონაწილეობის მოთხოვნის შემცირებამ მსესხებლებს კრედიტის არამიზნობრიეად გამოყენების შესაძლებლობა მისცა (ნახ.9.11.), სისტემის მოშლა გამოიწვია (ე.ი. თვით ამ სისტემის ნაკლოვანებებმა და მისი ბუნების არასათანადო შეფასებამ).



ნახ. 9.11. ნაღდი ფულით დაკრედიტების წილი ა) პრაიმ და ბ)სუბპრაიმ იპოთეკურ სესხებში

15—წლიანმა შეუფერხებელმა ეკონომიკურმა აღმავლობამ ადამიანებს აფიქრებინა, რომ წარმოების, საქონლისა და მომსახურების სექტორის რეალური ზრდის გარეშე გამდიდრება შესაძლებელი იყო. ეკონომიკის რეალურ სექტორს ფინანსური სექტორი კოლოსალურ ზედნაშენად ტიტანური ძალით დაანვა. დღეს რეალურ სექტორს მთელი ფინანსური ოპერაციების მხოლოდ 2—3% მიეკუთვნება, ხოლო დანარჩენი — ფინანსები ფინანსების შიგნით მუშაობენ. მიმდინარე მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი "დიდი დეპრესიიდან" თითქმის 80 წლის შემდეგ კვლავაც ადასტურებს, რომ თვითდინებაზე მიშვებული ეკონომიკა არათუ მაქსიმალური შესაძლებლობების ზღვარზე ვითარდება, — როგორც ეს კეინზის და სხვა ეტატიკოსების (ფრანგ. ეტატ — სახელმწიფო) შეხედულებათა უარმყოფელ ბაზრის "უხილავი ხელის" აპოლოგეტ ლიბერტარიანული იდეათა მჭადაგებლებს აქვთ დახატული, არამედ უსაზღვროდ მაღალი ქონებრივი დიფერენციაციის ისეთ პირამიდად იქცა, რომელიც თავდაყირა დგას[1] და მცირედი შეტორტმანება განადგურებას უქადის. ამ პირამიდის კოლაფსისთვის საკმარისი იყო ერთი რომელიმე შემაკავებელი მაბალანსირებელი ძაფის გაწყვეტა და ასეთი გახლდათ სამშენებლო და საბანკო გიგანტებს შორის გაბმული საკრედიტო ხაზი (აქ აუცილებლად საბანკო ტერმინოლოგიით განსაზღვრული "საკრედიტო ხაზი" არ არის ნაგულისხმევი მხოლოდ და მხოლოდ), რომელიც "პაერზე იყო გამოკიდული" შევნიშნავთ, რომ ახალი ბინების მშენებლობა ხდებოდა ფინანსური პირამიდის სქემით, ისე, რომ მაღალსართულიანი კორპუსების ბინები იყიდებოდა ისე, რომ საძირკველიც კი არ იყო ჩადებული. თავისთავად ამგვარი ურთიერთობა რეალური გათვლების შემთხვევაში აუცილებელიც კი არის ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისთვის, მაგრამ პროგნოზების გაკეთებისას გარკვეული ხარისხის კონსერვატიზმი აუცილებელია.

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

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

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

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

სწორედ ამის გამო წარმოიშვა „ყბადაღებული" ლიკვიდობის კრიზისი, ანუ მსოფლიო საფინანსო სისტემაში ფულის მწვავე უკმარისობა[1]. სხვადასხვა ქვეყნების ცენტრალურმა ბანკებმა, მსოფლიო საფინანსო სისტემის საშველად მილიარდობით დოლარის შედინება დაიწყეს. გარკვეულ ეტაპზე ამან სიტუაცია გამოასწორა, მაგრამ დროებით. ზოგიერთი ანალიტიკოსის აზრით, ამ კვადრილიონნახევრიანი დაწყვეტილი ორმოს ამოვსებას მთელი აშშ-ის და ევროზონის ცენტრალური ბანკების ფულადი რეზერვები არ ეყოფა და ფსეუდო ფულს, რომელსაც ფასიან ქაღალდებს უწოდებენ, ნამდვილ ფულად ვერ გადააქცევს.

რა ვაკეთოთ?!

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

პირველი მიმართულება საკმაოდ რთულია, მაგრამ აუცილებელი. ყოველდღიურად ახალ-ახალი ინფორმაციები ჩნდება „ეკონომიკური კატასტროფების" შესახებ, რომლის მიზეზი დაკრედიტების გაყინვაა. საფინანსო სტრუქტურებს მხოლოდ ნაღდი ფულის პატრონებთან თანამშრომლობა სურთ, არადა, კრიზისმა კაპიტალისგან თითქმის ყველა დაცალა. ექსპერტების აზრით, ერთადერთი გადარჩენის გზა ეკონომიკაში არის რაც შეიძლება მეტი კაპიტალის ჩართვა. რეკაპიტალიზაციის მოცულობა უფრო

[1] შევნიშნავ, რომ ფულის მასის ნაკლებობის შეფასებისგან რადიკალურად განსხვავდება აშშ-ის პრეზიდენტის ეკონომიკური გუნდის მრჩეველ ლორა ტაისონის ანალიზი, რომელიც მან ახლახან თბილისში სტუდენტებთან შეხვედრაზე წარმოადგინა. როგორც ჩანს, მას მხედველობაში აქვს ფულის აგრეგატებთან ერთად ისეთი ფასიანი ქაღალდები და ელექტრონულ აქტივები, რომლებიც ჯანსაღი ეკონომიკური ურთიერთობებისას ფულის როლს ასრულებენ, თუმცა ეკონომიკური აქტივობის შენელებისას და რისკების ზრდისას ეს როლი არ სრულდება, ანუ ფულის ფუნქციები ასეთ აქტივებს არა აქვთ და შესაბამისად, მათი ფულთან გაიგივება არამართებულად მიმაჩნია, ისევე როგორც მათი ლიკვიდობა კრიზისის პირობებში ნულისკენ მიისწრაფვის. ჩვენეული დასკვნა პირობითია, რამდენადაც პოსტინდუსტრიულ ეკონომიკაში "ფულის გაცოცხლებაზე" განიხილება ფულის არა ნაღდი ფულად (cash) ქცევა, არამედ ანგარიშსწორებისთვის და დაგროვებისთვისაც კი უფრო მოსახერხებელ, ელექტრონულ ანგარიშებზე განთავსება (ამგვარად, ლიკვიდობის ცნება ფულის ფორმების და ფუნქციების განვითარების თანამედროვე ეტაპზე ახლებურ გააზრებას საჭიროებს). ასე, რომ კრიტიკის (უფრო სწორად, დაზუსტების) მიუხედავად ქ-ნ ტაისონის აზრს სავსებით ეეთანხმებით, გავიხსენოთ, რომ შედარებით მყარ აქტივებში, როგორადაც უმთავრესად უძრავი ქონება მიიჩნევა, ფულის დაბანდება გააქტიურდა სწორედ 2000-2001 წლების ფინანსური ბაზრის „შეშფოთების" შემდეგ.

და უფრო უნდა გაფართოვდეს და სახელმწიფო კონტროლი ისე უნდა გამკაცრდეს, რომ საფინანსო სისტემის მნიშვნელოვანი ნაწილის თითქმის ნაციონალიზაცია მოახდინოს, მხოლოდ დროებით, შემდეგ კი, როცა სიტუაცია ჩვეულ რეჟიმში ჩადგება, მოხდეს მისი დენაციონალიზაცია. ამის მაგალითად ექსპერტებს მოჰყავთ შვეიცარია, რომელმაც 1990—იანი წლების დასაწყისში კრიზისთან ბრძოლის შემდეგ თავისი წილები ბანკში დააბრუნა.

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

როგორც აღვნიშნეთ, ღღეს კრიზისის მხოლოდ პირველ ეტაპზე ვართ, მაგრამ ეკონომისტების ეარაული მართლდება და ახალი წლიდან სიტუაციის გამწვაება დაიწყება, რაც ქვეშ მოიყოლებს ბევრ ცნობილ ბანკს, სამრეწველო საწარმოს, ლაბორატორიასა და უნივერსიტეტს, სამუშაო ადგილებს, ბოლოს და ბოლოს ადამიანთა ბედს.

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

კრიზისის წინააღმდეგ "ბრძოლის" მეთოდები

ეკონომიკურ კრიზისს ღღეს სხვადასხვა ქვეყანა განსხვაებული მეთოდებით "მკურნალობს".

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

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

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

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

ევროკავშირის ლიდერებმა ჯერ კიდევ ნოემბერში გამოაცხადეს წევრი ქვეყნებისთვის 200 მილიარდიანი დახმარების შესახებ. 12 დეკემბერს ბრიუსელში სწორედ ეს ანტიკრიზისული გეგმა დაამტკიცეს. გეგმის მიხედვით, ყველა წევრი ქვეყანა საკუთარი მშპ-ის დაახლოებით 1,5%-ის

ობლიგაციების თანხას გამოყოფს. 200 მილიარდი ევროდან 30-ს ევროპის საინვესტიციო ბანკი გაიღებს. დეკლარაციაში ხაზგასმულია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებს შეხედულებისამებრ შეუძლიათ ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებში შეამცირონ საგადასახადო განაკვეთები და დასწიონ დამატებითი ღირებულების გადასახადი. შეთანხმების თანახმად, ევროკავშირი არ დაუშვებს არც ერთი მსხვილი ფინანსური ორგანიზაციის გაკოტრებას. ბანკების კრედიტუნარიანობის შესანარჩუნებლად მთავრობები მათი აქციების შეძენას გეგმავენ. ერთი სიტყვით, ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისთვის ევროკავშირი კოორდინირებულ ღონისძიებებს გაატარებს.

ექსპერტების გამოთვლით, მსოფლიოს წამყვანმა სახელმწიფოებმა ანტიკრიზისული ღონისძიებებისთვის ჯამში უკვე 9,4 ტრილიონი დოლარი დახარჯეს.[1] ყველანაირი ფულადი რესურსი, რაც კი დღეს ეკონომიკური ზრდისთვის იქნება გაწეული, გამართლებულია. ის დანახარჯები, რომელსაც სახელმწიფოები სოციალურ პროგრამებსა და ეკონომიკური აქტიურობისთვის მიმართავენ, შესაძლოა ძალიან მძიმე ტვირთი გახდეს, მაგრამ დანახარჯი, რომელიც დღევანდელი უმოქმედობის გამო მომავალში გახდება გასაწევი, ბევრად დიდი ტვირთი იქნება, ვიდრე დაზოგილი თანხები.

საფრანგეთი და კრიზისი

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

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

საფრანგეთის პრეზიდენტი ვარაუდობს, რომ 2009 წლისთვის საფრანგეთის ბიუჯეტის დეფიციტი 3,9%-ით გაიზარდა. ექსპერტები შიშობენ, რომ 26 მილიარდი ევრო ეკონომიკის აღდგენას არ ეყოფა, მაგრამ ბაზრის მონაწილეები და ექსპერტებიც მიესალმებიან ამ გადაწყვეტილებას. თუმცა უნდა ითქვას, **რომ სახელმწიფო სახსრებიდან მილიარდების ინვესტიციებისთვის გამოყოფა ეწინააღმდეგება საფრანგეთის ტრადიციულ ეკონომიკურ პოლიტიკას, რომლის თანახმადაც მოხმარების სტიმულირება ყოველთვის პრიორიტეტული იყო.**

გერმანია

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

[1] წყარო: საინვესტიციო ჯგუფი „რენესანს კაპიტალი“.

ინგლისი

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

ამერიკის შეერთებული შტატები

აშშ-ის მთავრობა აპირებს მთელი რიგი ღონისძიებები გაატაროს არა მხოლოდ ეკონომიკის მოკლევადიანი სტიმულირებისთვის, არამედ გეგმავს ისეთი ნაბიჯების გადადგმას, რაც გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკის ზრდას დაუდებს საფუძველს. აშშ-ს კონგრესის ხელმძღვანელობა და ობამას ეკონომიკური გუნდი შეიმუშავებს პაკეტს, რომლის მოცულობა საკარაუდოდ 500 მილიარდს გადააჭარბებს. მასში სავარაუდოდ ინფრასტრუქტურული პროექტები და სხვადასხვა სახის ინვესტიციები შევა, რაც ახალ სამუშაო ადგილებს შექმნის და ეკონომიკურ აღმავლობას განაპირობებს. საერთაშორისო სავალუტო ფონდიც კი, რომელიც როგორც წესი, ყოველთვის მხარს უჭერს "საბიუჯეტო თავშეკავებულობასა" და ვალების შემცირებას, მთავრობებს ხარჯების ზრდისკენ მოუწოდებს.

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

რუსეთი

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

უკრაინა

უკრაინისთვის მსოფლიო კრიზისის გაღრმავება და მეორე ფაზაში გადასვლა განსაკუთრებით საშიშია. ამ ქვეყნის მშპ-ის 50% ნედლეულის ექსპორტზე მოდის. ცალკეულ დარგებზე თუ ვისაუბრებთ, მეტალურგიასა და მანქანათმშენებლობას მშპ-ში 70% უჭირავს. სწორედ აქ კონცენტრირდება ამ ქვეყნის პრობლემები. მეტალურგებს უკვე დღეს თავზე საყრელად აქვთ პროდუქცია და არ იციან სად გაასაღონ. ქარხნები ერთი მეორის მიყოლებით ჩერდებიან, რასაც სხვა პრობლემა მოჰყვება მასიური უმუშევრობის სახით. უკრაინელი ანალიტიკოსებიც ხაზს უსვამენ იმ გარემოებას, რომ უკრაინის ბანკები ავად თუ კარგად საფინანსო კრიზისს გადაურჩნენ, მაგრამ რეალურ ეკონომიკას არ აფინანსებენ და ფიქრობენ, რომ ამ სიტუაციას არასტანდარტული რეცეპტი სჭირდება.

საქართველო

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

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

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

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

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

რა ელით ნამყოფს ქვეყნებს 2010 წელს?

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

„თავის როლს ითამაშებს დაზოგილი მოთხოვნის ფენომენი, რადგან ბოლო რამდენიმე თვეში მომხმარებლები ცდილობდნენ ხარჯები შეეზღუდათ და დაეზოგათ თავიანთი თანხები" — აცხადებს Stifel Nicolaus-ის ანალიტიკოსი რიჩარდ ჯაფფე. ექსპერტის აზრით საშობაოდ ცოტათი კი მოიმატა მოთხოვნამ, მაგრამ ეს დეკემბერი მაინც არ იყო ისეთი, როგორიც გასული წლებისა. მართალია, მომხმარებელთა განწყობა ცოტათი გაუმჯობესდა, მაგრამ საერთოდ ეს არაფერს არ ცვლის, რადგან დაკრედიტების პირობები გამკაცრდა, ხოლო უმუშევრობის დონე ისევ იზრდება.

ამერიკელ გამყიდველებს ყველაზე მეტად ხელი შეუწყო ნაეთობის მსოფლიო ფასების ვარდნამ,

რადგან ბენზინის გაიაფების ფონზე მოხმარებლები მზად არიან საწუქრებზე მეტი ფული დახარჯონ. სრულიად შესაძლებელია, რომ საცალო გაყიდვების მოცულობა დეკემბერში გაიზარდოს. თუმცა არის იმის ვარაუდის საფუძველი, რომ შემდეგი წლის შუა პერიოდამდე ეს ბაზარი არ აღდგება.

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

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

ბევრი, განსაკუთრებით კი მსხვილი ბიზნესები, ძველებურ პოზიციაზე ვეღარ დარჩებიან, მთაურობების წინაშე კი დადგება ახალი დილემა — რომელ მათგანს გაუწოდოს დახმარების ხელი! აღსანიშნავია, რომ მსხვილი ბანკების ნაწილი სახელმწიფო დახმარების ანტიკრიზისული ქმედებებს არცთუ დიდი ეიფორიით შეხვდნენ, მაგ. Barclays Bank-მა თვით ანტიკრიზისული გეგმის პრეველგამხმოვანებლის, გორდონ ბრაუნის მთაურობისგან ფულად დახმარებაზე გადაჭრით თქვა უარი.

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

ᲐᲮᲐᲚᲘ ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘᲖᲛᲘᲡ ᲐᲦᲛᲝᲪᲔᲜᲔᲑᲐ?!

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

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

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

გასული წლიური დეკადის განმავლობაში მოსახლეობა სესხულობდა, სესხულობდა და კიდევ ერთხელ სესხულობდა: მოსახლეობამ დაუშვა, რომ არასოდეს დადგებოდა ვალის გადახდის დღე

და ყოველთვის ეწებოდა ერთი ვალის მეორეთი გადაფარვის საშუალება. გაერთიანებულ სამეფოში მხოლოდ იპოთეკური სესხების მოცულობამ 1200 მლრდ გირვანქა სტერლინგი შეადგინა. ბევრი ისესხეს მსხვილმა კომპანიებმა. აღსანიშნავია, რომ მთელი პოლიტიკური აურზაურის დროს ბანკები აგრძელებდნენ მცირე კომპანიებისათვის საკრედიტო ხაზებს. ისინი მონუმენტური ფინანსური განუსჯელობის ზღაპრის შეუმჩნეველი გმირები არიან: დღესაც კი მცირე კომპანიების ეროვნული დანაზოგები თავიანთ ვალებს ძლევენ.

გაერთიანებულ სამეფოში ვალები დაგროვდა. 1997 წელს ბანკების მთლიანი მიმდინარე საგარეო ვალის მოცულობა 1 100 მლრდ გირვანქა სტერლინგი იყო, 2008 წელს კი — 4 400 მლრდ გირვანქა სტერლინგი.

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

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

ᲙᲠᲘᲖᲘᲡᲘ ᲓᲐ ᲩᲘᲜᲔᲗᲘ

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

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

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

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

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

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

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

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

ᲒᲐᲓᲐᲡᲐᲮᲐᲓᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲙᲠᲘᲖᲘᲡᲘ

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

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

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

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

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

ჩრდილოეთი საბანკო სისტემა

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

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

კრიზისის გაკვეთილები

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

თუ კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა, საქონელი და მომსახურება ამ კრიზისს გადაურჩება, თუ

წინა რიგებში ვერასოდეს დადგება ეროვნული ინტერესების დაცვა, რომელიც უფრო ხანგრძლივად გაიერთიანებდა ერს, მაშინ უნდა შეშუშავდეს გლობალური რისკების მონიტორინგის უკეთესი მოდელი და სხვადასხვა მთავრობებმა ერთობლივად უნდა იზრუნონ ამ რისკების გასანეიტრალებლად.

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

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

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

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

9.6. ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში

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

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

კრიზისი მრავალ მიზეზთა რთული კომპლექსის შედეგი აღმოჩნდა, რომელთაგან უნდა გამოვყოთ როგორც ყოფილი სსრკ-დან მიღებული მძიმე ეკონომიკური მემკვიდრეობა, ისე ეკონომიკური რეფორმის შედეგად წარმოქმნილი ახალი მწვავე პრობლემები. სსრკ-ისა და მისი ერთიანი სახალხომეურნეობრივი კომპლექსის დაშლის შემდეგ საქართველომ, ისე როგორც კავშირის ყველა ყოფილმა სუბიექტმა, მემკვიდრეობით მიიღო ისეთი ეკონომიკური სისტემა, რომელსაც სპეციფიკურად ორიენტირებული დარგობრივი სტრუქტურა ჰქონდა, გაწყვეტილი სამეურნეო კავშირები, მოშლილი ფინანსური სისტემა. ამას თან ახლდა საბაზრო ურთიერთობების გამოცდილებისა და ეკონომიკის ახალი საფუძვლების ფორმირებისათვის საჭირო საკანონმდებლო ბაზის სრული უქონლობა. გარდა ამისა, ქვეყანამ წარსულისგან მემკვიდრეობით მიიღო პარალიზებული ეკონომიკა და მისი მართვის ადმინისტრაციულ-ბიუროკრატიული სისტემა, რომელიც უარყოფდა საბაზრო მექანიზმებსა და რეგულატორებს და ამუხრუჭებდა სამეცნიერო-ტექნოლოგიურ პროგრესს. საქონლის ექსპორტით მიღებული შემოსავლები მხოლოდ იმის საშუალებას იძლეოდა, რომ დროებით და ნაწილობრივ შეეცვალოთ საქონლის მზარდი დეფიციტი, რომელიც ეკონომიკაში არსებული სტრუქტურული დისპროპორციების საშიშ გაძლიერებაზე მოწმობდა. ყოველივე ამას უნდა დაუმატოთ სსრკ-ის დაშლის ეკონომიკური შედეგები, რომელიც ადრე ერთიან სახალხომეურნეობრივ კომპლექსად ვითარდებოდა. საბჭოთა-კავშირის ყოფილ რესპუბლიკებთან საქართველოს ეკონომიკური კავშირების დეზორგანიზაცია ეკონომიკური სირთულეების მთავარი მიზეზი გახდა 90-იან წლებში ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმების რეალიზაციის პირველ ეტაპზე.

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

წარმომქმნელ თვითრეგულირების მექანიზმებს არ შეუძლიათ თვითონვე უზრუნველყონ კრიზისიდან სწრაფად გამოსვლა და აუცილებელი მაკროეკონომიკური რეგულირების სისტემის ჩამოყალიბება.

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

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

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

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

გასულ წლებში საქართველოში ეკონომიკური ზრდის ძირითადი განმაპირობებელი ფაქტორი უცხოეთიდან კერძო კაპიტალის ნაკადების (პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და საბანკო კრედიტები) და საბიუჯეტო სახსრების მუდმივი ზრდა წარმოადგენდა. ამდენად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადების და საბანკო კრედიტების შემცირება 2009 წელს ეკონომიკური ზრდის შეფერხების მნიშვნელოვანი ფაქტორები იქნება. მსოფლიო ეკონომიკურ კრიზისამდე საქართველოს ხელისუფლება ნომინალურ მშპ-ს 21535,9 მლნ ლარის მოცულობით პროგნოზირებდა, ხოლო კრიზისის შედეგების გამოვლენის შემდეგ ხელისუფლების პროგნოზი 21308,7 მლნ. ლარია (შემცირება ნაკლებად ნაკლებია 227,2 მლნ. ლარით, რაც დაახლოებით 1,05%-იანი შემცირებაა).[1] რეალური მშპ-ს ზრდა თავდაპირველად ნაკლებად იყო 4,0%-ის ოდენობით, ხოლო კრიზისის შედეგების გამოვლენის შემდეგ ნაკლებად ნაკლებია 2,5%-ის ოდენობით. 2008 წელს რეალური მშპ-ს ზრდა, ნაცვლად დაგეგმილი 8%-ისა, ხელისუფლების პროგნოზით იქნება მხოლოდ 2,0%. თუმცა, რეალური ვითარება შესაძლებელია უფრო პესიმისტური იყოს და ორპროცენტიანი ზრდის მიღწევა შესაძლებელი გახდეს მხოლოდ დონორებიდან მიღებული დაფინანსების მიმართვით მაღალი ეკონომიკური აქტიობის უზრუნველმყოფ ღონისძიებებზე.

რას უკავშირდება ინვესტიციების შემცირება?

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

ხელისუფლების მიერ დაგეგმილი ეკონომიკური სტიმულირების პაკეტიდან გამომდინარე, ინფრასტრუქტურაში ინვესტირებით მთლიანი შიდა პროდუქტის მოხმარების და სახელმწიფო შესყიდვების კომპონენტების პროცენტული წილი მნიშვნელოვნად იზრდება, ხოლო ინვესტიციების

[1] ციფრობრივი მასალა აღებულია ჟურნალების „საქართველოს ეკონომიკა“, „ბიზნესი და კანონმდებლობა“? გაზეთების „24 საათი“ და „კვირის პალიტრის“ ეკონომიკური დამატებიდან.

კომპონენტი შემცირდება, რაც საბოლოო ჯამში არასახარბიელო გადანაწილებამდე მიგვიყვანს. წარმოების შეფერხება გაზრდის ექსპორტ-იმპორტს შორის უარყოფით სალდოს და შესაბამისად წმინდა ექსპორტის უარყოფითი მაჩვენებელი უფრო გაიზარდა.

როგორც წესი, მშპ-ს და საინვესტიციო ნაკადების შემცირება საბიუჯეტო შემოსავლების შემცირების უმთავრესი ფაქტორია. ამას მოკლევადიან პერიოდში ემატება გადასახადების შემცირებით გამოწვეული საბიუჯეტო დანაკარგები (ამ შემთხვევაში იგულისხმება საშემოსავლო გადასახადის განაკვეთის 25%-დან 20%-მდე დაწევა). მიუხედავად აღნიშნულისა, საქართველოს ხელისუფლება მთლიანი საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდას ვარაუდობს. მნიშვნელოვნად შემცირებული ეკონომიკური აქტიობების ფონზე შესაძლოა საბიუჯეტო შემოსავლების შემცირებას ჰქონდეს ადგილი.

ბანკებისთვის ფინანსური რესურსების ნაკლებობა მსოფლიო პრობლემად იქცა

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

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

ფასების საერთო დონის ზრდის ტენდენციიდან გამომდინარე, მოსახლეობის მსყიდველუნარიანობა დღითიდღე ეცემა, ამიტომ სულ ცოტა ადამიანი მიმართავს საბანკო დაწესებულებას გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთით სესხის მისაღებად. ძალზე ბევრი სამშენებლო კომპანია გაკოტრების ან აქტიობის შემცირების წინაშე დგას, რის გამოც საბანკო დაწესებულებებს ისინიც შედარებით იშვიათად აკითხავენ. ამდენად, სხვადასხვა სფეროებში არსებული კრიზისიდან გამომდინარე, საბანკო სფერო ერთ-ერთი მგრძნობიარე სფერო აღმოჩნდა საქართველოში და ეს სფერო სადღეისოდ არც თუ ისე სახარბიელო ვითარებაში იმყოფება. შედეგად 2009 წელი საქართველოს საბანკო სექტორისთვის ძალზედ მძიმე იყო და განსაკუთრებით წლის პირველ ნახევარში კონიუნქტურის მნიშვნელოვან ცვლილებებს ჰქონდა ადგილი.

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

სადღეისოდ საქართველოს მოსახლეობის სამომხმარებლო კალათაში შემავალი პროდუქტების უმრავლესობა იმპორტირებულია, ხოლო საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ და მეზობელ ქვეყნებში ინფლაციის მაჩვენებლები საკმაოდ მაღალია. ფასების ზრდა პროვოცირებული იქნება ასევე ხელისუფლების მიერ გატარებული ზოგიერთი ღონისძიებებით, ისევე როგორც ამას 2008 წელს ჰქონდა ადგილი.

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

საქართველოში უკანასკნელ წლებში სიღარიბის გამუდმებულ ზრდას ჰქონდა ადგილი, ჯერ კიდევ აგვისტოს მოვლენებამდე და მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დაწყებამდე, სიღარიბის ზღვარს მიღმა მყოფი ადამიანების რაოდენობა 1 მლნ.-ზე მეტი იყო. გაზრდილი უმუშევრობისა და სამომხმარებლო პროდუქციაზე მაღალი ფასების გამო, სიღარიბის მაჩვენებლის კვლავ ზრდას ჰქონდა ადგილი.

გაგრძელდება თუ არა ფინანსური კრიზისი?

კრიზისის გამომწვევი პრობლემები

— საფინანსო სექტორზე ყველაზე მეტად აგვისტოს ომმა იმოქმედა — ინვესტორები შეშინდნენ, ბანკებში დეპოზიტები შემცირდა, ფული უმეტესად მსხვილმა მეანაბრეებმა გაიტანეს, რამაც ბანკებს ლიკვიდორის პრობლემა შეუქმნა.

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

საბანკო სექტორის პრობლემები

2008 წლის დასაწყისსა და გაზაფხულზე ბანკები დიდი მოცულობით და საკმაოდ იოლად გასცემდნენ სამომხმარებლო სესხებს, განვადებებს. ეს იყო ფული, რომელიც მიდიოდა პირდაპირ მომხმარებლის ჯიბეში და მაშინ იხარჯებოდა. ამან ხელი შეუწყო ინფლაციის ზრდას და გაზაფხულზე ის უკვე ასცდა 12%-იან ზღვარს. პრობლემები ბანკებმა გაზაფხულზე იგრძნეს და ამ ტიპის კრედიტების შეზღუდვა დაიწყეს, მაგრამ, სამწუხაროდ, ბიზნესის დაფინანსებაც შეიზღუდა, რამაც ეკონომიკას პრობლემები შეუქმნა. მალევე შეიქმნა ლიკვიდობის პრობლემებიც, რაც აგვისტო—სექტემბერში კიდევ უფრო დამძიმდა. ბოლო დროს ბიზნესზე სესხების გაცემა ნაწილობრივ აღადგინეს, მაგრამ მაინც ფრთხილად არიან და ფულს მხოლოდ საიმედო საწარმოს აძლევენ. ყველა ბანკის ძირითადი ფუნქციაა, კარგ ფასად გასცეს სესხი. იმავდროულად, საკრედიტო რისკი ბანკისთვის ძირითადი რისკია და მას სწორად მართვა სჭირდება, ამიტომ ფულის გასესხებისას სიფრთხილეს იჩენენ.

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

დონორები და საქართველო

2008 წელს მნიშვნელოვანი ფაქტი იყო აშშ-ისა და ევროპის სახელმწიფოების მიერ 4,5 მილიარდი დოლარის უპრეცედენტო დახმარების გამოყოფა. მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ პერიოდში დანგრეული ევროპის აღსადგენად ე.წ. „მარშალის გეგმით" 2,5 მილიარდი დოლარი გაითვალისწინეს და ეს თანხა ევროპაში 17 ქვეყანაზე გადანაწილდა. ამ დახმარების წყალობით ევროპის ეკონომიკაში სამი წლის შემდეგ 30%-იანი ზრდა აღინიშნა. მაშინდელი დოლარი უფრო მყარი იყო, მაგრამ ამის მიუხედავად,

ახლა ეს დახმარება, რასაც საქართველოს დაპირდნენ, „მარშალის გეგმაზე" მასშტაბურია. ამასთან, ეს დახმარება რწმენას აძლევს უცხოელ ინვესტორს, რომ აქ ფულის ჩადება გამართლებულია, თანაც მან იცის, რომ ამ პერიოდში სიიაფეა, რაც დამატებითი სტიმული იქნება. აშშ-თან თანამშრომლობის ხელშეკრულების ხელმოწერა ინვესტორის რწმენის გამყარებას ხელს შეუწყობს.

ᲓᲐᲮᲛᲐᲠᲔᲑᲘᲡ ᲒᲐᲛᲝᲧᲔᲜᲔᲑᲘᲡ ᲒᲖᲔᲑᲘ

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

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

ᲠᲐᲡ ᲛᲘᲘᲪᲚᲐᲗ ᲨᲔᲓᲔᲒᲐᲓ?

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

ᲠᲐ ᲛᲝᲔᲚᲘᲡ ᲚᲐᲠᲡ?

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

საერთაშორისო ბაზარზე დოლარისა და ევროს კურსზე ძალიან ბევრი ფაქტორი მოქმედებს. ამჟამად დოლარი საერთაშორისო ბაზარზე შესუსტებულია. მისი კურსი დამოკიდებული იქნება იმაზე, რამდენ ხანს გასტანს პრობლემები შეერთებული შტატების ბაზარზე. თუ ეს კრიზისი 2009 წლის

ბოლოს ამოიწურა და ინვესტორებს იაფი აქტივების შიმართ ინტერესი გაუჩნდებათ, დოლარი ამ დროისათვის გამყარებას აიწყებს.

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

რაბომ გახდა სახელმწიფო მთავარი ინვესტორი?

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

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

რაბომ არ იზიდავს ინვესტორებს საქართველო დღეს?

ცნობილია, რომ ბიზნესმენი პოლიტიკურ რისკზე მაღლა ფინანსურ მოგებას აყენებს. ნებისმიერი ბიზნესმენისთვის უსარგებლოა ის ქვეყანა, სადაც წლიური მოგება ჩადებული თანხის 3% არ აღემატება. წინააღმდეგ შემთხვევაში მას ურჩევნია, ეს თანხა შვეიცარიის ბანკში ჩადოს, სადაც წელიწადში 7% გარანტირებულად მიიღებს. ამჟამად საერთაშორისო ბიზნესს საქართველოზე მეტად ჰონკონგის და ტაივანის რეიტინგი აინტერესებს. ბიზნესის პოლიტიკური რისკები ფინანსური რისკებისგან განსხვავებულია. ის დაკავშირებულია მაკროეკონომიკურ და მაკროპოლიტიკურ მოვლენებთან, რომელზედაც ბიზნესს არანაირი გათვლის მოხდენა არ შეუძლია.

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

რა ხდება განვითარებად ქვეყნებში?

ლიბერალურ-დემოკრატიულ ქვეყნებში სხვა ლიბერალური დემოკრატიის მქონე ქვეყნები ინვესტიციების განხორციელებას უფრო ადვილად ახერხებენ. მიუხედავად იმისა, რომ დემოკრატიული ქვეყნები ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან, მათ შორის განსხვავება მაინც გაცილებით ნაკლებია, ვიდრე არადემოკრატიულ რეჟიმებს შორის. არადემოკრატიულ რეჟიმებს შორის განსხვავება

უფრო მრავალფეროვანია და თითოეულ ასეთ ქვეყანას სპეციფიური მოპყრობა სჭირდება, რადგან პოლიტიკური და ეკონომიკური ინსტიტუტების ხშირი ცვლილება ბიზნესგარემოს მთლიანად ცვლის. არსებობენ კომპანიები, რომლებიც იმით არსებობენ, რომ სხვაღასხვა ქვეყნებზე პოლიტიკურ რისკებს ადგენენ და ამან მკაფიოდ სტრუქტურირებული სახე მიიღო. ისინი ცალკე განიხილავენ საგარეო პოლიტიკურ ფაქტორებს, როგორიცაა დიდი და მძლავრი მეზობლის ყოლა, რომელსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს ამ ქვეყანაში არსებულ ეკონომიკურ მდგომარეობაზე; განიხილავენ ბიუროკრატიის ხარისხს, სახელმწიფო რეჟიმის წყობას, სტაბილურობას, ურბანიზაციის დონეს, და მაკროეკონომიკურ ფაქტორებს, როგორიცაა სატარიფო პოლიტიკა და ა.შ.

თუმცა, პოლიტიკური რისკის დროსაც მოგება შეიძლება მაღალი იყოს. ზაირი, კონგოს რესპუბლიკა მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე კორუმპირებული ქვეყანა იყო. მიუხედავად ამისა, ამ ქვეყანაში უზარმაზარი ინვესტიციები იდებოდა, განსაკუთრებით მომპოვებელი ფირმების მიერ. მათ ძალიან მჭიდრო კაეშირი ჰქონდათ მობუტუს რეჟიმთან. მაგრამ ეს მაინც მაღალი რისკი იყო, რადგან ამ კომპანიებს კორუფციის გამო მაღალი ხარჯი ჰქონდათ. დიდი რისკია ძალიან მჭიდრო კაეშირი ხელისუფლებასთან, რომლის რევოლუციური დამხობის შემდეგ მნიშვნელოვნად მცირდება მოცემული კომპანიის ან ფირმის შესაძლებლობა, წარმატებით განაგრძოს ბიზნესი ამ ქვეყანაში. ისინი, როგორც წესი, რეეოლუციების შემდეგ თავიანთ აქტივებს და პრივილეგიებს სრულად კარგავენ.

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

მეათე თავი. ფინანსური ინსტიტუტები, მათი სახეები და ფუნქციები

10.1. ფინანსური ინსტიტუტების არსი და ფუნქციები

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

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

ფინანსური ინსტიტუტების ფუნქციები

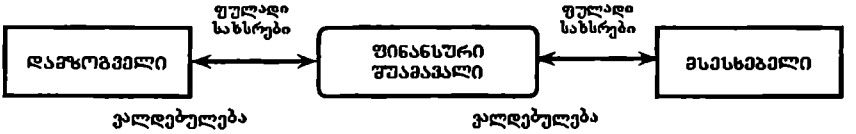
ფინანსური ინსტიტუტები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს: 1) ფინანსური რესურსების დაზოგვა (saving); 2) საკუთრივ შუამავლობა (intermediation); 3) ფინანსური ტრანსფორმაცია (maturity transformation); 4) რისკის გადაცემა (risk transfer); 5) სავალუტო ოპერაციების ორგანიზაცია (foreign exchange operations); 6)ლიკვიდობისათვის ხელის შეწყობა (liquidity); 7) ოპერაციების ორგანიზება კომპანიის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ცვლილებების თვალსაზრისით (going public and going private transactions). დავახასიათოთ ისინი მოკლედ.

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

შუამავლობა, როგორც უკვე აღინიშნა, არის ფინანსური ინსტიტუტების ძირითადი ფუნქცია და ლოგიკურად ესებს დაზოგვის ფუნქციას, რამდენადაც დაზოგილი ფულადი სახსრების აკუმულირებისას და მასზე გარკვეული საკლდებულო გადახრისას ფინანსურმა ინსტიტუტმა უნდა იზრუნოს მათ გამოყენებაზე, რათა მან მოიტანოს შემოსავალი. ეს შემოსავალი საკმარისი უნდა იყოს არა მარტო იმისათვის, რომ გადაუხადოს ფულის დამზოგველებს, არამედ იმისათვისაც, რომ მიღებული იქნას საკუთარი შემოსავალი. ასე რომ, ფულადი სახსრები წარიმართება დამზოგველიდან სესხის ამღებებისაკენ, ხოლო თვით სახსრების გადაცემის პროცესი მიმდინარეობს ვალდებულებების წარმოშობით მათი უკან დაბრუნებისა და ამ პროცესში მონაწილეობისათვის დაჯილდოების თვალსაზრისით (ნახ. 10.1).

ფინანსური შუამავალი ფულადი სახსრების მიღების შემდეგ საპასუხოდ იღებს ვალდებულებას დააბრუნოს იგი განსაზღვრული პირობებით. თავის მხრივ, სესხის ამღები, რომელიც ღებულობს

ფულად სახსრებს გარკვეული კომბინაციებით ფინანსური შუამავლისაგან კისრულობს ვალდებულებას უკან დააბრუნოს ეს სახსრები გასამრჯელოსთან ერთად. გამოუნებული ფინანსურ ინსტრუმენტებზე დამოკიდებულებით ფულადი სახსრების უკან დაბრუნება შეიძლება განხორციელდეს კაპიტალის ბაზრის მექანიზმების მეშვეობით.



ნახ. 10.1. ფინანსური შუამავლობა

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

ფინანსური ტრანსფორმაცია

ფინანსური ტრანსფორმაცია იმაში მდგომარეობს, რომ მოკლევადიანი (ფინანსური) აქტივები და ვალდებულებები შეიძლება ტრანსფორმირებული იქნას გრძელვადიან აქტივებად და ვალდებულებებად. ეს მიიღწევა აქტივების სეკურიტიზაციის გზით, კერძოდ საკრედიტო ინსტიტუტები მათ მიერ გაცემულ კრედიტებს ათასობებ პულში, რომლებიც უზრუნველყოფილია შედარებით ერთგვაროვანი ქონებით და უშვებენ ფასიან ქაღალდებს საერთო უზრუნველყოფით. დასაშვებია შებრუნებული ვარიანტიც – სესხი აღებული იქნას მოკლე ვადით, მაგრამ გასესხებული იქნეს გრძელი ვადით. მაგალითად, კომპანიას სჭირდება ინვესტიციები, მაგრამ არ შეუძლია მოიზიდოს იგი გრძელვადიანი პერიოდით. მაშინ იგი იღებს მოკლევადიან სესხებს და დებს მათ გრძელვადიან პროექტში. ამასთან საჭიროა მოკლევადიანი კრედიტების პერიოდული პროლონგაცია. ასევე იმის იმედი, რომ მიმდინარე შემოსავლები საკმარისი იქნება მოკლევადიანი კრედიტის პროცენტებისა და ძირითადი ვალის დასაბრუნებლად. ცხადია, აქ დიდია რისკი საპროცენტო განაკვეთების ზრდისათვის. აუცილებელი გარკვეული რწმენა და იმედი იმისა, რომ მოკლევადიანი და ფინანსების წყაროები აღდგენილი იქნება.

სწორედ ასეთ ლოგიკა ედება საფუძვლად სბანკო და საინვესტიციო სტრუქტურების ოპერაციებს, როცა მოკლე ვადით მოზიდული სახსრები იდება გრძელვადიან პროექტებში. აქ შეიძლებაში მიიღება ორი გარემოება:

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

რისკების გადანაწილება

ფინანსური ოპერაციების უმეტესობა თავისი ბუნებით რისკიანია, ამიტომ მათი განხორციელებისას ყოველთვის ჩნდება სურვილი ან თავიდან იქნას აცილებული რისკი, ან შემცირდეს მისი დონე. ეს

მიიღწევა სხვადასხვა ხერხებით, კერძოდ გარანტიების მიღებით და უზრუნველყოფით, რისკის ნაწილის გადაცემით ფინანსურ შუამავალზე.

ᲡᲐᲕᲐᲚᲣᲒᲝ ᲝᲞᲔᲠᲐᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲝᲠᲒᲐᲜᲘᲖᲔᲑᲐ

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

ᲚᲘᲥᲕᲘᲓᲝᲑᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ

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

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

საფინანსო ინსტიტუტების სისტემაში მნიშვნელოვანი ადგილი ეკუთვნის ბანკებს (პირველი ბანკები აღმოცენდა იტალიაში XIV საუკუნეში. საბანკო საქმის განვითარებაში დიდი როლი შეასრულა ფლორენციამ. 1338 წელს ამ ქალაქში 80-მდე ბანკი იყო. ხოლო ამ საუკუნის ბოლოს 100-ზე მეტი). ისინი ფინანსური ბაზრების აქტიური მონაწილეები არიან. ამასთან, მათი როლი განსაკუთრებით მრავალსპექტიანია და არ შემოიფარგლება მხოლოდ კრედიტების გაცემით. ჯერ ერთი, ისინი არიან ფასიანი ქაღლდების – აქციების, ობლიგაციების, თამასუქების, დეპოზიტური სერტიფიკატების ემიტენტები, რომლებიც ჩვეულებრივ ნაკლებ რისკიანია საწარმოთა ფასიან ქაღალდებთან შედარებით. მეორე, ბანკები ახორციელებენ პორტფელურ ინვესტიციებს. მესამე – ისინი მომსახურებას სთავაზობენ საფონდო ბაზრის სხვა მონაწილეებს (მაგ. სატრასტო ოპერაციები, ანუ საპორტფელო ინვესტიციების მართვა კლიენტის სახელით და კლიენტისაგე ანგარიშით, საანგარიშგებო – საგადამხდელო ოპერაციები და დეპოზიტური მომსახურებაა, მეოთხე, ისინი გასცემენ კრედიტებს.[1]

[1] აღნიშნული საკითხები მიზანშეწონილად მიგიჩნიეთ აქ არ განვიხილოთ, რამეთუ ბანკების საქმიანობა ისტორიული რაკურსით ფართოდ შეეისწავლეთ სახელმძღვანელოში „საბანკო საქმიანობის საფუძვლები", ტ.I, თბ.: თსუ, 2007 (მეორე გამოცემა).

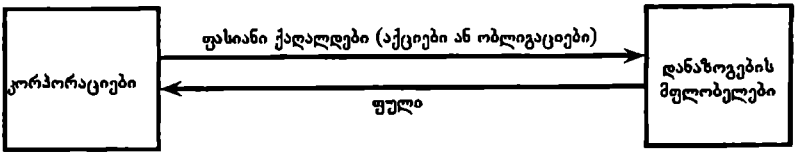
10.2. კაპიტალის მოზიდვის პროცესი

კაპიტალის გადაადგილება იმათგან, ვინც ქმნის დანაზოგებს, იქითკენ ვისთვისაც საჭიროა კაპიტალი, ხორციელდება სამი სხვადასხვა ხერხით, რაც გამოსახულია ნახ. 10.2-ზე.

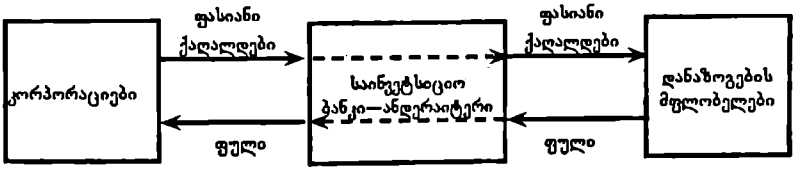
1. პირდაპირ ინვესტიციები (**direct investament**),როგორც ეს ნაჩვენებია დიაგრამის ზემო ნაწილში, მოიზიდებიან შემდეგ შემთხვევაში: საწარმო ყიდის თავის აქციებს ანდა ობლიგაციებს უშუალოდ იმ პირებზე ვინც ახორციელებენ დანაზოგებს და ამისათვის არ მიმართავენ რომელიმე ფინანსური სტრუქტურის მომსახურებას. საწარმო თავის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

2. როგორც დიაგრამის შუა ნაწილშია ნაჩვენები, კაპიტალის მოზიდვა შეიძლება ასევე განხორციელდეს საინვესტიციო ბანკის მეშვეობით, ისეთით, როგორიცაა Merrill lynch, რომელიც ანდერრაიტერის როლს ასრულებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაში-კომპანია ყიდის თავის აქციებს ან ობლიგაციებს საინვესტიციო ბანკზე, რომელიც, თავის მხრივ, გადაყიდის მათ ინვესტორებზე. არ შეიძლება იმის თქმა, რომ საწარმოს ფასიანი ქაღალდები და მეანაბრეთა ფული უბრალოდ გაერთის საინვესტიციო ბანკს, როგორც „შუალედურ რგოლს". საქმე იმაშია, რომ ბანკი ყიდულობს და ინახავს ფასიან ქაღალდებს გარკვეული პერიოდის განმავლობაში და ამით თავის თავზე იღებს გარკვეულ რისკს, მან შეიძლება ვერ შეძლოს ფასიანი ქაღალდების ხელახლა გაყიდვა იგივე ფასში, რა ფასშიც ისინი

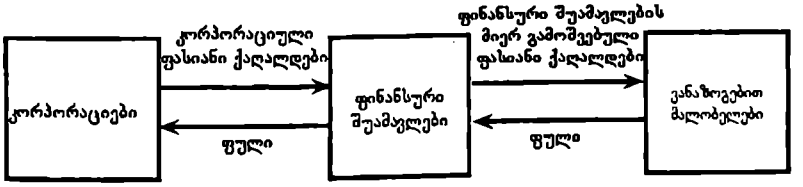
1. პირდაპირი ინვესტიციები



2. ანდერრაიტერის გაშუალებული ინვესტიციები



3.ინვესტიციების გაშუალება ფინანსური შუამავლების მეშვეობით



ნახ. 10.2. კაპიტალის მოზიდვის პროცესი

შეძენილი იქნა ფირმიდან თავდაპირველად, ეს ბუნებრივია, რადგან გარიგებაში მონაწილეობს ხელახლა ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები, ხოლო კორპორაცია ღებულობს შემოსავალს მათი რეალიზაციიდან, მსგავსი გარიგება ასევე ითვლება პირველადი ბაზრის ტრანსაქციად.

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

აღნიშნულ მაგალითში იგულისხმება, რომ კაპიტალის, „მომხმარებელი" ესაა საწარმო, კორპორაცია, მაგრამ, ცხადია, რომ ასეთი როლი ადვილად შეიძლება შეასრულოს კერძო პირმა — სახლის მყიდველმა, სახელმწიფო დაწესებულებამ და ა.შ.

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

ფინანსური შუამავლები, რომლებიც წარმოდგენილნი არიან 10.2. დიაგრამის დაბალ ნაწილში, ასევე უბრალოდ არ გადაადგილებენ ფულად სახსრებს და ფასიან ქაღალდებს ფირმებსა და მეანაბრეებს შორის – ისინი ფაქტიურად ქმნიან ახალ ფინანსურ პროდუქტებს. რამდენადაც შუამავლები ჩვეულებრივ მსხვილი წარმონაქმნებია, პოტენციური მსესხებლების კრედიტუნარიანობის ანალიზისას, იყენებენ რისკების გადანაწილებისას მიღებულ დადებით ეფექტს და ამით ეხმარებიან ცალკეულ მეანაბრეებს მოახდინონ თავიანთი დაბანდებების დივერსიფიკაცია, ისე, რომ „ყველა კვერცხი არ ჩაიდოს ერთ ფინანსურ კალათაში". უფრო მეტიც, სპეციალიზირებული შუამავლების სისტემას არა მარტო შეუძლია უზრუნველყოს დანაზოგების შემოსავლიანობა, არამედ აამაღლოს მათი მართვის მოხერხებულობა, ასე მაგ.: ადამიანებს შეუძლიათ თავიანთი ფული მიიტანონ ბანკებში და მიიღონ შემოსავალი პროცენტების სახით, მაგრამ ამის გარდა, ისინი ასევე ღებულობენ დამატებით შესაძლებლობებს აანაზღაურონ თავიანთი შესყიდვები საბანკო საჩეკო წიგნაკების და საკრედიტო ბარათების მეშვეობით, ასევე ხშირად განახორციელონ სადაზღვევო მომსახურება.

10.3. საინვესტიციო ინსტიტუტების სახეები და ფუნქციები

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

საინვესტიციო კონსულტირება

საინვესტიციო კონსულტირება გულისხმობს საკონსულტაციო მომსახურების გაწევას ფასიანი ქაღლდების გამოშვებასთან და განთავსებასთან დაკავშირებით. საინვესტიციო კომპანიის საქმიანობა ხორციელდება ორი მიმართულებით: ა) ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორგანიზება და გარანტიების გაცემა მათი განთავსების თვალსაზრისით მესამე პირების სასარგებლოდ; ბ) ოპერაციები ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში მათი სახელით და მათი ანგარიშით, მათ შორის ფასიანი ქაღალდების კოტირების გზით, ე.ი. გამყიდველის ფასის და მყიდველის ფასის გამოცხადებით, რომლის მიხედვით კომპანია ვალდებულია შესაბამისად იყიდოს და გაყიდოს განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები. საინვესტიციო კომპანიები თავიანთ რესურსებს ქმნიან მხოლოდ დამფუძნებელთა სახსრებიდან და საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ემისიიდან, რომელთა რეალიზებას ახდენენ იურიდიულ პირებზე და უფლება არა აქვს მოიზიდონ ფულადი სახსრები მოსახლეობიდან.

საინვესტიციო ფონდი

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

საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის განსაკუთრებულ სახეს წარმოადგენს აქციების გამოშვება ინვესტორთა ფულადი სახსრების მობილიზაციის მიზნით და მათი დაბანდება ფონდის სახელით ფასიან ქაღალდებში და საბანკო ანგარიშებზე. ფონდის აქციების შეძენით ინვესტორები ხდებიან მისი თანამფლობელები და სრულად იზიარებენ იმ ფინანსურ ოპერაციებთან დაკავშირებულ რისკს, რომელსაც ფონდი ახორციელებს. ასეთი ოპერაციების წარმატებულობა აისახება ფონდის აქციების მიმდინარე ფასების ცვლილებაში. საინვესტიციო ფონდს უფლება არა აქვს თავისი კაპიტალის 5%-ზე მეტი წარმართოს ერთი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე, ასევე ემიტენტისაგან შეიძინოს მისი ფასიანი ქაღალდების 10%-ზე მეტი. საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის აუცილებელი პირობაა მის შტატში ირიცხებოდეს სპეციალისტი ფასიან ქაღალდებთან მუშაობის დარგში, რომელსაც ექნება თავისი მაღალი კვალიფიკაციისა და გამოცდილების დამადასტურებელი შესაბამისი საბუთი.

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

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

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

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

საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები

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

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

მონაწილეების მიერ ღია სააქციო საზოგადოების ჩამოყალიბებით.

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

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

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

დეპოზიტარიუმები

ფინანსური ინსტიტუტების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სახეობაა ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმები. ფასიანი ქაღალდების შენახვა შეიძლება ორგანიზებული იქნას ან მათი მფლობელების მიერ, ან ფასიანი ქაღალდების სპეციალური საცავების – დეპოზიტარიუმების მეშვეობით.

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

პირს, რომელიც შეთანხმების პირობებში სარგებლობს დეპოზიტარიუმის მომსახურებით,

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

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

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

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

10.4. ფინანსური შუამავლების ძირითადი ჯგუფები

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

კომერციული ბანკები

კომერციული ბანკები (**commercial banks**), ტრადიციული „უნივერსალური ფინანსური მაღაზიები", ემსახურებიან მეანაბრეთა და სესხის ამღებთა ფართო წრეს. ისტორიულად ისე ჩამოყალიბდა სიტუაცია, რომ — მნიშვნელოვანი დაწესებულებები, კომერციული ბანკები — მუშაობდნენ კრძო და

კორპორაციული მეანაბრეების მიმდინარე ანგარიშებზე და მათი მეშვეობითაც ფედერალური სარეზერვო სისტემა აფართოებდა, ანდა კეცავდა ფულის მასას. ოღონდ დღეისათვის დაწესებულებათა რამდენიმე ტიპი ასევე ახორციელებენ მომსახურებას ჩეკების ემისიის კუთხით და ასე რომ, მის სიღიდეზე გავლენას ახდენენ. და პირიქით, კომერციული ბანკები იწყებენ ფინანსური მომსახურების სულ უფრო ფართო წრის შეთავაზებას მომხმარებლისათვის საბროკერო მომსახურების ჩათვლით, აქციების ყიდვა-გაყიდვისას და სადაზღვევო საქმიანობას.

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

სასესხო შემნახველი ასოციაციები

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

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

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

კომერციულ უძრავი ქონებაზე ადგილი ჰქონდა ფასების მნიშვნელოვან დაცემას, რამაც ბევრი საწარმოს გაკოტრება გამოიწვია. ყოველივე ამან აიძულა ბევრი სასესხო შემნახველი ასოციაცია ან გაერთიანებულიყვნენ მსხვილ და ძლიერ საკრედიტო დაწესებულებებთან, ანდა დახურულიყვნენ.

თანაზიარი კრედიტების სალაროები

თანაზიარი კრედიტის სალაროები (ურთიერთდახმარების, **Mutual Saving Banks**) წააგავს სასესხო შემნახველ ასოციაციებს. ასეთი ორგანიზაციები ისტორიულად უპირატესად გაერცელებულია აშშ-ს

ჩრდილო-აღმოსავლეთ შტატებში. ისინი ღებულობენ დანაზოგებს ძირითადად წერილი მეანაბრეებიდან და გასცემენ კრედიტებს უძრავი ქონების, ავტომობილების და მსხვილი საყოფაცხოვრებო ტექნიკის შეძენილებზე;

საკრედიტო კავშირები

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

სიცოცხლის დამზღვევი საზოგადოებები

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

თანაზიარი ფონდები

თანაზიარი ფონდები (mutual funds) – ესაა კორპორაციები, რომლებიც ფულს იღებენ მეანაბრეებისაგან და შემდგომში მიღებულ სახსრებს იყენებენ საწარმოების და სახელმწიფო სტრუქტურების მიერ გამოშვებული აქციების, გრძელვადიანი და მოკლევადიანი საკალო ინსტრუმენტების შესაძენად. ეს ორგანიზაციები აერთიანებენ სახსრებს და ამით ამცირებენ რისკებს დიფერსიფიკაციის მეშვეობით. ისინი ასევე აღწევენ მასშტაბურ ეფექტს ფასიანი ქაღალდების ანალიზისას, პორტფელების მართვისას და ფასიანი ქაღალდების ყიდვისას და გაყიდვისას. სხვადასხვა თანაზიარი ფონდები იქმნება იმისათვის, რომ დაკმაყოფილდეს მეანაბრეთა სხვადასხვა სახის მოთხოვნები. არსებობს ობლიგაციების ფონდები – მათთვის, ვისაც სურს რისკის მინიმუმამდე შემცირება, აქციების ფონდები ინვესტორებისათვის, რომლებიც მზად არიან გაიზიარონ მნიშვნელოვანი რისკები დიდი მოგების მიღების იმედით. უნდა აღინიშნოს, რომ საპროცენტო შემოსავლის მომტანი ფულის ბაზრის ბევრი თანაზიარი ფონდების (money market funds) პაი, თავადაც ხშირად ხდება ბაზარზე ვაჭრობის ობიექტი. საერთოდ კი ცნობილია ათასობით სხვადასხვა თანაზიარი ფონდები, რომელთაც გააჩნიათ ათობით სტრატეგია სხვადასხვა ტიპის ინვესტორების ინტერესების დასაკმაყოფილებლად.

საპენსიო ფონდები

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

ცვლილებები საპენსიო ფონდების სტრუქტურაში უკანასკნელი ათწლეულების მანძილზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენდნენ როგორც ცალკეულ აღმიანებზე, ასევე ფინანსურ ბაზრებზე. ისტორიულად მსხვილი კორპორაციებისა და სახელმწიფო დაწესებულებების უმეტესობა იყენებდნენ ე.წ. საპენსიო უზრუნველყოფის დაფინანსების სისტემებს (defined benefit plans) თავიანთი თანამშრომლებისათვის. ასეთი სისტემის პირობებში დამქირავებელი გარანტირებულს ხდის საპენსიო უზრუნველყოფის ფიქსირებულ დონეს, რომელსაც მიიღებს თანამშრომელი პენსიაზე გასვლისას, ამასთან ვალდებულება იმისა, რომ წინასწარ იქნას ინვესტირებული ამისათვის საკმარისი სახსრები, აკისრია დამქირავებელს. დაღგენილი შეღავათების სისტემის პირობებში თანამშრომლებს არაფრის ან თითქმის არაფრის თქმა შეუძლიათ იმასთან მიმართებაში, თუ როგორ ხდება სახსრების ინვესტირება მათი საპენსიო გეგმების მიხედვით. ამ გადაწყვეტილებასაც დამქირავებელი (ხშირად პროფკავშირები)

– ღებულობს. აღსანიშნავია ისიც, რომ სწორედ დამქირავებელი და არა თანამშრომლები იღებს თავის თავზე მოცემული სისტემის დროს ინვესტიციების მიერ მოგების მიღება არ მიღების რისკს.

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

რა არის გეგმა 401K?

საპენსიო ფონდებში ფიქსირებული შენატანების ყველაზე გავრცელებული ვარიანტია ე.წ. გეგმა 401 (K). მან ეს დასახელება მიიღო ფედერალური აქტის განყოფილების დასახელების შესაბამისად. საბიუჯეტო ორგანიზაციებს, უნივერსიტეტების ჩათვლით, შეუძლიათ გამოიყენონ აღნიშნულის ძალზე მსგავსი 403 (b) გეგმა. ნებისმიერ შემთხვევაში თანამშრომლებმა დამოუკიდებლად უნდა აირჩიონ რიგი ალტერნატიული ვარიანტიდან ერთ-ერთი თავიანთი სახსრების დასაბანდებლად. როგორც წესი, დამქირავებელი კისრულობს ვალდებულებას შეიტანოს ფიქსირებული გაღასახადები გეგმაში, მაგრამ თანამშრომელსაც შეუძლია განახორციელოს აქ დამატებითი გადახდები. ამის შემდეგ დამქირავებელი აფორმებს ხელშეკრულებას სადაზღვევო კომპანიასთან, ასევე ერთ ან რამდენიმე თანაზიარ ფონდთან, ხოლო თანამშრომლები ირჩევენ ფულის დაბანდების ვარიანტს – დაწყებული პრაქტიკულად ურისკო ინვესტირებისაგან ფედერალურ სახაზინო ფონდებში და დამთავრებული უფრო რისკიან, მაგრამ უფრო შემოსავლიან ფონდებში. ეს უკანასკნელები ახდენენ ინვესტირებას მუნიციპალური ორგანოების და კორპორაციების ობლიგაციებში, ასევე კომპანიების და სხვა ფონდების აქციებში და პაიში. უმრავლესი მოქმედი საპენსიო გეგმებიდან მუშაკს შეუძლია ასევე განსაზღვრულ პირობებში გადაიტანოს თავისი დაბანდებები ერთი კატეგორიის ფონდიდან მეორეში. შესაბამისად, თუ კი მუშაკი ჩათვლის, რომ მოცემულ მომენტში აქციების ბაზარი ზედმეტადაა შეფასებული, მას შესაძლებლობა აქვს მოითხოვოს თანაზიარი ფონდისაგან გადაიტანოს მისი დაბანდებები საფონდო ბაზრიდან ფულის ბაზარზე და პირიქით, და ამ გზით აირჩიოს მისი შეხედულებით თავის საპენსიო პორტფელში ოპტიმალური შეფარდება აქციებსა და ობლიგაციებს შორის.

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

ისტორიულად ისე ჩამოყალიბდა ტენდენცია, რომ ფინანსური ინსტიტუტები მნიშვნელოვანწილად რეგულირდებოდნენ. ამ რეგულირების ძირითადი მიზანი იყო გარანტირებული ყოფილიყო მათი მდგრადობა და ამით დაცული ყოფილიყო ინვესტორები. ოღონდაც მსგავსი რეგულირება არც თუ იშვიათად, ვთქვათ

კრძალავდა საერთო ეროვნული კომერციული ბანკების შექმნას, საფინანსო ინსტიტუტების მიერ აქტივების შესაძლო შეძენას, ზღვრულ საპროცენტო განაკვეთებს, რომელთა გადახდაც მათ შეეძლოთ, ასევე შეზღუდვები მომსახურების სახეებზე. ყოველივე ეს ხელს უშლიდა კაპიტალის თავისუფლად მოძრაობას და ამით ზიანი მოპქონდა კაპიტალის ბაზრისათვის და მთლიანად აშშ-ს ეკონომიკისათვის. აღიარა რა აღნიშნული ფაქტი, ქვეყნის კონგრესმა მოახდინა მარეგულირებელი ნორმატივების რიგი კორექტივების სანქციონირება, ასევე მეტი ცვლილებებია მოსალოდნელი მომავალში.

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

ცხრილი 10.2-ის სვეტში ჩამოთვლილია 2005 წლის შუახანებისათვის ათი უმსხვილესი საბანკო ჰოლდინგი აშშ-ში, ხოლო B სვეტში – მსოფლიოს უმსხვილესი ბანკები. ათ უმსხვილეს მსოფლიო კომპანიას შორის მხოლოდ ორი მდებარეობს აშშ-ში (Citigroup და Bank of America). მართალია, ბანკები მნიშვნელოვნად გამსხვილდნენ შერწყმის შედეგად, ისინი ისევ რჩებიან ყველაზე მსხვილ ბანკებად მსოფლიო სტანდარტების მიხედვით. ცხრილი 2.2-ის C სვეტში ჩამოთვლილია 10 ყველაზე მსხვილი საინვესტიციო ბანკი — ანდერრაიტერი ფასიანი ქაღალდების ემისიის თვალსაზრისით, 6 წამყვანი ანდერრაიტერი ასევე ასრულებს კომერციული ბანკების ფუნქციებს (ანდა შედიან კომპანიათა საბანკო ჰოლდინგებში). ეს იმის დასტურია, რომ იშლება ზღვარი სხვადასხვა ტიპის ფინანსურ დაწესებულებებს შორის.

ვაჭრობის ონლაინური სისტემები

ძალებმა, რომელთაც განაპირობეს ელექტრონული გზით განხორციელებული ონლაინური ვაჭრობა, ტრადიციული ბირჟების გვერდის ავლით, ასევე ხელი შეუწყვეს შესაბამისი კომუნიკაციებისა და კავშირის სისტემების შექმნას. ეს სისტემები, რომლებიც ცნობილია კომუნიკაციების ელექტრონული ქსელის სახელწოდებით (electronic communication nets, EC Ns), იყენებენ თანამედროვე ტექნოლოგიებს იმისათვის, რომ შეამსუბუქოს მყიდველთა და გამყიდველთა გარიგებები, მიანიჭოს მათ თანამედროვე საკომუნიკაციო შესაძლებლობები. კომპანია Fidelity Brokerage Services Inc–ის პრეზიდენტი ბობ მაცარელა თვლის, რომ ონლაინური ვაჭრობები უკვე იკავებენ ვაჭრობის 20-35%-ს დილერთა ეროვნული ასოციაციის ავტომატური კოტირების სისტემაში (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Sustem, NASDAQ). ინტერნეტის ქსელი, პირველი და მსხვილი ელექტრონული საკომუნიკაციო სისტემა Goldman Sachs J.P. Morgan და E^x Trade–სთან ერთად მონაწილეობს მეორე ქსელის Archipelago–ს ორგანიზებაში, რომელმაც ახლახან განაცხადა თავისი გეგმების შესახებ შექმნას საკუთარი ონლაინური ბირჟა. ანალოგიურად კომპანია Charles Schwap–მ ახლახანს გამოაქვეყნა თავისი გეგმების შემდეგი ფირმების გაერთიანების შესახებ: Fidelity Investments, Donaldson, Lufkin & Jenrette და Spear, leeds & Kellogg იმისათვის, რომ შეიმუშაოს კიდევ ერთი ECN ევროპაში Eurex, შეეიცარია-გერმანიაში ECN, ახდენენ ფიუჩერსული კონტრაქტებით ვაჭრობის ორგანიზაციას. აღნიშნულმა შერწყმამ პრაქტიკულად მთლიანად შეცვალა ბოლო პერიოდში ფიუჩერსული კონტრაქტები პარიზის, ლონდონის და ფრანკფურტის ტრადიციულ ბირჟებზე. უფრო მეტიც, ახლახანს მან გაუსწრო ჩიკაგოს საქონლის ბირჟას (Chicago Board of Trade, CBOT) ვარჭობების მოცულობით და მსოფლიო ლიდერი გახდა ფიუჩერსული კონტრაქტებით ვაჭრობაში. გაკეთდა რა განცხადებები ანალოგიური ელექტრონული საკომუნიკაციო ქსელის შექმნის გეგმების შესახებ აშშ-ში, უკანასკნელ წლებში, გამოიწვია ჩიკაგოს საქონლის ბირჟაზე ადგილებზე ფასების 50%-ით შემცირება.

აშშ-ს 10 მსხვილი საბანკო ჰოლდინგური კომპანია და მსოფლიოს საბანკო კომპანიები და ათი ფამფუანი ბანკი-ანდერრაიტერი

ცხრილი 10.1

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

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

10.5. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები და მათი საქმიანობის სახეები[1]

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

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები არიან:

[1] აღნიშნულ საკითხს ჩვენ კიდევ დაუბრუნდებით თავში — „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ (ავტორის შენიშვნა).

ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები – სამეურნეო სუბიექტები, რომელთაც სურთ მიიღონ დაფინანსების დამატებითი წყაროები, ასევე აღმსრულებელი ხელისუფლების ორგანოები და ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოები, რომლებიც უშვებენ სესხებს სახელმწიფო და მუნიციპალური ხარჯების დასაფარავად. ისინი სრულად არიან პასუხისმგებელნი ვალდებულებების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების მფლობელების წინაშე.

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

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

სამეწარმეო საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მიეკუთვნება:

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

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

• **საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების მართვის ხაზით.** იგი ხორციელდება იურიდიული პირის მიერ ან ინდივიდუალური მეწარმის მიერ თავისი სახელით გარკვეული გასამრჯელოს საფასურად იმისათვის, რომ გარკვეული ვადის განმავლობაში ახდენდა ფინანსური აქტივების ნდობით მართვას, რომელიც მას გადაეცა მფლობელობაში და ეკუთვნის სხვა პირს. ამ პირის ინტერესებიდან გამომდინარე ან მის მიერ მითითებული მესამე პირის ინტერესების შესაბამისად. ასეთ აქტივებს მიეკუთვნება: **ფასიანი ქაღალდები, ფულადი სახსრები, რომლებიც მიღებულია ნდობით მართვის პროცესში.** ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეს ამ შემთხვევაში ეწოდება მმართველი.

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

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

• **საქმიანობა საქმიანი ქაღალდების მფლობელებს რეესტრის წარმოებასთან დაკავშირებით** – აღნიშნული საქმიანობა გულისხმობს მონაცემების შეგროვებას, ფიქსაციას, დამუშავებას, შენახვას და გადაცემას, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების სისტემასთან. ასეთ მომსახურებას ეწევიან მხოლოდ იურიდიული პირები, რომელთაც ამ შემთხვევაში რეესტრის მფლობელად (რეგისტრატორად) მოიხსენიებენ. რეესტრის წარმოებისათვის დაშვებულია ამ

საქმიანობას შეთანხმება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა პროფესიონალური საქმიანობის სახეებთან. რეესტრის წარმოება შეუძლია თვითონ ემიტენტს, ოღონდ მაშინ, თუ კი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რიცხვი აღემატება 500. რეესტრის მფლობელი შეიძლება იყოს დამოუკიდებელი სპეციალიზებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილე ორგანიზაცია.

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

საფონდო ბირჟა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს შორის ურთიერთმოქმედების ორგანიზაცია ხორციელდება საფონდო ბირჟების მეშვეობით, რომლებიც წამყვან ადგილს იჭერენ ბაზრის ინფრასტრუქტურის ორგანიზაციის სისტემაში. საფონდო ბირჟა არის ძირითადი ორგანიზაციული ფინანსური ბაზარი ანუ ადგილი, სადაც ხორციელდება ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე, ხოლო ფასწარმოქმნის პროცესი ხორციელდება სტიქიურად. თანამედროვე პირობებში მსოფლიოში ფუნქციონირებს 150-მდე საფონდო ბირჟა. მათგან ყველაზე მსხვილის ნიუ-იორკის, ტოკიოს და ლონდონის ბირჟები ცხრილი 10.2.

მსოფლიოს უმსხვილესი საფონდო ბირჟები[1]

ცხრილი 10.2.

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

საბირჟო საქმიანობის დაწყება უკავშირდება ე.წ. სათამასუქო ბაზრობების საქმიანობას, რომლებიც იმართებოდა დასავლეთ ევროპის მსხვილ ქალაქებში XIII-XV საუკუნეებში. თავდაპირველად ეს იყო ჩვეულებრივი სავაჭრო შეკრებები, რომლებიც შემდგომში გაფორმდნენ სასაქონლო ბირჟებად. საბირჟო საქმიანობის განვითარების კვალობაზე წარმოიშვა ცალკეული ოპერაციები ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით, რაც დღეისათვის ტიპიურია სასწრაფო ბირჟებისათვის (მაგ. თამასუქებით ვაჭრობა და ვალუტასთან დაკავშირებული გაცვლითი ოპერაციები). საფონდო ბირჟები ჩამოყალიბდა მოგვიანებით და იგი დაკავშირებულია აქციონერული კაპიტალის წარმოშობასთან. ყველაზე ადრე საფონდო ბირჟები ჩამოყალიბდა ანტვერპენში – 1531 წელს, ტულუზაში და ლიონში – 1599 წ.; რუანში – 15586 წ. ჰამბურგში – 1558 წ.; ლონდონში -1566 წ. ბურჟში – 1570 წ.; ამსტერდამში – 1586 წ. და სხვა.[2]

ამასთან დაკავშირებით ო.შტილიხი სუსებით სამართლიანად აღნიშნავდა, რომ როგორც რომი ერთ დღეს არ აშენებულია, ასევე არ შეიძლება ისეთი ორგანიზაცია, როგორიცაა ბირჟა, აღმოცენდეს ერთ დღეში.[3]

საბჭოთა პერიოდის შემდგომ ბირჟების განვითარება რუსეთში გასული საუკუნის 90-იანი წლებიდან

[1] *Reilly, Brown.* გვ. 114-117.

2 აღნიშნული საკითხები ჩვენ პირველად შევისწავლეთ და გადმოცემულია სახელმძღვანელოში „საბირჟო და ინვესტიციური ბაზრების განვითარების პერსპექტივები საქართველოში". თბ., 2001.

[3] **Штиллих О.** Биржа и ее деятельность. Пер. с нем. СПб, 1992. გვ. 181.

იწყება. 1997 წლისათვის ქეეყანაში 20-მდე ბირჟა ფუნქციონირებდა. მაღალგანვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებთან შედარებით ეს ციფრი საკმაოდ დიდია. ასე მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში 6 ბირჟა ფუნქციონირებს. აშშ-სა და საფრანგეთში – შესაბამისად 7 და 7; გერმანიასა და იაპონიაში – 8, ინდოეთში – 11, საქართველოში 30-იანი წლებიდან წარმოიშვა პირველი ბირჟები. დღეს ფუნქციონირებს 14 ბირჟა.

მსხვილი ფირმისათვის სოლიდარული ბირჟის ლისტინგში მონაწილეობა არა მარტო პრესტიჟული, არამედ დაფინანსების არსებით წყაროებზე ხელმისაწვდომობის გარანტიაა. ამიტომ ბუნებრივია, ფირმები ცდილობენ თავიანთი ფასიანი ქაღალდებით გავიდნენ არა მარტო ეროვნულ, არამედ უცხოეთის საფონდო ბირჟებზე. ასე მაგ. 2001 წლისათვის 439 უცხოური ფირმა თავიანთი ფასიანი ქაღალდების კოტირებას ახდენდა ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე.[1]

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

- გადასახადებით დაბეგრილი წლიური მოგება ბოლო წლების განმავლობაში – 2,5 მლნ $;
- გადასახადებით დაბეგრილი წლიური მოგება ბოლო ორი წლის განმავლო ბაში – 2 მლნ $;
- ემიტირებული აქციების რაოდენობა – 1,1 მლნ;
- საჯაროდ სავაჭრო აქციების საბაზრო ფასი – 100 მლნ $;
- აქციონერთა რიცხვი, რომლებიც ლოტების სახით ფლობენ 100 აქციასა და მეტს – 2000.[2]

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ სავაჭრო ადგილის ფლობა სოლიდურ საფონდო ბირჟაზე საკმაოდ ძვირი სიამოვნებაა, თუმცა წარმოადგენს კაპიტალის საკმაოდ მომგებიანად დაბანდების საშუალებას. ასე მაგ. 2000 წელს სავაჭრო ადგილი NYSE-ზე გაიყიდა რეკორდულ თანხად – 2,65 მლნ-$-ად: 2003 წლისათვის ადგილის ფასი 1,65-დან 2 მლნ დოლარამდე მერყეობდა[3].

ყველა ფირმას არა აქვს შანსი თავისი ფასიანი ქაღალდებით გავიდეს სოლიდურ მოქმედ ბირჟებზე. ამასთან საქმე მარტო არსებით რაოდენობრივ მაჩვენებლებში არაა. საჭიროა დროებითი შეზღუდვების დაცვაც. ამასთან ერთად, თანამედროვე ბიზნესის სპეციფიკაა მაღალი ტექნოლოგიების ფირმებისათვისაა დამახასიათებელი განსაკუთრებული დინამიკა (ე.წ. high tech companies). ასეთი ფირმების აქციები ერთობ მიმზიდველად გამოიყურებიან ინვესტორთა გარკვეული ჯგუფებისათვის. ოღონდ ფორმალური ნიშნებით ასეთი კომპანიები ვერ ახერხებენ ლისტინგში გასვლას ტრადიციულ ბირჟებზე. სწორედ ამიტომ თავის დროზე ჩამოყალიბება დაიწყო კაპიტალის ალტერნატიულმა ბაზრებმა. მათ შორის დიდი აღიარება ჰპოვეს აქციების კომპიუტერიზებულმა არასაბირჟო კოტირებებმა აშშ-ში – ფასიანი ქაღალდების დილერების ეროვნული ასოციაციის ავტომატიზირებულმა კოტირებებმა, (National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ). ამ სისტემას განაგებს ბროკერებისა და დილერების არასახელმწიფო ორგანიზაცია აშშ-ში, რომელიც ცნობილია როგორც ფასიანი ქაღალდების დილერთა ეროვნული ასოციაცია (National Association of Securities Dealers). 1971 წელს შექმნილი NASDAQ-ის სისტემა აერთიანებს 3500-მდე დილერს და კოტირებას უკეთებს 4500-ზე მეტ ფასიან ქაღალდებს. NASDAQ-ის ლისტინგის პროცედურა გამარტივებულია, ხოლო ემიტენტებისადმი მინიმალური მოთხოვნები წარმოდგენილია ე.წ. სტანრტების ორი ნაკრების სახით. იმისათვის, რომ ფირმა დაშვებული იქნას აღნიშნული ორგანიზაციის ლისტინგზე, იგი უნდა აკმაყოფილებდეს წარმოდგენილი სამი სტანრტიდან ერთ-ერთს მაინც (იხ.ცხრილი 10.3.).

მიუხედავად დიდი რისკისა, ახალი აღგილი აქ მოწინავე ტექნოლოგიების ბუმის პერიოდში გასული

[1] Reilly, Brown. გვ. 84.

[2] იქვე. გვ. 114-115.

[3] იქვე. გვ. 116.

საუკუნის 80-იან წლებში საკმაოდ პოპულარული იყო.

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

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

NASDAQ-ს მოთხოვნები ლისტინგში ჩასართავად[1]

ცხრილი 10.3.

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

[1] Reilly, Brown. გვ. 123.

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

ბირჟის ძირითადი სახეები

მსოფლიო პრაქტიკაში განასხვავებენ ბირჟების ორ ძირითად სახეობას:

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

ბირჟის საქმიანობის განსაკუთრებული საკითხია აუცილებელი პირობების შექმნა ფასიანი ქაღალდების ნორმალური მიმოქცევისათვის, მათი საბაზრო ფასის განსაზღვრა და მათ შესახებ არსებული ინფორმაციის ჯეროვანი გავრცელება. მისი ძირითადი ფუნქციაა ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და გაყიდვის ოპერაციების ორგანიზება. ფინანსური რესურსების გადანაწილება, ფასიანი ქაღალდებისა ემიტენტებისათვის დამატებითი ფინანსური რესურსების მიწოდება, ფინანსური რესურსების დამზოგველებისათვის მათ მიერ დაგროვილი ფინანსური სახსრების შენახვისა და მომგებიანად გამოყენების შესაძლებლობა, საფონდო ბირჟის აგენტების ინფორმაციული უზრუნველყოფა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების გამოვლენა და სხვა.

საფონდო ბირჟის ბრუნვაში დაიშვება:

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

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

10.6. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინდიკატორები

საფონდო ინდექსები

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

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

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

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

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

ამერიკული პრაქტიკისაგან განსხვავებით, დიდ ბრიტანეთში საფონდო ინდექსები გაითვლება

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

ფასიანი ქაღალდების რეიტინგების სისტემა

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

ფასიანი ქაღალდების შეფასების რეიტინგული სისტემა შეიქმნა აშშ-ში XX-ს დასაწყისში, სააგენტო „Moody's“-ში. რომელიც იყო ფირმის: „Gan & Bradst rect, Inc“-ის ქალიშვილი კომპანია (დაარსებული 1909 წელს). მისი რეიტინგები მოიცავს თითქმის ორჯერ მეტ ფასიან ქაღალდს, „Stanrd & Poor's“-თან შედარებით (ფირმა, Mceraw-Hill, Inc-ის ქალიშვილი კომპანია. მნიშვნელობით მესამეა სააგენტო „Fitch Investors Service Inc“. ბოლო წლებში პროფესიონალურ წრეებში ფართო აღიარება მიიღო რეიტინგებმა, რომლებიც წარმოდგენილია სააგენტო „Daff and Phelps“-ის მიერ.

ევროპაში რეიტინგული შეფასებების სისტემამ გაურცელება გაცილებით გვიან ჰპოვა. ასე მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში ობლიგაციების რეიტინგული შეფასების სისტემა შეიქმნა მხოლოდ 1973 წელს. რეიტინგირებას პირველ რიგში ექვემდებარებიან ობლიგაციები. ობლიგაციების რეიტინგირების პროცედურის ქვეშ (Bond Ratings) მოიაზრება ობლიგაციისათვის რომელიმე პირობითი ინდიკატორის მინიჭება, რომელიც ხორციელდება მოცემულ ბაზარზე მბრუნავი ყველა ობლიგაციის რანჟირების შედეგად მათი ემიტენტების საიმედობის ხარისხის მიხედვით, იმ პირობების შესრულების პოზიციებიდან, რაც ემისიის პროსპექტითაა გათვალისწინებული. მინიჭებული რეიტინგი არის ერთგვარი ხარისხის სერტიფიკატი, რომელზედაც შეიძლება ორიენტირებული იყვნენ ლენდერები, ე.ი. ფინანსური რესურსების პოტენციალური მიმწოდებლები ვადიანობის პირობებით. რეიტინგირების იდეა 100 წელზე მეტი ხნისაა, მისი ასახვით დაკავებულია ბევრი საინფორმაციო – ანალიტიკური სააგენტო, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, შედარებით ცნობილები ფინანსურ სამყაროში არის სამი სააგენტოს რეიტინგები: „Stanrd and Poor's“; „Moo dy'a“ და „Fitch Investors Service“ (ცხრილი 10.4.). მოტანილი კლასიფიკაციიდან ირკვევა, რომ ყველაზე მაღალი კლასის და საიმედო, საინვესტიციოდ მიმზიდველები არიან ობლიგაციები, რომელთა რეიტინგია Aaa, Aa, AAA და AA. რეიტინგის შემცირებასთან ერთად იზრდება ამ ფასიანი ქაღალდის ფლობის რისკი, ე.ი. იგი ხდება სულ უფრო მეტად სპეკულაციური. ობლიგაციებს, რომელთაც არა აქვთ რეიტინგი, უწოდებენ მაღალშემოსავლიან, ანუ nigh-yield bonds ან „გადასაყრელ“ ობლიგაციებს (Junk Bonds).

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

ობლიგაციების რეიტინგების შედარებითი დახასიათება[1]

ცხრილი 10.4.

კატეგორია	საბენტო			დახასიათება
	S&P			
უმაღლესი ხარისხი	AAA	Aaa	AAa	საუკეთესო ინსტრუმენტის უმაღლესი ხარისხი, რაც იმას ნიშნავს, რომ ემიტენტს (სესხის აღება) აქვს ყველა შესაძლებლობა გადაიხადოს ვალის პროცენტები და ძირითადი თანხა. ასეთი კატეგორიის ობლიგაცია ხშირად იწოდება ოქროს ვარაყიან ფასიან ქაღალდად(dilt edge securities).
	AA	Aa	AA	საუკეთესო ინსტრუმენტის უმაღლესი ხარისხი. წინა ჯგუფთან შედარებით, ეს ობლიგაციები ფასდება ცოტა დაბლა, ძირითადად პროცენტების გადახდის წუკაროს დაბალი მარჟის გამო.
საშუალო ხარისხი	A	A	A	ობლიგაცია ხასიათდება ბევრი მიმზიდველი საინვესტიციო მახასიათებლით. ოღონდ ისინი უფრო ადვილად ექცევიან იმ ფაქტორთა ზემოქმედების ქვეშ, რაც დაკავშირებულია ეკონომიკაში მდგომარეობის გაუარესებასთან.
	BBB	Baa	BBB	ემიტენტს აქვს ადექვატური შესაძლებლობები პროცენტების გადახდის და ვალის ძირითადი თანხის დაფარვის თვალსაზრისით, ოღონდ ამ ობლიგაციების დაცვის ცალკეული ელემენტები შეიძლება დაიკარგოს ეკონომიკური პირობების გაუარესების შედეგად, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს ემიტენტის გადახდისუნარიანობის შემცირება.
სპეკულაციური	BB	Ba	BB	ობლიგაციას აქვს მცირე დაცვა ვალის პროცენტებისა და ძირითადი თანხის გადახდისას ეკონომიკის როგორც კარგ, ასევე ცუდ პირობებში.
	B	B	B	ობლიგაცია, როგორც წესი კარგავს მიმზიდველი საინვესტიციო ინსტრუმენტის მახასიათებელს. ემიტენტის გადახდისუნარიანობისადმი რწმენა გრძელვადიან ასპექტში მცირეა.
დეფოლტი	CCC	Caa	CCC	ობლიგაციის დაბალი ხარისხი, არის დეფოლტის საშიშროება.
	CC	Ca	CC	მაღალ სპეკულაციური ობლიგაციები, ხშირად ვარდებიან დეფოლტის სიტუაციაში.
			C	დაბალი რეიტინგის ობლიგაცია, რაც იმას ნიშნავს რომ მას ძალზე დაბალი საინვესტიციო ხარისხი აქვს.
C	C			რეიტინგი ენიჭება ობლიგაციებს, რომელთა მიხედვით ემისიის პირობების მიხედვით პროცენტი გადაიხდება მხოლოდ მოგების არსებობის შემთხვევაში, (income bond), მაგრამ რომელთა მიხედვით პროცენტი არც ერთხელ არ გადახდილა.
D			DD. DDDD	დეფოლტის სიტუაციაში მყოფი ობლიგაციები, (გადაუხდებული ობლიგაციები), ესენი განსაკუთრებით სპეკულაციური ობლიგაციებია და უნდა შეფასდნენ მხოლოდ მიმდინარე საღიკვიდაციო ღირებულების საფუძველზე.

[1] Reilly, Brown. გვ. 705.

მეთერთმეტე თავი. ფინანსური ინსტრუმენტები

11.1. ფინანსური ინსტრუმენტები: არსი, სახეები, კლასიფიკაცია

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

კაპიტალების ბაზრის განვითარების, ახალი სახის ფინანსური აქტივების, ვალდებულებისა და მათზე ოპერაციების (ფორვარდული კონტრაქტები, ფიუჩერსები, ოფციონები, სვოპები და სხვა) გაჩენის კვალდაკვალ ტერმინოლოგია სულ უფრო ზუსტდებოდა; კერძოდ, აუცილებელი გახდა საკუთრივ ინსტრუმენტების გამიჯვნა იმ საგნებისგან, რომლებთანაც ამ ინსტრუმენტებით მანიპულირებას ახდენენ ან რომლებიც ამა თუ იმ ინსტრუმენტს უდევს საფუძვლად, ე.ი. ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებებისგან. უფრო მეტიც, ფინანსების სფეროში ჩამოყალიბდა საფინანსო ინჟინირინგის სახელით ახალი მიმართულება (finansial engineering), რომლის ფარგლებშიც მოცემულია ტრადიციული და ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების სისტემატიზებული აღწერა. ამ დარგის ერთ-ერთი წამყვანი სპეციალისტის ჯ. ფინერტის განმარტებით „საფინანსო ინჟინირინგი მოიცავს ინოვაციური ფინანსური ინსტრუმენტებისა და პროცესების დაპროექტებას, დამუშავებასა და გამოყენებას, აგრეთვე, ფინანსების სფეროში პრობლემების გადაჭრისადმი ახალი მიდგომების შემოქმედებით ძიებასო.[1] რაც შეეხება საკუთრივ „საფინანსო ინჟინრის" ცნებას, მიაჩნიათ, რომ იგი პრაქტიკოსი ფინანსისტების წრეში გაჩნდა 1980-იან წლების შუა ხანებიდან, ლონდონელმა ბანკირებმა თაიანთ ბანკებში დაიწყეს რისკების მართვის განყოფილებების შექმნა. სწორედ ამ სამსახურების სპეციალისტებს უწოდეს საფინანსო ინჟინრები, რომლებმაც არსებული კანონმდებლობის ფარგლებში დაიწყეს ფინანსურ აქტივებზე ისეთი სპეციალური ოპერაციების გამოგონება, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელი იყო რისკების შემცირება, ან გადაცემა. მოგვიანებით დაიწყეს ფინანსური ინსტრუმენტების დამუშავება უადიან ბაზარზე სპეკულაციური ოპერაციებიდან მოგების მიღების, აგრეთვე კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციებისთვის, ე.ი. დაფინანსების წყაროების მობილიზების ოპერაციებისთვის ხელშეწყობის მიზნით.

ფინანსურ ინსტრუმენტებთან ამა თუ იმ დონით შეხება აქვთ სხვადასხვა პროფესიონალებს: ბუღალტრებს, საფინანსო ანალიტიკებს, აუდიტებს, საფინანსო მენეჯერებს, საფინანსო ინჟინრებს და ა.შ. მიუხედავად ამისა, საყოველთაოდაა აღიარებული, რომ ამ სფეროში წამყვანი როლი ეკუთვნის სწორედ საფინანსო ინჟინრებს, რომლებიც სხვა სპეციალისტებისაგან განსხვავებით, არამარტო და არც იმდენად საფინანსო ინჟინირინგის ფარგლებში მომხდარი გამოგონებების გამომყენებლები არიან, რამდენადაც ქმნიან ახალ ინსტრუმენტებს ან არსებული ინსტრუმენტების ახალ კომბინაციებს.

[1] Маршал Дж., Бансал В. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям. Пер.с англ. М.: ИНФРА-М, 1998, გვ.33.

ეს კომბინაციები საშუალებას გვიქმნიან წმინდა ფინანსური მეთოდებით გადაიჭრას დაფინანსების, ლიკვიდობის ამაღლების, დამატებით შემოსავლების მიღების, რისკის დაწევის პრობლემები.

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

ფინანსური ხელშეკრულება

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

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

ბიზნეს ურთიერთობებში შესაძლებელია გვხვდებოდეს ყველა ეს მიზეზი, მაგრამ დომინანტი ცხადია, სწორედ ხელშეკრულებას ეკუთვნის.

ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაში საუბარია მხოლოდ იმ ხელშეკრულებებზე, რომელთა შედეგად ცვლილება ხდება ფინანსურ აქტივებში, ვალდებულებებში ან კაპიტალში. ამ კატეგორიებს აქვს არა სამოქალაქო – სამართლებრივი, არამედ ეკონომიკური ბუნება, მათი განმარტებების პოვნა კი შეიძლება, მაგალითად, ფინანსური ანგარიშგების ზემოაღნიშნულ სტანრტებში.

ფინანსური აქტივები

ფინანსურ აქტივებს ეკუთვნის: ა) ფულადი სახსრები (ე.ი. სალაროში მყოფი სახსრები, საანგარიშსწორებო, სავალუტო და სპეციალური ანგარიშები); ბ) სხვა კომპანიიდან ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივის მოთხოვნის სახელშეკრულებო უფლება (მაგალითად, დებიტორული დავალიანება); გ) სახელშეკრულებო უფლება სხვა კომპანიასთან ფინანსური ინსტრუმენტების გაცვლაზე

[1] ნორმატიული მეურნეობის გაფართოებასა და სრულყოფასთან ერთად ზოგიერთი სტანდარტი ან გაუქმდა, ან სხვას შეერწყა, რის გამოც ახლა 39-ის ნაცვლად 35 მოქმედებს. ამ რეგულატორებს ასე თუ ისე პრაქტიკულად ყველა განვითარებული ქვეყანა აღიარებს; იგულისხმება, რომ სტანდარტები ჩართულია აღრიცხვისა და ანგარიშგების რეგულირების ეროვნულ სისტემებში, რაც უზრუნველყოფს საანგარიშგებო მონაცემების საკმარისად გამჭირვალობას, მათ ერთგვაროვნად გაგებასა და ინტერპრეტირებას საერთაშორისო კონტექტში.

პოტენციურად მომგებიანი პირობებით (მაგალითად, ოფციონი აქციებზე, რომელიც მისი მფლობელის ბალანსშია მოყვანილი); დ) სხვა კომპანიის ნაწილობრივი ინსტრუმენტი (ე.ი. აქციები, პაიები).

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

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

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

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

როგორც მოყვანილი განმარტებიდან ჩანს, გამოიყოფა ორი სახის მახასიათებელი, რომლებიც საშუალებას იძლევა ფინანსურ ინსტრუმენტთან კავშირის მქონედ მიჩნეულ იქნეს ესა თუ ის ოპერაცია: ჯერ ერთი, ოპერაციას საფუძვლად უნდა ედოს ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები; მეორე, ოპერაციას უნდა ჰქონდეს ხელშეკრულების (კონტრაქტის) ფორმა.

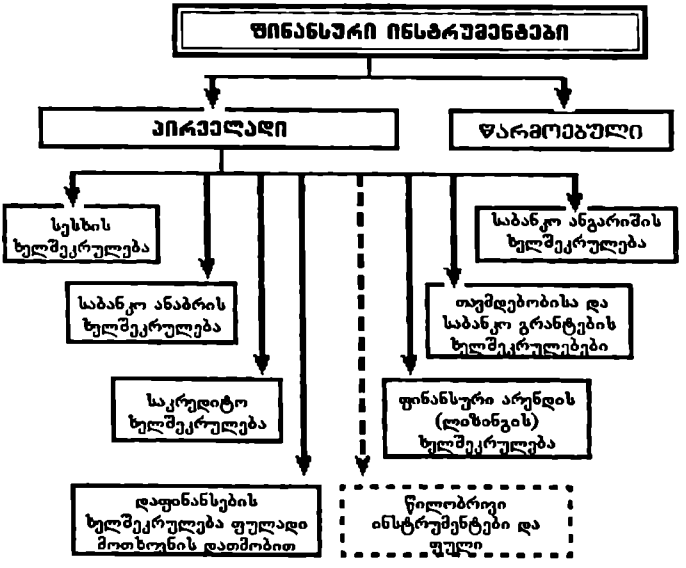
კერძოდ, საწარმოო მარაგები, მატერიალური და არამატერიალური აქტივები, მომაჟალი პერიოდების ხარჯები, მიღებული ავანსები და ა.შ. არ ხვდება ფინანსური აქტივების განმარტებაში. ამდენად, მართალია მათი ფლობა შესაძლებელია ფულადი ნაკადების პოტენციურ შემოსვლას იწვევდეს, მაგრამ მომავალში რაიმე ფინანსური აქტივების მიღების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

ნასყიდობის ხელშეკრულება

ხელშეკრულების ცნების მეშვეობით ინსტრუმენტის ზემოთ მოყვანილი განმარტება ძალიან ფართოდ შეიძლება ჩამოყალიბდეს. ეს ადვილად ჩანს ეკონომიკაში ერთ-ერთი ყველაზე უფრო გავრცელებული ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების მაგალითზე. ნასყიდობის ხელშეკრულების მიხედვით, ერთი მხარე (გამყიდველი) პასუხისმგებელია მეორე მხარეს (მყიდველს) საკუთრებაში გადასცეს ნივთი

(საქონელი), ხოლო მყიდველი ვალდებულია მიიღოს ეს საქონელი და ფულის გარკვეული თანხა (ფასი) გადაიხადოს მასში. ნასყიდობის ხელშეკრულებით გამყიდველის ძირითადი ვალდებულებაა საქონლის გადაცემა, ამასთან ამ გადაცემის ყველა პირობა (ადგილი, დრო, რაოდენობა, თანმხლები დოკუმენტები და მოქმედებები, ანგარიშსწორების წესი, შეუსრულებლობით ან არასათანადოდ შესრულებით განპირობებული შედეგები) ხელშეკრულებაში შეიძლება იყოს დაწერილებით მოცემული. ცნობილია საქონლის ფასის გადახდის სამი საბაზო ვარიანტი: წინასწარი გადახდა, ნაღდი ფულით გადახდა და გადავადებული გადახდა.

წინასწარ გადახდის შემთხვევაში გამყიდველს ერთდროულად უჩნდება ფინანსური აქტივი (კერძოდ კი – ავანსით მიღებული ფულადი სახსრები) და მყიდველებთან და დამკვეთებთან საანგარიშსწორებო ვალდებულებები, ხოლო მყიდველს – ფინანსური აქტივი დებიტორული დავალიანების სახით. ამ შემთხვევაში ნასყიდობის ხელშეკრულება არ ჩაითვლება ფინანსურ ინსტრუმენტად, რადგან იგი ითვალისწინებს საქონლის, ე.ი. არაფინანსური აქტივის, მიწოდებას. გარდა ამისა, აქ არც ფინანსური ვალდებულება — არის საქონლის მიწოდების ვალდებულება. იგი, უბრალოდ, ფულადი ფორმითაა გამოხატული იმისთვის, რათა ჩართული იყოს ბუღალტრული აღრიცხვის სისტემაში. ნაღდით გადახდის შემთხვევაში არსებითად, ადგილი აქვს აქტივების ტრანსფორმირებას მყიდველისა და გამყიდველის ბალანსებში კვლავ არ არის ფინანსური ინსტრუმენტის ნიშნები.



ნახ. 11.1 ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ფრაგმენტი. პირველადი ინსტრუმენტები

საქმე უფრო რთულადაა მესამე შემთხვევაში. საქონელი უკვე მიწოდებულია, მაგრამ როგორც მყიდველს, ისე გამყიდველის ბალანსში შესაბამისად ჩნდება კრედიტორული დავალიანება (ე.ი. ფინანსური ვალდებულება) და დებიტორული დავალიანება (ე.ი. ფინანსური აქტივი). სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფორმალური პოზიციებიდან, ნასყიდობის ხელშეკრულება ამ შემთხვევაში ჯდება ფინანსური ხელშეკრულების განმარტებაში – მისი გამოყენების შედეგად ორ კონტრაჰენტს ერთდროულად გაუჩნდა ფინანსური აქტივი და ფინანსური ვალდებულება. მაგრამ ფინანსურ

ინსტრუმენტზე ვერც აქ ეისაუბრებთ, რადგან ფინანსური აქტივი და ვალდებულება გაჩნდა ნასყიდობის ხელშეკრულების რეალიზაციის ბოლო ეტაპზე როგორც მისი შესრულების განსაკუთრებული ფორმის და ანგარიშსორების მიღებული სისტემის შედეგი.

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

აღსანიშნავია, რომ მოყვანილი არგუმენტები არაა აბსოლუტურად უდავო და მაინც, ქვემოთ მოყვანილ კლასიფიკაციაში აქცენტი სწორედ ფინანსურ აქტივებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზეა გაკეთებული. იმის გათვალისწინებით, რომ განმარტების თანახმად ფინანსური ინსტრუმენტების არსი ხელშეკრულებებია, შეგვიძლია მოვიყვანოთ მათი ამგვარი კვალიფიკაცია (ნახ 11.1).

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

11.2. პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები

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

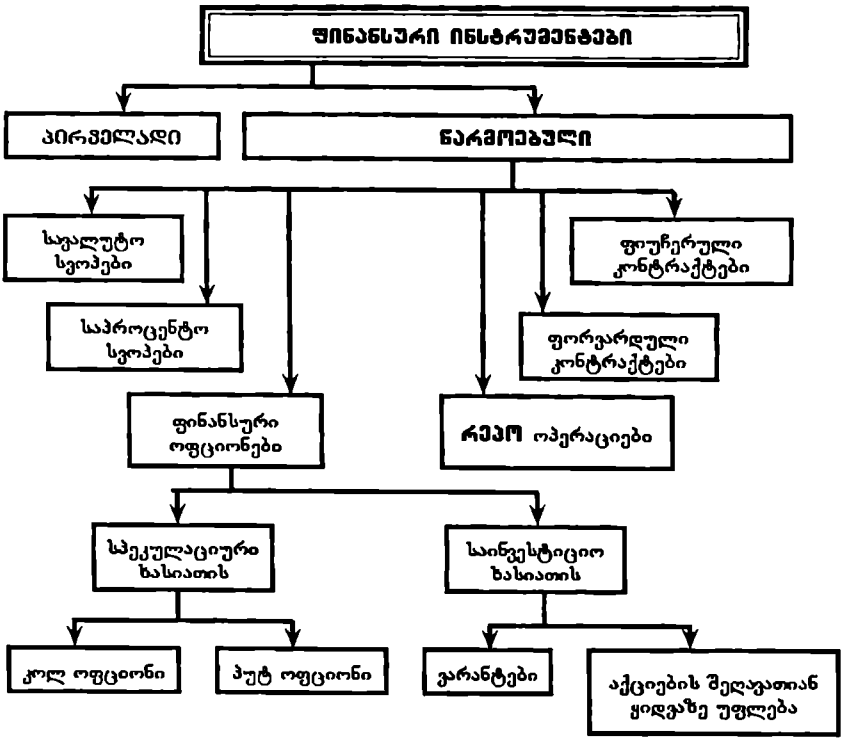
პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტი მოტანილია 11.2. ნახაზზე.

სესხის ხელშეკრულება

სესხის ხელშეკრულების თანახმად, ერთი მხარე (გამსესხებელი) საკუთრებაში გადასცემს მეორე მხარეს (მსესხებელს) ფულს ან მსგავსი ნიშნების მქონე სხვა ნივთებს, ხოლო მსესხებელი ვალდებულებას იღებს გამსესხებელს დაუბრუნოს იმდენივე ფული (სესხის თანხა) ან მის მიერ მიღებული სხვა ნივთების იმდენივე რაოდენობა, იმგვარივე და იმავე ხარისხის; გამსესხებელი შეიძლება იყოს ნებისმიერი ფინანსური და იურიდიული პირი. ამასთან, ხელშეკრულებას წერილობითი სახე აქვს, სესხის თანხის მიუხედავად. სესხის ხელშეკრულება დადებულად ითვლება ფულის ან სხვა ნივთების გადაცემის მომენტიდან. ხელშეკრულებაში განსაზღვრულია მხარეთა ფინანსური ვალდებულებები მისი პირობების დარღვევისთვის დაკისრებული სანქციების ჩათვლით. მხარეთა შეთანხმების შესაბამისად, მსესხებელს შეუძლია გასცეს თამასუქი, რომელიც ადასტურებს მის არაფრით განპირობებულ ვალდებულებას (უბრალო თამასუქი) ან თამასუქში მითითებული სხვა გადამხდელის ასეთივე ვალდებულებას (გადასაგზავნი თამასუქი), თამასუქში მითითებული ვადის დადგომისთანავე გაისტუმროს სესხის აღებული ფულის თანხა.

სესხის ხელშეკრულების დადება შესაძლებელია ობლიგაციების გამოშვებისა და გაყიდვის გზით. ობლიგაციად მიიჩნევენ ისეთ ფასიან ქაღალდს, რომელიც ადასტურებს მისი მფლობელის უფლებას, ობლიგაციის ემიტენტისგან გათვალისწინებულ ვადაში მიიღოს: ა) მისი ნომინალური ღირებულება

ან სხვა ქონებრივი ეკვივალენტი; ბ) ობლიგაციაში დაფიქსირებული პროცენტი ნომინალიდან ან სხვა ქონებრივი უფლებები. ამგვარად, ნებისმიერ შემთხვევაში სესხის ხელშეკრულების რეალიზაციის დროს გამსესხებელს უჩნდება ფინანსური აქტივი, როგორც კუთვნილ პროცენტებთან ერთად სესხის თანხით მოთხოვნის უფლება, ხოლო მსესხებელს – ფინანსური ვალდებულება როგორც გამსესხებლისთვის ხელშეკრულების პირობების შესაბამისი თანხის გადაცემის ვალდებულება.



ნახ. 11.2. ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ფრაგმენტი. წარმოებული ინსტრუმენტები

საკრედიტო ხელშეკრულება

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

დაფინანსებით ხელშეკრულება ფულის მოთხოვნის დათმობით (ფაქტორინგი)

ფაქტორინგის ხელშეკრულების მიხედვით ერთი მხარე (საფინანსო აგენტი) მეორე მხარეს (კლიენტს) გადასცემს ან ვალდებულებას იღებს გადასცეს ფულადის სახსრები მესამე პირის (მოვალის) მიმართ კლიენტის ფულადი მოთხოვნის ანგარიშში. ეს მოთხოვნა განპირობებულია

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

საბანკო ანგარიშის ხელშეკრულება

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

საბანკო ანაბრის ხელშეკრულება

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

ფინანსურ არენდის (ლიზინგის) ხელშეკრულება

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

- იჯარით გადასცემ ქონებას სპეციალურად იძენენ მოიჯარის დაკვეთით;

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

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

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

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

სამამულო პრაქტიკაში სალიზინგო ქონების ბალანსის მფლობელი განისაზღვრება ხელშეკრულებით. საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებულია, რომ სალიზინგო ქონება მოიჯარის ბალანსზე ირიცხებოდეს. ამგვარად, გარიგების შედეგად ლიზინგის მიმცემს უჩნდება ფინანსური აქტივი. გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდების სახით, ხოლო ლიზინგის მიმღებს – სალიზინგო გადასახდელთა ფინანსური ვალდებულება. ლიზინგის ხელშეკრულებები პრაქტიკულად დაურღვეველია (მათი გაწყვეტა პრინციპში კი შეიძლება, მაგრამ ეს დიდ ფინანსურ დანაკარგებს იწვევს), ამიტომ ხელშეკრულების შესრულებას ყოველთვის ახლავს თან ფულის ნაკადები, რომელთა ჯამი ფარავს ლიზინგის მიმცემის მიერ ქონების შეძენაზე გაწეულ ხარჯებს. ლიზინგის ხელშეკრულების საფუძველია გარკვეული სახის აქტივის შეძენისა და კლიენტისათვის მისი გადაცემის ოპერაცია. ამის მიუხედავად, ხელშეკრულება, არსებითად, დაკრედიტების ოპერაციაა, კლიენტი ქონებას იძენს სალიზინგო კომპანიის სახსრების ხარჯზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფორმალური ნიშნებითაც და არსებითადაც ამ ხელშეკრულებას თამამად შეიძლება ეწოდოს ფინანსური ინსტრუმენტი.

თავდებობისა და საბანკო გარანტიის ხელშეკრულებები

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

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

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

აქონდა ბალანსში, თაედებისთვის (გარანტისთვის) შესაბამისი ფინანსური ვალდებულება პირობითია და მას ბალანსგარეთ აღრიცხავენ. ამგვარად, ფორმალურად ეს ხელშეკრულებები არ ჯდება ფინანსური ინსტრუმენტის განმარტებაში, თუმცა არსებითად ისინი ინსტრუმენტებად გეეელინება; მართლაც, მოვალის მიერ ვალდებულებათა შეუსრულებლობის დროს თაედებს (გარანტს) დაუყოვნებლივ უჩნდება ვალის დაფარვის ფინანსური ვალდებულება, კრედიტორს კი – ფინანსური აქტივი როგორც თაედების (გარანტის) მიმართ მოთხოვნა. გაცემულ თაედებობასა და გარანტიებს ითვალისწინებენ თაედების (გარანტის) ფინანსურ მდგრადობაზე მსჯელობის დროს.

ნილობრივი ინსტრუმენტები და ფული

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

11.3. ნარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები

წარმოებულს ეკუთვნის ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ითვალისწინებენ საბაზრო აქტივის შეძენა-მიწოდების ან ამ აქტივის ზოგიერთი მახასიათებლის ცვლილებასთან დაკავშირებული შემოსავლის მიღება-გაცემის უფლების ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობას. ამგვარად, პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტისგან განსხვავებით, არ ითვალისწინებს წინასწარ განსაზღვრულ ოპერაციას უშუალოდ საბაზრო აქტივზე – ეს ოპერაცია მხოლოდ შესაძლებელია, თანაც, იგი მხოლოდ გარკვეულ გარემოებათა ერთმანეთზე დამთხვევისას მოხდება. დერივატივების მეშვეობით ყიდიან არა საკუთრივ აქციებს, არამედ მათზე ოპერაციების შესრულების ან შესაბამისი შემოსავლის მიღების უფლებას. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ერთ-ერთი შესაძლო კლასიფიკაციის სქემა 11.2. მოტანილია წინა გვერდზე.

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

მრავალ ფინანსურ ინსტრუმენტსა და ოპერაციას ფასიანი ქაღალდები უდევს საფუძვლად. ფასიანი ქაღალდი არის დადგენილი ფორმისა და სავალდებულო რეკვიზიტების მქონე დოკუმენტი

და ადასტურებს იმ ქონებრივ უფლებებს, რომელთა განხორციელება ან გადაცემა მხოლოდ მისი წარდგენის შემთხვევაშია შესაძლებელი. პოპულარული ფასიანი ქაღალდებია: სახელმწიფო ობლიგაცია, თამასუქი, ჩეკი, დეპოზიტური და საშემნახველო სერტიფიკატები. კონოსამენტი, აქცია, საპრივატიზებო ფასიანი ქაღალდები და სხვა დოკუმენტები, რომლებიც კანონით და წესით ფასიანი ქაღალდების ჯგუფს ეკუთვნის.

სპეკულირება და პეჯირება

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

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

უფრო მკაცრი გაგებით, ჰეჯირება ეს არის სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტებით ყიდვა-გაყიდვის ოპერაცია, რომელთა მეშვეობით მთლიანად ან ნაწილობრივ კომპენსირებას უკეთებენ ჰეჯირებას ობიექტის ღირებულების ცვლილებით მიღებულ დანაკარგებს (აქტივი, ვალდებულება, გარიგება), ან მასთან გათანაბრებულ ფულად ნაკადებს. ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარების კვალობაზე დგინდება, რომ ისინი წარმატებით შეიძლება გამოყენებული იქნას არა მარტო ვადიან ბაზრებზე, არამედ კაპიტალის ბაზრებზე და ასევე მიმდინარე საქმიანობაში.

პეჯირების ოპერაციების მიზანი

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

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ფინანსურ ოპერაციებში რისკი გაითვალისწინება მოგების ნორმაში: რაც მაღალია რისკის დონე, მით უფრო მაღალია მოგების ნორმა. ხშირ შემთხვევაში მოგების ნორმა

[1] უნდა აღინიშნოს, რომ ჰეჯირება არ არის რისკის თავიდან აცილების ერთადერთი გზა. უფრო დაწვრილებით რისკების სახეებს, შეფასების მეთოდებს და თავიდან აცილების წესებს ჩვენ ცალკე განვიხილავთ. **ავტორის შენიშვნა.**

განისაზღვრება საექსპერტო გზით. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში შეიძლება გამოყენებული იქნას რიგი ფორმალიზებული ალგორითმები. კერძოდ, სესხის პროცენტით გაცემისას, შეიძლება შეძენილი იქნა გაცემული სესხზე სადაზღვევო პოლისი, ხოლო სესხის სარგებლობისათვის პროცენტი შეიძლება დაიგინდეს ისე, რომ უზრუნველყოფილი იქნას გარანტირებული შემოსავალი ნებისმიერ შემთხვევაში (მოვალე გადახდისუნარიანი არის თუ არა).

ფორვარდული და ფიუჩერსული კონტრაქტები

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

ფორვარდული კონტრაქტის აქტი

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

იმისათვის, რომ გარანტირებული იქნას კონტრაქტის შესრულება, აუცილებელია ნაღდი ფულით ან მათი ეკვივალენტებით უზრუნველყოფა ლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების სახით. თანხა, რომელიც საჭიროა ფიუჩერსებით ვაჭრობის განხორციელებისათვის, შეადგენს, როგორც წესი, საქონლის საერთო ღირებულების 8-15%-ს, რაც გათვალისწინებულია კონტრაქტით. ეს სახსრები ვალდებულებების გარანტირებულ უზრუნველყოფას წარმოადგენენ და უკან ბრუნდება კონტრაქტის შესრულების ან პოზიციის დახურვის შემდეგ. ასე რომ, ვაჭრობის საგანი ასეთი სახის კონტრაქტებში არის ფასი, ხოლო ტერმინები კონტრაქტის „ყიდვა“ ან „გაყიდვა“ არის პირობითი და აღნიშნავს მხოლოდ გამყიდველის ან მყიდველის პოზიციის დაკავებას თავის თავზე შესაბამისი ვალდებულებების აღებით. კონტრაქტის შესრულების ვადის დადგომამდე მისი ნებისმიერი მონაწილე უფლებამოსილია დადოს გარიგება საპირისპირო ვალდებულებების აღებით, ე.ი. იყიდოს ან გაყიდოს იგივე ოდენობის ეს კონტრაქტები იგივე ვადაში. ორი საპირისპირო კონტრაქტის პირობების თავის თავზე აღება მათ ურთიერთგადაფარავს და ამით მოცემულ მონაწილეს ათავისუფლებს ვალდებულებების შესრულებისაგან.

რა როლს ასრულებს კლირინგი?

ფიუჩერსული ბაზრის ფუნქციონირება და მისი ფინანსური საიმედობა კლირინგის გზით მიიღწევა, ამ უკანასკნელის ჩარჩოებში ხორციელდება ვაჭრობის მონაწილეთა აღრიცხვა, მონაწილეთა ანგარიშების მდგომარეობაზე კონტროლი და გარანტირებული სახსრების შემოტანა, ვაჭრობაში მონაწილეობის შემდეგ მოგების და ზარალის ანგარიშსწორება. ყველა გარიგება ფორმდება საკლირინგო (საანგარიშსწორებო) პალატის მიერ, რომელიც გარიგების შესამე მონაწილეა ამასთან, მყიდველი და

გამყიდველი თავისუფლდება ურთიერთვალდებულებებისაგან, სამაგიეროდ, ყოველი მათგანის წინაშე წარმოიშობა ვალდებულება კლირინგული პალატის მიმართ. პალატა ასრულებს გარანტის როლის იმათთვის, ვინც არ მოახდინა თავისი ვალდებულებების ლიკვიდირება შესრულების ვადისათვის. ასე რომ, კონტრაქტებთან დაკავშირებული ოპერაციების სამართლებრივი საფუძველია კლირინგული პალატის და საფონდო ბირჟების მონაწილეების ერთიმეორესთან დამაკავშირებელი ხელშეკრულებები. მისი ფინანსური საფუძველია ფულადი სახსრები ან მონაწილეების მიერ გირაოს სახით შემოტანილი მათი ექვივალენტები.

რა არის ფიუჩერსები?

ფიუჩერსები (Futures Contracts) ფორვარდული კონტრაქტის ერთ-ერთი ფორმაა. ფასიანი ქაღალდის ეს სახეობა ძალზე გავრცელებულია საფონდო ბირჟებზე, ხოლო ინფორმაცია მათზე ქვეყნდება სპეციალურ პრესაში. ცხრ. 11.1-ში მოტანილია პუბლიკაცია ხორბლის ფიუჩერსულ ფასებზე.

მონაცემები ხორბლის ფიუჩერსული კონტრაქტების შესახებ
(ხუთშაბათი 15 სექტემბერი. 2009 წ.)
(ცენტებში 1 ბუშელზე)

ცხრილი 11.1

მიწოდების ვადა	გახსნის ფასი	მაქსიმალური ფასი	მინიმალური ფასი	დახურვის ფასი	ფასების ცვლილება დღეში	მთლიანად		
						მაქსიმალური ფასი	მინიმალური ფასი	კონტრაქტების რიცხვი
09.2008	411,0	416,50	407,00	407,0	-6,25	421,00	272	423
10.2008	427,0	432,25	422,00	423,25	-5,50	432,25	289	47151
03.2009	430,5	436,00	426,50	427,00	-4,75	436,00	323	12 823

ცხრილში მოტანილი მონაცემები აღნიშნავენ (პირველი სტრიქონის მიხედვით):

გრაფა 1. ფასები პირველ წუთებში 15.09.2009.

გრაფა 2. მაქსიმალური ფასი, რომელიც დაფიქსირდა 15.09.2009.

გრაფა 3. მინიმალური ფასი, რაც დაფიქსირდა 19.09.2008.

გრაფა 4. ფასები უკანასკნელ წუთებში 15.09.2008.

გრაფა 5. როგორ შეიცვალა ფასები ბირჟის დახურვისას მიმდინარე დღეს (ე.ი. დახურვის ფასმა 14.09.2008 შეადგინა 419.25

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

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

გრაფა 8. ვაჭრობაზე გამოტანილი კონტრაქტების რიცხვი.

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

ნაეთობი და ა.შ.) ფიუჩერსებად.

ფიუჩერსების თავისებურებები

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

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

✓ფორვარდული კონტრაქტები სპეციფიცირებულია ფიუჩერსული კი – სტანდარტიზებული. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ნებისმიერ ფორვარდულ კონტრაქტს ადგენენ კონკრეტული კლიენტების სპეციფიკური მოთხოვნილებების შესაბამისად. ამიტომ ფორვარდული კონტრაქტები ძირითადად არასაბირჟო ვაჭრობის ობიექტებია, ფიუჩერსებით კი ფიუჩერსების ბირჟებზე ვაჭრობენ.

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

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

✓იმის გამო, რომ ფიუჩერსული კონტრაქტებიცა და ოპერაციებში მონაწილეების ოდენობაც, ჩვეულებრივ, დიდია, ამიტომ კონკრეტული გამყიდველები და მყიდველები, როგორც წესი, ერთმანეთზე არ არიან მიჯაჭვულები. ეს იმას ნიშნავს, რომ როდესაც რომელიმე მიმწოდებელი მზად იქნება კონტრაქტის შესასრულებლად და ამის შესახებ აცნობებს ბირჟის კლირინგულ (საბირჟო) პალატას (რომელიც ფიუჩირების შესრულებას უძღვება), ეს პალატა შემთხვევითი წესით ირჩევს კონტრაქტის შესრულების მომლოდინე რომელიმე მყიდველს და უახლოესი დღეების განმავლობაში საქონლის მოსალოდნელი მიწოდების საქმის კურსში აყენებს მას.

✓ფორვარდული კონტრაქტებისგან განსხვავებით, რომლებსაც, ჩვეულებრივ, არასაბირჟო ბაზრებზე ყიდიან, ფიუჩერსები თავისუფალ მიმოქცევაშია ფიუჩერსების ბირჟებზე, ე.ი. არსებობს ამ ფასიანი ქაღალდების მუდმივი ლიკვიდური ბაზარი. ამიტომ აუცილებლობის შემთხვევაში გამყიდველს ყოველთვის შეუძლია საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტების მიწოდების ვალდებულებათა დარეგულირება თავისი ფუიჩერსების გამოსყიდვის გზით. ფიუჩერსების ბაზრის ფუნქციონირებასა და მის საიმედოობას უზრუნველყოფს საკლირინგო სისტემა, რომლის ფარგლებშიც მიმდინარეობს ვაჭრობის მონაწილეთა აღრიცხვა, მათი ანგარიშების მდგომარეობის და მათ მიერ საგარანტიო სახსრების შეტანის კონტროლი, ვაჭრობაში მონაწილეობიდან მიღებული მოგებისა თუ წაგების სიდიდის გაანგარიშება. ყველა გარიგებას აფორმებს საკლირინგო (საანგარიშსწორებო) პალატა, რომელიც გარიგების მესამე მხარე ხდება. ამით გამყიდველი და მყიდველი თავისუფლდებიან უშუალოდ ერთმანეთის წინაშე ვალდებულებებისგან და თითოეული მათგანი ვალდებული ხდება საკლირინგო პალატის წინაშე. პალატა გარანტის როლს თამაშობს იმათთვის, ვინც თავისი ვალდებულებების

ლიკვიდირება ვერ შეძლო მათი შესრულების ვადის მომენტისთვის, ამგვარად, კონტრაქტებზე ოპერაციების შესრულების სამართლებრივი საფუძველია ხელშეკრულებები, რომლებიც ბაზრის მონაწილეებს საკლირინგო პალატასთან და ბირჟასთან აკავშირებს; მათი ფინანსური საფუძველია მონაწილეების მიერ წინდის სახით შეტანილი ფულადი სახსრები ან მათი ეკვივალენტები.

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

განვიხილოთ მარტივი მაგალითი ცხრილი 11.1-ის მონაცემებზე დაყრდნობით.

მაგალითი. მყიდველმა და გამყიდველმა დადეს გარიგება, 15.09.2008 წ. დაბურვის ფასების მიხედვით, საკლირინგო პალატამ გამოაცხადა 19.09.2008 წ. საქონლის მოწოდების შესახებ, რომლის ფასი იქნება ამ დღის დაბურვის ფასი. დავუშვათ დაბურვის ფასი ირყეოდა შემდეგნაირად ბუშელზე:

ხუთშაბათი — 15.09.2008 — 4.07.

პარასკევი — 16.09.2008 — 4.04.

ორშაბათი — 19.09.2008 — 4.14.

მაშინ მყიდველის მოქმედება დღეების მიხედვით ასეთი იქნება:

15.09.2008 — ფიუჩერსული კონტრაქტის შესყიდვა ფასით — ბუშელი 4.07 დოლარი.

16.09.2008 — გადახდა კლირინგულ პალატაში, რომელიც ეფუძნება გათვლებს — 0.03 დოლარი ბუშელში.

17.09.2008 — ფულის მიღება კლირინგული პალატიდან, რომელიც ემყარება გათვლებს — 0,10 დოლარი ბუშელს.

დღე — გადახდა ხორბლის მიწოდებაზე ემყარება გათვლებს 4.14 დოლარი ბუშელზე და მიწოდება საქონლის მიღებაზე.

გამყიდველის (მიმწოდებლის) მოქმედება დღეების მიხედვით:

19.09.2008 — ფიუჩერსული კონტრაქტის გაყიდვა ფასით — ბუშელი 4,07 დოლარად.

16.09.2008 — ფულის მიღება კლირინგული პალატიდან გათვლებით — 0.03 დოლარი ბუშელში.

17.09.2008 — გადახდა კლირინგულ პალატაში, რომელიც ემყარება გათვლებს — 0,10 დოლარი ბუშელში.

19.09.2008 — ფულის მიღება მყიდველიდან, რომელიც ემყარება გათვლებს 4,14 დოლარი ბუშელში და საქონლის მიწოდება.

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

მყიდველი — 0,03 + 0,10 — 4,14 = — 4,07

გამყიდველი — + 0,03 — 0,14 + 4,14 + 4,7

როგორც უკვე აღინიშნა, ფიუჩერსებით ჰეჯირების განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს კომპანიისათვის, რომელიც ახდენს ფულადი და სასაქონლო რესურსების მსხვილ ბრუნვებს; მათთვის აუცილებელია არა იმდენად მაქსიმალურად შესაძლო მოგება, რამდენადაც სტაბილურობა და რწმენა,

ე.ი. აუცილებელია დაფიქსირდეს მისაღები ფასი მომავალში, დაზღვეული იქნან ისინი ფასების შესაძლო არასასურველი ცვლილებებისაგან. ფიუჩერსული კონტრაქტების გაყიდვის პეჯირებით სარგებლობენ მომავალი რეალური საქონლის პოტენციური გამყიდველები (გამყიდველმა, რომელსაც უნდა დააზღვიოს ფასი თავის გასაყიდ საქონელზე, წინასწარ უნდა გაყიდოს ფიუჩერსულ ბაზარზე კონტრაქტების საჭირო რაოდენობა); კონტრაქტის ყიდვის პეჯირებით დაინტერესებულნი არიან პოტენციური მყიდველები.

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

ფიუჩერსული ბაზრის მაგალითები

ფიუჩერსული ბაზარი პოსტქვეყნებში 1992 წელს ოქტომბერში მოსკოვის სასაქონლო ბირჟაზე აღმოცენდა. განაკვეთები გაკეთდა წვრილ სპეკულანტებში, ხოლო ფინანსური ინსტრუმენტების სახით გამოდიოდნენ ფიუჩერსული კონტრაქტები აშშ- დოლარზე.

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

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

ოპციონები

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

ᲝᲞᲪᲘᲝᲜᲘᲡ ᲒᲐᲜᲛᲐᲠᲢᲔᲑᲐ

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

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

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

ბ) უარი თქვას კონტრაქტის შესრულებაზე;

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

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

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

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

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

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

ᲝᲞᲪᲘᲝᲜᲔᲑᲘᲡ ᲙᲚᲐᲡᲘᲤᲘᲙᲐᲪᲘᲐ

არსებობს ოპციონების კლასიფიკაციის სხვა სახეც. კერძოდ, საბაზისო აქტივის მიწოდების შესრულებიდან გამომდინარე, ოპციონებს ორ ჯგუფად ყოფენ: ფიზიკური მიწოდების მქონე და ნაღდი ანგარიშსწორების მქონე ოპციონები. პირველ შემთხვევაში ოპციონის მფლობელს უფლება აქვს ფიზიკურად მიიღოს საბაზისო აქტივი (კოლ-ოპციონის შემთხვევაში) ან გაყიდოს იგი (პუტ-ოპციონის შემთხვევაში); მეორე შემთხვევაში საუბარია მხოლოდ იმ გადასახდელის მიღებაზე, რომელსაც საბაზისო აქტივის ფასსა და შესრულების ფასს შორის გაჩენილი სხვაობის სახე აქვს. კოლ-ოპციონის

შემთხვევაში მისი მფლობელი მხოლოდ მაშინ ისარგებლებს სხვაობის მიღების უფლებით, თუკი საბაზისო აქტივის ფასი გადააჭარბებს შესრულების ფასს; პუტ-ოპციონის შემთხვევაში პირიქით – როცა მიმდინარე ღირებულება ნაკლები აღმოჩნდება შესრულების ფასზე.

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

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

რაში მდგომარეობს ოპციონური სბრაბებია?

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

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

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

განვიხილოთ ამ ოფციონური კონტრაქტების ამგვარი ლოგიკა მაგალითზე.

მაგალითი: კომპანია „ალფამ" შეიძინა სამთვიანი კოლ ოფციონი კომპანია „ომეგასაგან" 100 აქციაზე შესრულების ფასით $P_e = 50$ დოლარი. აქციების ფასი ოფციონის გამოწერის მომენტში ასევე უტოლდებოდა 50 დოლარს. კონტრაქტის ფასი იყო 4 დოლარი აქციაზე. ცხადია, რომ მყიდველისათვის, უკიდურეს შემთხვევაში ზარალი რომ არ მიეღო აუცილებელი იყო იმ დროში, რომელ დროშიც მოქმედებს კონტრაქტი, აქციების ფასი გაიზარდოს მინიმუმ 4 დოლარამდე. (400 მან : 100). თუ კი ფასი გაიზრდება 55 დოლარამდე. მყიდველის შემოსავალი შეადგენს (55-50) 100 – 400 = 100 დოლარი.

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

400 — (52,5 – 50) 100 = 150 დოლარი.

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

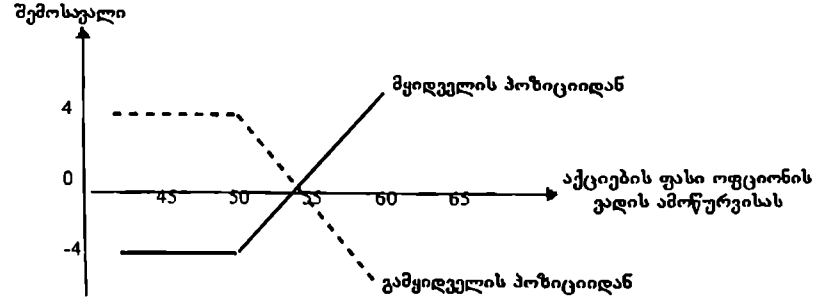
თვალსაჩინოებისათვის მოვიტანოთ გადახდის გრაფიკი. ნახ. 11.3.

მოტანილი გრაფიკი საშუალებას იძლევა გაკეთდეს დასკვნები ოფციონის მყიდველების და გამყიდველების შემოსავლებისა და დანაკარგების შესახებ, ასევე მყიდველის ქმედებების ვარიანტების შესახებ.

მყიდველის პოზიციებიდან:

სასურველი ტენდენცია მყიდველისათვის არის საბაზო აქტივის საკურსო ფასის ზრდა Pm, რაც გამოიწვევს ამ პოტენციური შემოსავლის შეუზღუდავ ზრდას.

მყიდველის ზარალი შეზღუდულია 4 ლარი თანხის ქვეით, აქციაზე ნაკლები ხარისხით. მის



ნახ. 11.3. გადახდების გრაფიკი კოლ ოფციონისათვის

პოტენციურ შემოსავალთან შედარებით, იგი განისაზღვრება საკურსო ფასის შემცირებით.

- ოფციონის მფლობელის ქმედება ასეთია:

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

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

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

გამყიდველის პოზიციებიდან:

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

  თუ კი ფასი გაიზრდება 54 ლარამდე. გამყიდველი განიცდის ზარალს, რომლის სიდიდეთა ფასის ზრდის პირდაპირპროპორციულია. ამასთან, ზარალის სიდიდე თეორიულად შეზღუდული არ არის ქვეით (თუ ოპერაცია ჰეჯირებული არ არის).

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

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

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

(60-50) . 100 — 7 . 100 = 300 $

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

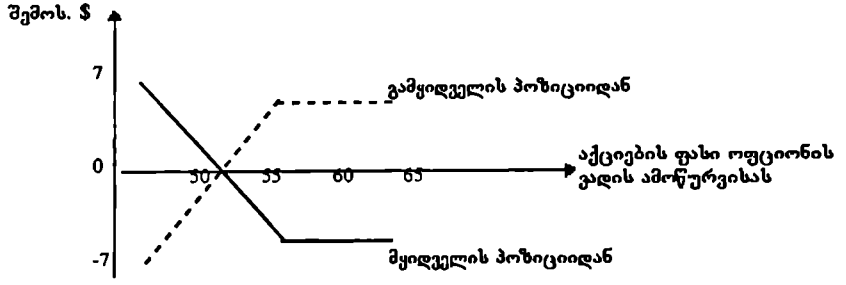
ოფციონის მყიდველის და გამყიდველის შემოსავლის და ხარჯების ცვლილება შეიძლება

წარმოვადგინოთ გრაფიკულად შემდეგნაირად. ნახ. 11.4.

ასე რომ, პუტ ოფციონის მფლობელის მოქმედება ასეთია:

- თუ კი Pm > 60, ოფციონი არ გამოიყენება, ამასთან, ზარალი ტოლია 7$-ს, (1 აქციაზე გათვლით).
- თუ კი 53 < Pm < 60, ოფციონი შესრულდება, ამასთან, ოფციონის მფლობელი რჩება ზარალში, რომლის სიდიდე მით ნაკლებია, რაც უფრო ახლოსაა საკურსო ფასი შესრულების ფასთან.

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



ნახ. 11.4. გადახდების გრაფიკი პუტ ოფციონისათვის

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

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

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

  Pm = Pe — ამ შემთხვევაში კოლ ოფციონი არის მოგების გარეშე, (სინონიმი — „при денгах“ — „at-the-money“);

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

ანალოგიური სიტუაცია ადვილი დასადგენია პუტ-ოფციონის შემთხვევაში.

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

როგორც მოტანილ მსჯელობებში და მაგალითებშია მითითებული, ოფციონთან დაკავშირებული ოპერაცია სარიკოა, ოფციონური კონტრაქტების პორტფელის შექმნის გზით შესაძლებელი ხდება დანაკარგების რისკის არსებითად შემცირება. დაუშვათ, რომ ინვესტორი ელოდება, რომ ფასები „ალფა-ს" ფირმის აქციებზე ახლო თვეებში საკმაოდ არამყარი იქნება. ამავე დროს ინვესტორს არ შეუძლია განსაზღვროს, რა მიმართულებით – შემცირების თუ გაძიდების – შეიცვლება ფასები. ამიტომ იგი მიმართავს ე.წ. კონსტრუირებულ კომბინაციას, რომლის არსი წარმოდგენილია რიცხვით მაგალითზე.

მაგალითი. დაუშვათ, რომ შესაძლებელია ვიყიდოთ ფირმა „ალფა"-ს „კოლ" და „პუტ" ოფციონები ერთ და იგივე ფასად — Pe = 50$. ერთი და იგივე ამოწურვის ვადით; ყოველი ოფციონის ფასი ერთი და იგივეა და შეადგენს 4$. ასევე აღვნიშნავთ, რომ საბაზრო ფასის კოტირებული მნიშვნელობა ოფციონის შესრულების მომენტში ტოლია 12$-ს. (50-2.4) და 58$-ს. (50+2.4). მხედველობაშია მისაღები, რომ საბაზრო ფასზე გადასვლისას ეს მნიშვნელობები ინვესტორის ზარალის (შემოსავლის) ნებისმიერ შემთხვევაში იცვლება შემოსავლით (ზარალით). განვიხილოთ შესაძლო სიტუაციები ოფციონების ვადის ამოწურვის დროს ასეთი კომბინაციის შემთხვევაში:

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

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

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

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

3) აქციების ფასი დაეცა 45$-მდე ამ შემთხვევაში პუტ ოფციონის შესრულება მოიტანს შემოსავალს, რაც საკმარისი არ იქნება კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეული ხარჯების დასაფარავად.

$$50 - 45 - 8 = -3\ \$.$$

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

5) აქციის ფასმა შეადგინა 54 დოლარი. ამ შემთხვევაში პუტ-ოფციონის გამოყენება მომგებიანი არაა, სამაგიეროდ, კოლ ოფციონმა შეიძლება მოიტანოს შემოსავალი, რომელიც ნაწილობრივ ანაზღაურებს კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეულ ხარჯებს.

$$54 - 50 - 8 = -4\ \$.$$

6) აქციის ფასმა შეადგინა 58 $. სიტუაცია ანალოგიურია მე-2 სიტუაციის, იმ განსხვავებით რომ კოლ ოფციონის შესრულება მოიტანს შემოსავალს, რომელიც კომბინაციების კონსტრუირებაზე გაწეულ ყველა ხარჯს დაფარავს.

$$58 - 50 - 8 = 0\ \$.$$

7) აქციის ფასმა შეადგინა 60 $. სიტუაცია 1 სიტუაციის ანალოგიურია მხოლოდ იმ განსხვავებით, რომ კოლ ოფციონის გამოყენება არა მარტო შემოსავალს მოიტანს, რომელიც დაფარავს კომბინაციათა კონსტრუირებაზე გაწეულ ხარჯებს, არამედ მოგებას მოუტანს ინვესტორს.

$$60 - 50 - 8 = 2\ \$.$$

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

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

თუ რომელ მხარეს მოხდება ფასების ცვლილება.

განხილული კომბინაციით, რომელიც სტელაჟის ან სტრედლის (Straddle) სახელწოდებითაა ცნობილი, ცხადია, არ ამოიწურება ყველა მისი მრავალფეროვნება. ცნობილია კომბინაციები, რომლის საფუძველია კოლ და პუტ ოფციონები, შესრულების სხვადასხვა ფასით, შესრულების ვადით, საბაზისო აქტივებთან შერწყმით და ა.შ. შესაბამისი მაგალითები შეიძლება იყოს როგორც ნათარგმნ ლიტერატურაში, ასევე სამამულო სპეციალისტების მონოგრაფიებში (იხ. Буренин, 1996). რაც შეეხება საკუთრივ მაგალითს, ჩვენ იგი მოვიტანეთ, რათა გვეჩვენებინა, რომ ოფციონების მეშვეობით ინვესტორებსა და სპეკულანტებს შეუძლიათ გადაწყვიტონ როგორც ჰეჯირების, ასევე შემოსავლის გენერირების ამოცანები.

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

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

დაწვრილებით განვიხილოთ მაინც რატომ ყალიბდება პრემია, ანუ ინვესტორის სურვილი გადაიხადოს უფრო მეტი, ვიდრე ოფციონის შიდა ღირებულებაა. საქმე იმაშია, რომ თუ კი მისი მოლოდინი დადასტურდა, მაშინ ოპერაციის შემოსავლიანობამ ოფციონის შეძენის თვალსაზრისით არსებითად შეიძლება გადააჭარბოს საკუთარი საბაზისო აქტივის ოპერაციის შემოსავლიანობას.

სინამდვილეში, დავუშვათ, რომ კოლ ოფციონის შესრულების ფასი, რომელიც ნაყიდია 5 დოლარად, ტოლია 80$-სა, რაც დაემთხვა საბაზო აქტივის საბაზრო ფასს. ვთქვათ, ოფციონის შესრულების მომენტში საბაზო აქტივის ფასი გაიზარდა ერთბაშეგარჯერ, ე.ი. 120$-მდე.

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

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

$$P_o = V_t + P_r = /P_m - P_e/ + P_r$$

შენიშვნა:

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

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

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

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

ოფციონების საერთო ტენდენციები

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

- რაც უფრო ხანგრძლივია ოფციონის ვადა, მით უფრო მაღალია მისი ფასი და პრემია, რამდენადაც საბაზისო აქტივის ფასის მოსალოდნელი ცვლილების სიდიდე უფრო განუსაზღვრელია; არამდგრადი აქციების ოფციონები გაცილებით ძვირია, ვიდრე სტაბილური აქციებისა, რამდენადაც რაც უფრო მცირეა ფასების მოსალოდნელი ცვლილება, მით ნაკლებია შემოსავლის მიღების შესაძლებლობა და მით დაბალია ოფციონის ფასი;
  კოლ ოფციონისათვის დამახასიათებელია: რაც უფრო აღემატება მიმდინარე საბაზრო ფასი შესრულების ფასს, მით მაღალია ოფციონის ფასი და მით ნაკლებია პრემიის მნიშვნელობა. სხვა სიტყვებით, Pm-სა და Pe-ს შორის გადახრის ზრდასთან ერთად პრემიის წილი ფასში მცირდება, ე.ი. ოფციონის ფასი სულ უფრო უახლოვდება, მის შიდა ღირებულებას. ამის ახსნა ადვილია: ეფექტიანი ბაზრის პირობებში ფასების უსაზღვრო ზრდა შეუძლებელია, ამიტომ მორიგი ზრდის ალბათობა და სიდიდე სულ უფრო მცირდება;
  პუტ ოფციონისათვის დამახასიათებელია შებრუნებული სიტუაცია: რაც უფრო მეტად მცირდება საბაზისო აქტივის ფასი, და გადაიხრება შესრულების ფასისაგან, მით უფრო ნაკლებია პრემიის წილი ოფციონის ფასში.

თვალსაჩინოებისათვის შეიძლება გრაფიკზე ვუჩვენოთ, სხვადასხვა პარამეტრების ცვლილებისას, თუ რამდენად იცვლება კოლ ოფციონის ღირებულებითი მაჩვენებლები 50$ შესრულების ფასის შემთხვევაში (ცხრილი 11.2 და ნახ. 11.5.).

ოფციონის ძირითადი ღირებულებითი მახასიათებლების ვარიაცია

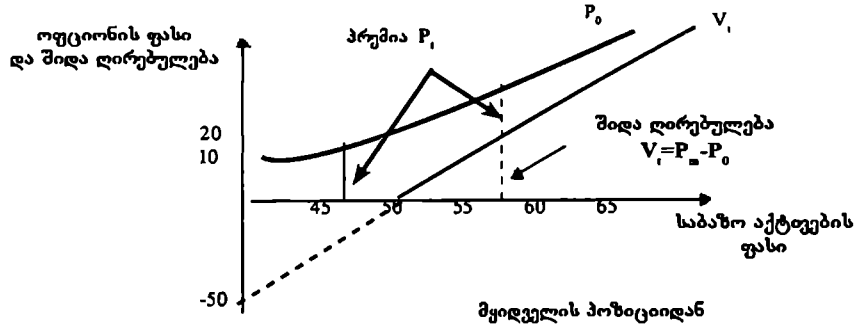
ცხრილი 11.2

საბაზისო აქტივის მიმდინარე ფასი Pm	შესრულების ფასი Pe	ოფციონის შიდა ფასი V_i	ოფციონის საბაზრო ფასი P_o	ოფციონის დროებითი ღირებულება (პრემია) V_t
45	50	0	6	6
50	50	0	6	6
55	50	5	8	3
60	50	10	12	2
65	50	15	16	1

გრაფიკიდან ჩანს, რომ რამდენადაც კოლ ოფციონის გამოწერის მომენტში საბაზისო აქტივის მიმდინარე საბაზრო ფასი ჩვეულებრივ ნაკლები, შესრულების ფასზე, ოფციონის შიდა ღირებულება 0-ის ტოლია, ხოლო მისი მიმდინარე საბაზრო ღირებულება სიდიდის მიხედვით ემთხვევა პრემიას (არ არის გამორიცხული, რომ ეს არის უფლებამოსილების მიზეზების ერთ-ერთი შედარებით

საფუძვლიანი ახსნა რაც უკავშირდება ტერმინების — „პრემია“ და „ოფციონის ფასი“ აღიარებს). სურვილის შემთხვევაში მკითხველს შეუძლია ანალოგიური გრაფიკი ააგოს ასეთ ოფციონისათვის.

ოფციონის საბაზრო ფასის გათვლის პრინციპების უზრუნველსაყოფად ოფციონების ფასწარმოქმნის ფინანსების თეორიის ჩარჩოებში, სადაც ცენტრალურ ადგილს იკავებს ცნობილი ბლეკსკოულოზის მოდელი, (რომლის სახელწოდებაც მისი შემქმნელების გვარებიდან მოდის), ემყარება ჰეჯირების იდეას ურისკო პორტფელის აგების გზით, რომელიც შეიცავს ოფციონის და საბაზო აქტივის რიგ კომბინაციებს. ამ მოდელის აღწერას დაწვრილებით შეიძლება გაეცნოთ დასავლეთის და ურჩი სპეციალისტების მონოგრაფიებში.[1]



ნახ. 11.5. კოლ ოფციონის ღირებულებით მაჩვენებლის ცვლილების გრაფიკული ილუსტრაცია

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

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

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

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

[1] Бригхем Ю., Гапенский Л., Финансовый менеджмент. ტ.I. გვ. 148-152.

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

ვარანტის არსი და სახეები

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

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

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

სვოპები

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

ოპერაციის არსი ადვილად შეგვიძლია გავიგოთ საპროცენტო სვოპების მაგალითზე. საწარმომ, რომელმაც სასესხო სახსრები მოიზიდა, მასზე პროცენტები უნდა გადაიხადოს. დაკრედიტება სხვადასხვა სქემით შეიძლება მოხდეს, მაგალითად, კრედიტი შეიძლება გასცენ ან ფიქსირებული, ან მცურავი განაკვეთით - ლიბორით[1] ან მასზე „მიბმული“ განაკვეთით. გარდა ამისა, საკრედიტო შეთანხმების პირობები განსხვავებული შეიძლება იყოს, კერძოდ, კლიენტების განსხვავებული გადახდისუნარიანობის გამო. ასეთ პირობებში, როგორც ჩანს, არსებობს აღებული კრედიტების მომსახურების საქმეში ორი კლიენტის ძალისხმევის მიზნით.

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

სავალუტო სვოპი

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

რეპო-ოპერაციები (Repurchase Agreement, REPO)

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

ოპერაციის ეკონომიკური არსი აშკარაა: ერთი მხარე იღებს მისთვის სასწრაფოდ საჭირო ფულად რესურსებს, მეორე კი ივსებს ფასიან ქაღალდების დროებით დეფიციტს, თანაც, პროცენტებს იღებს გასესხებულ ფულად რესურსებზე. რეპო-ოპერაციებს ძირითადად სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ასრულებენ და მათ მოკლევადიან ოპერაციებს მიაკუთვნებენ – რამდენიმე დღიდან რამდენიმე თვემდე

[1] ლიბორი (LIBOR – London Inter-Bank Offered Rate) მოკლევადიან კრედიტებზე დაწესებული საპროცენტო განაკვეთია, რომელსაც ბანკები იყენებენ ლონდონის დეპოზიტების ბანკთაშორის ბაზარზე. ეს განაკვეთი საპროცენტო განაკვეთების უმნიშვნელოვანესი ორიენტირია სასესხო კაპიტალების საერთაშორისო ბაზარზე.

მსოფლიო პრაქტიკაში ყველაზე უფრო გავრცელებულია 24-საათიანი გარიგებები. ბოლო პერიოდში მეტად პოპულარული გახდა სამმხრივი რეპოები, როცა ფასიანი ქაღალდების პაკეტის გამყიდველსა (მსესხებელსა) და მყიდველს (კრედიტორს) შორის იმყოფება შუამავალი, რომლის მოვალეობებიც ხელშეკრულებაშია აღწერილი (როგორც წესი, ესაა მსხვილი ბანკი), ხელშეკრულების მონაწილეები ამ შემთხვევაში თავიანთი ფასიანი ქაღალდებისა და ფულადი სახსრების ანგარიშებს შუამავალ ბანკში ხსნიან. სამმხრივ შეთანხმებას უფრო საიმედოდ მიიჩნევენ ჩვეულებრივეთან შედარებით. რეპო-ხელშეკრულება, ერთგვარად, საწინდრით გაცემულ კრედიტადაც შეგვიძლია განვიხილოთ.

11.4. ფინანსური ინსტრუმენტების როლი ფირმის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებაში

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

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

ფინანსური აქტივების ბალანსში ასახვა

ნებისმიერი ფინანსური აქტივი ბალანსში შესაძლოა, ერთი მხრივ, ნიშნავდეს მიმდინარე (რეგულარული) და კაპიტალიზებული შემოსავლების წყაროს (მაგალითად, გარეშე ემიტენტის იმ აქციებს, რომლებიც ფირმის საკუთრებაშია და მისი ბალანსის აქტივშია ნაჩვენები, შეიძლება დივიდენდის სახის შემოსავლები შემოჰქონდეს), ხოლო, მეორე, მხრივ, პოტენციურად მოჰქონდეს ზარალი[1] (მაგალითად,

[1] ნიმუშად შეგვიძლია მოვიყვანოთ კომპანია და ვალდებულების უმსხვილესი ენერგეტიკული ტრეიდერი, რომლის აქციების ფასი 2001 წ. ოქტომბერ-ნოემბერში 80%-ზე მეტად დაეცა. ამან კი კომპანია გააკოტრა, მის მრავალ კონტრაჰენტსა და ინვესტორს კი დიდი-დიდი ზარალი განაცდევინა.

გარეშე ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების ერთბაშად ვარდნის შემთხვევაში, როდესაც მიმდინარე ფასი იმ თვითღირებულების ქვევით ეშვება, რომლებსაც წინათ ამ ქაღალდებს იძენდნენ).

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

ფინანსური აქტივების, ინსტრუმენტებისა და ვალდებულებების შესახებ მონაცემები კომპანიების ბალანსშია ასახული, ამიტომ შემთხვევითი არაა, რომ ბოლო წლებში აქტიურად მსჯელობენ საჯარო ანგარიშების გამჭვირვალობაზე, ინვესტირების, კრედიტორებისა და კონტრაპენტებისათვის მის ხელმისაწვდომობაზე. გამჭვირვალობა ნიშნავს, პირველ რიგში, ანგარიშგებაში ფირმის ყველა აქტივისა და ვალდებულების სარწმუნოდ და კეთილსინდისიერად წარმოდგენა და მეორეც, ანგარიშგებაში იმ მონაცემების არსებობას (ანალიტიკური გაშიფვრის, შენიშვნებისა და განმარტებების ჩათვლით), რომლებიც კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე ობიექტურ წარმოდგენას ქმნის. სარწმუნოობისა და კეთილსინდისიერების ცნება, თავის მხრივ, გულისხმობს ანგარიშგების ყველა მუხლის კორექტულად შეფასებასაც. ანგარიშგების საჯაროობა ნიშნავს მის ხელმისაწვდომობას ყველა დაინტერესებული პირებისთვის. გარდა ამისა, შესაძლებელია ეროვნული სპეციფიკაც ამ ცნების განმარტებაში. ბუღალტრული ანგარიშგების საჯაროობა მოიცავს: 1. ანგარიშგების გადაცემას სტატისტიკის ტერიტორიული ორგანოებისთვის; 2. მის გამოქვეყნებას იმ ჟურნალ-გაზეთებში, რომლებიც ანგარიშგებით მოსარგებლეებს მიუწვდებათ ხელი, ან მათ შორის ამ ანგარიშგების შემცველი ბროშურებისა და ბუკლეტების გაერცელებას.

ბუღალტრული ანგარიშგება

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

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

საბაზისო განმარტებები

უპირველეს ყოვლისა, შემოვიღოთ საბაზისო განმარტებები. **თვითღირებულება არის იმ რესურსების ხარჯის ან გასტუმრების ღირებულებითი შეფასება, რომლებსაც საწარმოო ფულებს ან იზიდავს**

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

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

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

✓ ფინანსური ინვესტიციები განიხილება როგორც დროებით თავისუფალი კაპიტალის ეფექტიანი გამოყენების აქტიური ფორმა ან როგორც სტრატეგიული მიზნების რეალიზაციის ინსტრუმენტი, რომელიც დაკავშირებულია საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის დივერსიფიკაციასთან: 1. კაპიტალის დაბანდება ერთობლივი საწარმოების საწესდებო ფონდებში; 2. კაპიტალის დაბანდება ფულადი ინსტრუმენტების შემოსავლის სახეებში. 3. კაპიტალის დაბანდება საფონდო ინსტრუმენტების საშემოსავლო სახეებში;

✓ საწარმოს ფინანსური ინვესტიციებით მართვის პროცესი ხორციელდება ძირითადი ეტაპების მიხედვით: 1. ფინანსური ინვესტიციების მდგომარეობის ანალიზი წინა პერიოდში; 2. მიმდინარე პერიოდში ფინანსური ინვესტირების მოცულობის განსაზღვრა; 3. ფინანსური ინვესტირების ფორმების შერჩევა; 4. ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება; 5. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება; 6. ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ოპერატიული მართვის ეფექტიანობის უზრუნველყოფა.

✓ ფინანსური ინვესტირების განხორციელების პროცესში მის ყოველ ფორმაში ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ამოცანაა იმ ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შემოწმება, რომლებიც მიმოიქცევიან ბაზარზე.

✓ ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება არის მისი ცალკეული სახეების ინტეგრალური დახასიათება, რომელსაც ინვესტორი ახორციელებს ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მიზნების გათვალისწინებით. ფინანსური ინვესტიციების მიმართულებები ბოლო პერიოდში სულ უფრო მეტად ორიენტირდება საფონდო ინსტრუმენტებზე.

✓ თანამედროვე ფინანსური ინვესტირება უშუალოდაა დაკავშირებული „ინვესტიციური პორტფელის“ ფორმირებასთან. იგი ემყარება იმას, რომ ინვესტორთა უმეტესობა ფინანსური ინვესტირების განსახორციელებლად ირჩევს რამდენიმე ფინანსურ ინსტრუმენტს, ე.ი. აყალიბებს მათ გარკვეულ ერთიანობას. ასეთი ინსტრუმენტების მიზანმიმართული შერჩევა წარმოადგენს ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების პროცესს.

✓ ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მთავარი მიზანია საწარმოს ფინანსური ინვესტირების პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების განხორციელების უზრუნველყოფა შედარებით შემოსავლიანი და უსაფრთხო ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის გზით. ჩამოყალიბებული მთავარი მიზნების გათვალისწინებით აიგება ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების კონკრეტული ლოკალური მიზნების სისტემა, რომელთაგან ძირითადია შემდეგი: 1) ინვესტიციური შემოსავლების მაღალი დონის ფორმირების უზრუნველყოფა მიმდინარე პერიოდში; 2) ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა გრძელვადიან პერსპექტივაში; 3) ფინანსურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული ინვესტიციური რისკების დონის მინიმიზაციის უზრუნველყოფა; 4) ინვესტიციური პორტფელის აუცილებელი ლიკვიდაციის უზრუნველყოფა; 5) ფინანსური ინვესტირების პროცესში „საგადასახადო ფასის“ მაქსიმალური ეფექტის უზრუნველყოფა.

✓ საწარმოს ინვესტიციური პორტფელის ტიპიზაცია შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით სწარმოებს: 1. საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირების მიზნების მიხედვით; 2. თაყის თაზე აღებული რისკების დონის მიხედვით; 3. ლიკვიდობის დონის მიხედვით; 4. საინვესტიციო პერიოდის მიხედვით; 5. საინვესტიციო შემოსავლის საგადასახადო დაბეგვრის პირობების მიხედვით; 6. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების სტრუქტურის სტაბილურობის მიხედვით; 7. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი სახეების სპეციალიზაციის მიხედვით; 8. ფორმირების სტრატეგიული მიზნების, რიცხვის მიხედვით; 9. ფორმირების პირველადობის მიხედვით.

✓ სასტარტო პორტფელის ფორმირების პროცესი მისი დასრულების შემდეგ ადგილს

უთმობს მისი რესტრუქტურიზაციის ოპერატიულ მართვას.

✓ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციით ოპერატიული მართვის ქვეშ იგულისხმება მმართველობითი გადაწყვეტილებების დასაბუთება და რეალიზაცია, რომელიც უზრუნველყოფს ფორმირებული პორტფელის მიზნობრივი საინვესტიციო მიმართულებების მხარდაჭერას, მისი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის პარამეტრების მიხედვით მისი ცალკეული ინსტრუმენტების როტაციის გზით ინვესტორის მიზნებისა და საინვესტიციო რესურსების სიდიდის ცვლილება, ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურსი მნიშვნელოვანი ცვლილება და რყევა, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება, ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მოწოდების გაფართოება, და რიგი სხვა პირობები განაპირობებს ფორმირებული ინვესტიციური პორტფელის მიმდინარე კორექტირების აუცილებლობას. ასეთ კორექტირება იწოდება „პორტფელის რესტრუქტურიზაცია“ და არის საწარმოში მისი მეშვეობით ოპერატიული მართვის პროცესის ძირითადი შინაარსის მატარებელი.

✓ ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირება ხორციელდება ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრეადის დახმარებით (ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები). ბაზრებზე ადგილი აქვს ინვესტირების და დაფინანსების მოთხოვნის აკუმულირებას, ძიებასა და ანგარიშსწორებას კონკრეტულ რეციპიენტებთან და დონორებთან ერთად. ამასთან, ბაზრის გახსნილობა დიდი ან მცირე ხარისხით ხელს უწყობს ფულადი ნაკადების ოპტიმიზაციას. ფინანსური დონორებისა და რეციპიენტების მოძიებასა და მოყვანას ახორციელებენ ფინანსური ინსტიტუტები ფინანსურ ბაზრებზე, პროფესიულად მომუშავე ორგანიზაციები. ინვესტიციური და ფინანსური ხასიათის წინადადებების (მიწოდების) პრაქტიკული რეალიზაცია, ე.ი. ფინანსური სახსრების სანაცვლო და ურთიერთსასარგებლო გადადინების ორგანიზაცია მათი მომწოდებლიდან (დონორის) მომხმარებლამდე (რეციფიენტი), ხორციელდება საბაზრო ინსტრუმენტების მეშვეობით. ამ დროს შესაძლებელია შედარებით უფრო ეფექტიანად დაკმაყოფილდეს ოპერაციის კონკრეტულ მონაწილეთა მიზნები.

✓ ფინანსურ ბაზრებზე გამყიდველად და მყიდველად გვევლინება ეკონომიკური სუბიექტების სამი ჯგუფი: შინამეურნეობები, ფირმები და სახელმწიფო. მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ურთიერთობა ხორციელდება ან უშუალოდ, პირდაპირ ან შუამავლების საშუალებით. პირველ შემთხვევაში ურთიერთინტერესების გათვალისწინება პირდაპირი დაფინანსების მეშვეობით ხორციელდება, მეორეში კი — შუამავლების დახმარებით შესრულებული დაფინანსებით.

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

✓ განიხილავენ ბაზრების შემდეგ სახეებს: 1. ფიზიკური აქტივების ბაზრები (physical assets markets); 2. სპოტ-ბაზრები (spot markets) და ფიუჩერსული ბაზრები (futures markets); 3. ფულის ბაზრები (money markets); 4. საფონდო ბაზრები (capita markets); 5. იპოთეკური სავალო ქაღალდების ბაზრები (mortgage markets) 6. არსებობენ ასევე მსოფლიო (world), ეროვნული (national) რეგიონული (regional) და ადგილობრივი (local) ბაზრები; 7. პირველადი ბაზრები (primary); 8. პირველსაწყისი საჯარო მიწოდების ბაზარი (Initial Public Offering, IPO); 9. მეორადი (secondary) ბაზრები; 10. კერძო (private) ბაზრები; 11. სავალუტო ბაზარი (Foreing Exchange Market, Forex Market); 12. ოქროს ბაზარი (Gold Market); 13. კაპიტალის ბაზარი (Capital Market).

✓ ნებისმიერი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნის საფინანსო სისტემის მნიშვნელოვანი საკვანძო ელემენტია ფინანსური ბაზრები და ფინანსური ინსტიტუტები. ფინანსური

ინსტიტუტები ესაა დაწესებულებები, რომლებიც ახორციელებენ ფულის გადაცემის ოპერაციებს, ინვესტირების, დაკრედიტების და ფულადი სახსრების გასესხების ოპერაციებს სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების დახმარებით. ფინანსური ინსტიტუტის ძირითადი დანიშნულება შუამავლობის ორგანიზებაა, ე.ი. ფულადი სახსრების ეფექტიანი გადაადგილება (პირდაპირი ან ირიბი ფორმით) დამზოგველებიდან სესხის ამღებებამდე. პირველები წარმოადგენენ ე.წ. „ფულის ტომრების" მფლობელებს. ე.ი. ისინი მზად არიან ეს ფული გადასცენ გარკვეული საფასურის ხარჯზე იმ პირებს, ვისაც ეს რესურსები ძალზე სჭირდებათ. მეორეებს პორტფელებში აქვთ მომგებიანი საინვესტიციო პროექტები, მაგრამ არ გააჩნიათ მათ სარეალიზაციოდ საჭირო და საკმარისი დაფინანსების წყაროები.

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

ფინანსური ინსტიტუტები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს: 1) ფინანსური რესურსების დაზოგვა (saving); 2) საკუთრივ შუამავლობა (intermediation); 3) ფინანსური ტრანსფორმაცია (maturity transformation); 4) რისკის გადაცემა (risk transfer); 5) სავალუტო ოპერაციების ორგანიზაცია (foreign exchange operations); 6)ლიკვიდობისათვის ხელის შეწყობა (liquidity); 7) ოპერაციების ორგანიზება კომპანიის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ცვლილებების თვალსაზრისით (going public and going private transactions).

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

კომერციული ბანკები (commercial banks); სასესხო შემნახველი ასოციაციები (saving and loan associations, S&Ls); თანაზიარი კრედიტის სალაროები (ურთიერთ დახმარების, Mutual Saving Banks); საკრედიტო კავშირები (credit unions); სიცოცხლის დამზღვევი საზოგადოებები (life insurance companies); თანაზიარი ფონდები (mutual funds); საპენსიო ფონდები (pension funds).

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

მონაწილეობის ხერხები (აქციები და პაიები).

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

პირველადს ეკუთვნის ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც გარკვეით ითვალისწინებენ რაიმე ფინანსური აქტივის ყიდვას, გაყიდვას, მიწოდებას, მიღებას, რის შედეგადაც ორმხრივი ფინანსური ვალდებულებები ჩნდება. სხვა სიტყვებით, მსგავსი ნიშნების მქონე ამ ხელშეკრულებათა ჯგუფად შესრულების შედეგად ჩამოყალიბებული ფულადი ნაკადები წინასწარაა განპირობებული. ასეთი აქტივები შეიძლება იყოს ფულადი სახსრები, ფასიანი ქაღალდები, დებიტორული დავალიანება. და ა.შ. პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტია: სესხის ხელშეკრულება; საბანკო ანაბრის ხელშეკრულება; საკრედიტო ხელშეკრულება; დაფინანსების ხელშეკრულება ფულადი მოთხოვნის დათმობით. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაციის ერთ-ერთი შესაძლო ვარიანტია: საბანკო ანგარიშის ხელშეკრულება; თვმდებობისა და საბანკო გრანტების ხელშეკრულებები; ფინანსური არენდის (ლიზინგის) ხელშეკრულება; წილობრივი ინსტრუმენტები და ფული.

✓ წარმოებულს ეკუთვნის ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ითვალისწინებენ საბაზრო აქტივის შეძენა-მიწოდების ან ამ აქტივის ზოგიერთი მახასიათებლის ცვლილებასთან დაკავშირებული შემოსავლის მიღება-გაცემის უფლების ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობას. ამგვარად, პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტისგან განსხვავებით, არ ითვალისწინებს წინასწარ განსაზღვრულ ოპერაციას უშუალოდ საბაზრო აქტივზე — ეს ოპერაცია მხოლოდ შესაძლებელია, თანაც, იგი მხოლოდ გარკვეულ გარემოებათა ერთმანეთზე დამთხვევისას მოხდება. დერივატირების მეშვეობით ყიდიან არა საკუთრივ აქციებს, არამედ მათზე ოპერაციების შესრულების ან შესაბამისი შემოსავლის მიღების უფლებას. წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ერთ-ერთი შესაძლო კლასიფიკაციის სქემა 11.2.

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

✓ თანამედროვე ფინანსური ინსტრუმენტების (დერივატივების) წარმოშობა ძირითადად განპირობებული იყო, ბაზრის მონაწილეთა ჰეჯირებითა და სპეკულაციური მისწრაფებებით. გავიხსენოთ, რომ სპეკულირება (Speculation) ეს არის სახსრების დაბანდება მაღალრისკიან ფინანსურ აქტივებში, როცა დიდია დანაკარგების რისკი, მაგრამ ამასთან ერთად არსებობს ინვესტორისათვის საინტერესო ალბათობა ზეშემოსავლის მიღების შესახებ. როგორც წესი, სპეკულაციური ხასიათის ოპერაციები მოკლევადიანი ხასიათისაა, ხოლო შესაძლო დანაკარგების რისკს ამცირებენ ჰეჯირების დახმარებით.

ჰეჯირება ეს არის სპეციალური ფინანსური ინსტრუმენტებით ყიდვა-გაყიდვის ოპერაცია, რომელთა მეშვეობით მთლიანად ან ნაწილობრივ კომპენსირებას უკეთებენ ჰეჯირებას ობიექტის ღირებულების ცვლილებით მიღებულ დანაკარგებს (აქტივი, ვალდებულება, გარიგება), ან მასთან გათანაბრებულ ფულად ნაკადებს. ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარების კვალობაზე დგინდება, რომ ისინი წარმატებით შეიძლება გამოყენებული იქნას არა მარტო ვადიან ბაზრებზე, არამედ კაპიტალის ბაზრებზე და ასევე მიმდინარე საქმიანობაში.

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

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

✓ ოპციონები საბაზრო ეკონომიკის ერთ-ერთი ყველაზე უფრო გავრცელებული ფინანსური ინსტრუმენტებია. ისინი ერთგვარად ფიუჩერსების იდეის გაგრძელებაა. თუმცა, ფიუჩერსული და ფორვარდული კონტრაქტებისგან განსხვავებით, ოპციონი არ ითვალისწინებს საბაზრო აქტივების სავალდებულო გაყიდვას ან ყიდვას, რასაც არასასურველ პირობებში (მცდარი პროგნოზები, საერთო კონიუნქტურის შეცვლა და ა.შ.) შეუძლია პირდაპირ ან არაპირდაპირ დიდად დააზარალოს რომელიმე მხარე. გავიხსენოთ, რომ ფიუჩერსზე ოპერაციის დროს, საბაზისო აქტივის მიწოდება (ყიდვა) რომც არ იყოს განზრახული, მისი ფასის ცვლილება ყოველდღიურად აისახება მყიდველების დამაკავშირებელ ფულად ნაკადებზე.

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

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

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

არსებობს სხვადასხვაგვარი ვარანტები. ყველაზე ტიპიურ შემთხვევაში ვარანტის მფლობელი იძენს გარკვეული დროის განმავლობაში აქციების დათქმული რაოდენობის დათქმული ფასით ყიდვის შესაძლებლობას. არსებობს უვადო ვარანტები, რომლებიც იძლევა გარკვეული ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვის უფლებას ნებისმიერ დროს. ვარანტი არ იძლევა უფლებას პროცენტებსა თუ დივიდენდებზე. არა აქვს ხმის უფლება, დაფარვის ვადა და ღირებულება. მისი გამოშვება შეიძლება

იმ სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებთან ერთად, რომელთა მიშზიდველობის გაზრდაც სურთ ამ გზით, ან მათგან განცალკავებულად იწყებს მიმოქცევას.

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

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

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

? . . . . . .

კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- *რითაა განპირობებული ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების აუცილებლობა?*
- *რა არის ფინანსური ინვესტიციები?*
- *ჩამოაყალიბეთ საწარმოს მიერ განხორციელებული ფინანსური ინვესტირების ძირითადი ფორმები?*
- *ჩამოთვალეთ ფინანსური ინვესტიციების მართვის ძირითადი ეტაპები და მოკლედ დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.*
- *რას ითვალისწინებს ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო ხარისხის შეფასება?*
- *ჩამოთვალეთ საფონდო ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია მათი საინვესტიციო ხარისხის მიხედვით.*
- *როგორ გესმით საინვესტიციო შემოსავლიანობის წინასწარი განსაზღვრა ხარისხის მიხედვით?*
- *როგორ ხდება საფონდო ინსტრუმენტების დაყოფა ემიტენტის ხასიათიდან გამომდინარე რისკის დონის მიხედვით?*
- *როგორ ხდება საფონდო ინსტრუმენტების დაყოფა მიმოქცევის პერიოდთან დაკავშირებული რისკის და ლიკვიდობის დონის მიხედვით?*
- *ინვესტირების საფონდო ინსტრუმენტების გამოშვებისა და მიმოქცევის ხასიათიდან გამომდინარე ლიკვიდობის დონის მიხედვით როგორი სახის ფასიანი ქაღალდები განიხილება?*
- *ჩამოაყალიბეთ აქციების საინვესტიციო თვისებების შეფასების ძირითადი პარამეტრები.*
- *დაახასხელეთ საზღვარგარეთის პრაქტიკაში უბრალო და პრივილეგირებული აქციების საინვესტიციო ხარისხის რეიტინგული შეფასების მიღებული ფორმები.*
- *ჩამოთვალეთ და მოკლედ დაახასიათეთ ობლიგაციების ინვესტიციური თვისებების შეფასების ძირითადი პარამეტრები.*
- *რაში მდგომარეობს ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ეფექტიანობის მაჩვენებლების თავისებურება?*
- *დაახასიათეთ მოგების ნორმის თავისებურებები ფინანსური ინვესტიციების დროს.*
- *ჩამოთვალეთ ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეული სახეების რეალური ღირებულების შეფასების მოდელები.*
- *რაში მდგომარეობს ობლიგაციის ღირებულების შეფასების მოდელის (პროცენტის მთლიანი თანხის გადახდით) ეკონომიკური შინაარსი?*
- *ჩამოთვალეთ აქციების ღირებულების შეფასების მოდელები.*
- *რაში მდგომარეობს უბრალო აქციების ღირებულების შეფასების მოდელის ეკონომიკური შინაარსი?*
- *რაში მდგომარეობს წინასწარ ვადაში გამოუნებული უბრალო აქციის ღირებულების შეფასების მოდელის ეკონომიკური შინაარსი?*
- *რა არის ინვესტიციური პორტფელი?*
- *რა არის ინვესტიციური პორტფელის ფორმირების მთავარი მიზანი?*
- *როგორ ხდება საწარმოს ინვესტიციური პორტფელის ტიპიზაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით? დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.*
- *რა არის შემოსავლის პორტფელი?*
- *რა არის ზრდის პორტფელი?*
- *რა არის აგრესიული (სპეკულაციური) პორტფელი?*
- *რა არის ზომიერი (კომპრომისული) მოდელის პორტფელი?*
- *რა არის მაღალლიკვიდური პორტფელი?*
- *რა არის საშუალოლიკვიდური პორტფელი?*
- *რა არის დაბალლიკვიდური პორტფელი?*

- რა არის მოკლევადიანი პორტფელი?
- რა არის გრძელვადიანი პორტფელი?
- რა არის საგადასახადო დაბეგვრით უზრუნველყოფილი პორტფელი?
- რა არის საგადასახადო დაბეგვრისაგან თავისუფალი პორტფელი?
- რა არის პორტფელი აქტივების ფიქსირებული სტრუქტურით
- რა არის პორტფელი მოქნილი აქტივების სტრუქტურით
- რაში მდგომარეობს „პორტფელის ფორმირებისადმი ტრადიციული მიდგომა“ და „თანამედროვე პორტფელური თეორია“?
- ჩამოთვალეთ საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების ძირითადი ეტაპები.
- რა ამოცანები დგას ინვესტიციური პორტფელის ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის პროცესის წინაშე?
- ჩამოაყალიბეთ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის შინაარსი.
- ჩამოთვალეთ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვის პროცესის ძირითადი ეტაპები.
- დაასახელეთ ინვესტირების წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონის შემამცირებელი ფაქტორები.
- დაასახელეთ ინვესტირების სავალო ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის დონის დამწევი ძირითადი ფაქტორების შემადგენლობა.
- რა არის ფინანსური მენეჯმენტი?
- დაასახელეთ ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირების ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრეადის რგოლები.
- რა არის ფინანსური ბაზრის ფუნქცია?
- რაში გამოიხატება შუამავლების მოგება?
- რაში მდგომარეობს მსესხებლების სარგებელი?
- ახსენით ფინანსური ბაზრების არსებობის აუცილებლობა და შესაძლებლობები.
- რა არის ფიზიკური აქტივების ბაზარი?
- რა არის სპოტ ბაზრები?
- რა არის ფულის ბაზრები?
- განმარტეთ საფონდო ბაზრების არსი და ფუნქციები.
- განმარტეთ იპოთეკური სავალო ქაღალდების ბაზრები?
- რა არის პირველადი ბაზარი?
- რა არის მეორადი ბაზარი?
- რა არის კერძო ბაზარი?
- რა არის საჯალუტო ბაზარი?
- რა არის ოქროს ბაზარი?
- რა არის კაპიტალის ბაზარი?
- ჩამოთვალეთ ფინანსური ბაზრების თანამედროვე ტენდენციები.
- დაახასიათეთ მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ძირითადი ნიშნები.
- რა გავლენა მოახდინა მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ფინანსურ ბაზრებზე?
- დაახასიათეთ ინვესტიციური კრიზისის თავისებურებები საქართველოში.
- რატომ გახდა სახელმწიფო მთავარი ინვესტორი?
- ჩამოაყალიბეთ მსოფლიო კრიზისის მიზეზ-შედეგობრივი ასპექტები.
- დაახასიათეთ სებანკო და საკრედიტო კრიზისი და მათი მიზეზები.
- რატომ არის ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები საბაზრო ეკონომიკის განუყოფელი ატრიბუტები?

- რაში მდგომარეობს ფინანსური გაფართოებისა და ფინანსური შეკიწროების კონცეფციის არსი?
- რა პრინციპული განსხვავებაა პირველად და მეორად ბაზრებს შორის?
- რომელ ბაზრებზე პოულობენ ფირმები დაფინანსების წყაროებს ?
- ვინ იგებს მეორად ბაზარზე მზარდი ფასების დინამიკის პირობებში?
- არის თუ არა განსხვავება კაპიტალის ბაზარსა და კაპიტალური ფინანსური აქტივების ბაზარს შორის?
- რომელია სწორი გამონათქვამი:„კაპიტალის ბაზარი“ თუ „კაპიტალების“ ბაზარი? დაასაბუთეთ თქვენი თვალსაზრისი.
- რაში მდგომარეობს განაკვეთი LUBOP–ის (ლიბორი) არსი?
- დაახასიათეთ სამეწარმეო საქმიანობის სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.
- რა განსხვავებაა დილერულ და ბაბროკერო საქმიანობას შორის?
- რა ძირითად ფუნქციებს ასრულებს საფონდო ბირჟა?
- რითი აიხსნება საფონდო ბირჟების მიერ იმ ფირმებისათვის წაყენებული გარკვეული მოთხოვნები, რომლებიც პრეტენზიას აცხადებენ ლისტინგში ჩართვაზე. შეიძლება თუ არა ეს მოთხოვნები ერთნაირი იყოს ყველა ბირჟისათვის?
- რით აიხსნება ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ვაჭრობები?
- თქვენი აზრით, რაში მდგომარეობს პრინციპული განსხვავება კლასიკურ საფონდო ბირჟებზე მიმოქცევად აქციებსა და ე.წ. კაპიტალის ალტერნატიულ ბაზრებს შორის?
- რა ტიპიურ ფუნქციებს ასრულებენ ფინანსური ინსტიტუტები?
- რა როლს ასრულებენ საინვესტიციო ინსტიტუტები ეკონომიკაში?
- რაში მდგომარეობს ფინანსური ბაზრების ინდიკატორების არსი? როგორ გაითვლება ისინი?
- რაში მდგომარეობს ე.წ. „გადასაყრელი“ ობლიგაციების ემისიის არსი? დაასაბუთეთ რითაა განპირობებული ასეთი აქტივების ბაზრების არსებობა.
- არსებობს თუ არა ურთიერთკავშირი ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების შემუშავებისა და დანერგვის პროცესს და ფინანსურ ინვესტიციებს შორის? თუ კი, მაშინ რა არის მისი არსი?
- რა თავისებურებები აქვს ფინანსური ანალიტიკოსისა და საფინანსო ინჟინრის მუშაობას?
- რა წარმოშობს ვალდებულებებს? მოიყვანეთ მაგალითები.
- დაახასიათეთ ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების სახეები.
- აღწერეთ წილობრივ და სავალო ფინანსურ ინსტრუმენტებს შორის არსებული პრინციპული განსხვავებები.
- რა ძირითად მიზნებს აღწევენ ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით?
- რა პრინციპული განსხვავებაა პირველად და წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს შორის? რაშია წარმოებულობის არსი?
- დაახასიათეთ ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტები.
- რატომ არ განიხილავენ ოპერაციულ არენდას ფინანსურ ინსტრუმენტად?
- ფინანსური აქტივებისა და ინსტრუმენტების როგორ შეფასებებს იცნობთ? რა პრინციპული განსხვავებებია მათ შორის?
- როგორ მოქმედებენ ფინანსური ინსტრუმენტები ფინანსური ანგარიშგების გამჭვირვალობაზე?

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. ბაბტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ეერეე", 2007.
2. გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული შემოკლებული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., 2001. გვ.9-5...
3. გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ჯ., ჩიქვა ლ., კომელაშვილი ა. ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე", 2001.
4. ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი. ავტ. კოლექტივი ა.სილაგაძის ხელმძღვანელობით. თბ.: „ინოვაცია", 2005.
5. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: პოლიგრაფი, 2005.
6. ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბილისი, თსუ გამომცემლობა, 2007.
7. ინვესტიციები. საბანკო საქმე. ტერმინოლოგია. შემდგენელი პროფ. ლ. ქოქიაური. თბ.: თსუ. 2009.
8. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
9. ქოქიაური ლ., შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
10. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები: თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ მეორე გამოცემა. 2010
11. **Аакер** Д. Стратегическое рыночное управление.Пер. с англ. СПб: Питер, 2002.
12. **Балдин К.В.** Инвестиции: Системний анализ и управление. М.:Дашков и К., 2006.
13. **Бернстайн Л.А.** Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация.Пер. с англ.–М.: „Банки и биржи", „ЮНИТИ", 1997.
14. **Бригхем Ю. эрхард М.С.** Финансовый менеджмент. "Питер", 2007.
15. **Бланк И.А.** Основы финансового менеджмента. В 2-х томах. _ Киев: "Ника-Центр", "Эльга", 2006.
16. **Бочарев В.В.** Финансовое моделирование – СПб.: "Питер", 2000.
17. **Ван Хорн Д., Ваховіч Дж.** Основы финансового менеджмента. Пер. с англ. – М.: Изд. Дом "Вилямс", 2000.
18. **Джонс Э.** Деловые финансы. Пер. с англ. – М.: ЗАО "Олимп -Бизнес", 1998.
19. Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, Volume 9 (Advances in Investment Analysis and Portfolio Management) **by Cheng-Few Lee (Hardcover - Jul 1, 2002).**
20. **Agreement on Trade-Related Investment Measures (TRIMS).** Marrakesh, 1994.
21. **Alyssa A.** Grikscheit. Encouraging Foreign Investment in latin America: Strategies for Companies and Countries. Inter-American Bar Association conference XLI. Buenos Aires, Argentina. June 27-July 2, 2005.
22. Basic Finance: An Introduction to Financial Institutions, Investments and Management **by Herbert B. Mayo (Paperback - Feb 9, 2006).**
23. **Bierman H., Jr., Smidt S.** The capital Budgeting decision. New York. Macmillan. 1988.
24. **Bodie Z., Kane A., Marcus A. J.** Essentials of Investments, Irvin, Mc Craw - Hill, 2001.
25. **Brigham Eugene F., Capensk Louis C.** Intermediate Financial Management. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers. 1985.
26. **Brigham Eugene F., Ehrhardt Michael C.** Financial Management. Theory and Practice. South-Western. Thomson Learning. United States. 2005.
27. Contemporary Investments: Security and Portfolio Analysis **by Douglas Hearth and Janis K. Zaima (Hardcover - Jul 8, 2003).**
28. **Crum B.L., Derkinderen F.G.J.** (Eds) Readings in Strategies for Corporate Investments. New

York: Pitman. 1981.
29. Investment Management by **Stephen Lofthouse and Jane Raybould (Paperback - April 15, 2001).**
30. Hedge Fund Investment Management (Elsevier Finance) by **Izzy Nelken (Hardcover - Dec 12, 2005).**
31. Investments: Spot and Derivative Markets by **Keith Cuthbertson and Dirk Nitzsche (Paperback - Jun 7, 2001).**
32. **Levi H., Sarnat M.** Capital Investments and Finansial Decisions. Englewood Cliffs, N, J.: Prentice - Hall, 1982.
33. Mutual Fund Industry Handbook : A Comprehensive Guide for Investment Professionals by **Lee Gremillion (Hardcover - Sep 1, 2005).**
34. Nation-States and the Multinational Corporation: A Political Economy of Foreign Direct Investment by **Nathan M. Jensen (Hardcover - Jan 9, 2006).**Nation-States and the Multinational Corporation: A Political Economy of Foreign Direct Investment by **Nathan M. Jensen (Hardcover - Jan 9, 2006).**
35. **Osteryoung J.S.** Capital Budgeting: Long-Term Assets Selection. Columbus, Ohio: Crid, 1979.
36. Post-Investment Value Addition to Buyouts: Analysis of European Private Equity Firms by **Degenhard Meier (Paperback - Jan 1, 2006).**
37. Price Trends and Investment Probabilities by **Thomas L. Dussault (Hardcover - Nov 2, 2005).**
38. **Qoqiauri L.** Teoretical Genesis of Investments. New York. 2009.
39. The Eurodollar Futures and Options Handbook (Irwin Library of Investment & Finance.). by **Galen Burghardt (Hardcover - Jun 23, 2003).**
40. Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investment and Decisions, 2nd Edition (Wiley Finance) by **Johnathan Mun (Hardcover - Nov 4, 2005).**
41. Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World (Financial Management Association Survey and Synthesis Series). by **Martha Amram and Nalin Kulatilaka (Hardcover - Aug 3, 2001).**
42. Stock Valuation (McGraw-Hill Library of Investment and Finance) by **Scott Hoover (Hardcover - Dec 15, 2005).**
43. The Management of Bond Investments and Trading of Debt by **Dimitris N. Chorafas (Hardcover - Jun 30, 2005).**
44. The New Investment Theory of Real Options and its Implication for Telecommunications Economics (Topics in Regulatory Economics and Policy). by **James J. Alleman and Eli M. Noam (Hardcover - Jan 15, 1999).**
45. The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice. Ed by **D. H. Chew Jr. Mc Crow-Hill. Inc., 1993.**
46. Modern Investment Theory (5th Edition). by **Robert A. Haugen (Paperback - Jun 8, 2000).**
47. **Williams J.B.** The Theory of Investment value. Cambridge, mass.: Harvard Univ. Press. 1938.
48. **Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.

IV განყოფილება

ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გაეცნობით:

- ინვესტიციის ბაზრის ტერმინების და ცნების შესახებ არსებულ ძირითად დებულებებს; ინვესტიციების შერჩევის კრიტერიუმებს და ინვესტიციურ რესურსებს;
- ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურულ ელემენტებს და ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასებს;
- ინტელექტუალური საქონლის ბაზრის გამოყოფის აუცილებლობასა და თავისებურებებს;
- ინვესტიციის ბაზრის ძირითად ფუნქციებსა და ინვესტიციის ბაზრის სისტემატიზაციას ძირითადი ნიშნების მიხედვით;
- ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე და ფინანსურ ინსტრუმენტზე მოთხოვნა–მიწოდების ფასების რეგულირების წესებს;
- ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის სამ დონესა და მათ გავლენას ფინანსური ინსტრუმენტების ფასწარმოქმნის ხასიათზე;
- შემოსავლების ნორმას და ინვესტიციებს; ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურას რეალობასთან მიმართებაში;
- ფინანსურ შუამავლებს და კაპიტალის ბაზარს; საინვესტიციო პროცესის ინფრასტრუქტურას;
- საფინანსო და არასაბანკო საფინანსო საკრედიტო ინსტიტუტებს.
- ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის არსსა და მისი კვლევის პრინციპებს;
- ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების კლასიფიკაციაში ძირითადი ნიშნების მიხედვით;
- ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურას ტექნიკური ანალიზის მეთოდებში;
- ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურას ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებში;
- ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურას პროგნოზირებისას გამოყენებული ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდების სისტემაში;
- ინვესტიციის ფინანსურ ინსტიტუტებზე ფასების დონის ცვლილების ტენდენციების განსაზღვრას გრაფიკულ ფორმებში.

მეთორმეტე თავი. ინვესტიციის ბაზრის არსი და მისი ფუნქციონირების მექანიზმი

12.1. საინვესტიციო პროცესი და ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი

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

საბაზრო მეურნეობაში საინვესტიციო პროცესს ახორციელებენ ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით.

ინვესტიციების ბაზარი: ზოგადი დებულებები

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

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

- საკუთრების ფორმების მიხედვით დიფერსიფიცირებული ისეთი სტრუქტურის მქონე მნიშვნელოვანი საინვესტიციო კაპიტალის არსებობა, რომელსაც ახასიათებს კერძო საინვესტიციო კაპიტალის სიჭარბე სახელმწიფოს კაპიტალზე;
  საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მრავალფეროვნება საკუთრებისა და ინსტიტუციონური ორგანიზაციის ურთიერთობათა ასპექტით, სახელმწიფოსა და კერძო ინვესტორების ფუნქციების გამიჯვნა საინვესტიციო პროცესში; საინვესტიციო მოთხოვნისა და მოწოდების რეალიზაციის უნარის მქონე საფინანსო შუამავლების განშტოებული ქსელის არსებობა;
  საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტების განვითარებული მრავალსეგმენტიანი ბაზრის არსებობა, რომლებსაც ინვესტიციური საქონლის ფორმა აქვთ;
  საინვესტიციო კაპიტალის განაწილება ინვესტირების ობიექტებზე ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმის საშუალებით, ინვესტიციების მიმზიდველობის შეფასების ეკონომიკური კრიტერიუმების შესაბამისად.

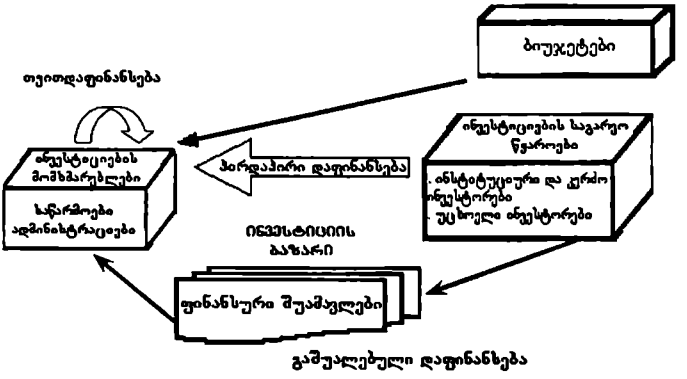
ინვესტიციის ბაზრის ცნება

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

ყველაზე ზოგადი სახით, ინვესტიციების ბაზარი შეგვიძლია განვიხილოთ საინვესტიციო

საქმიანობის იმ სუბიექტების ურთიერთმოქმედების ფორმად, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნისა და საინვესტიციო მიწოდების პერსონიფიცირებას ახდენენ. მას ახასიათებს მოთხოვნის, მიწოდების, ფასების დონის, კონკურენციისა და რეალიზაციის მოცულობების გარკვეული თანაფარდობა.

ინვესტიციების ბაზრის მეშვეობით საბაზრო ეკონომიკაში ხორციელდება ინვესტიციების წრებრუნვა, საინვესტიციო რესურსების გარდაქმნა (საინვესტიციო მოთხოვნა) დაბანდებებად, რომლებიც კაპიტალური ღირებულების მომავალ ზრდას განაპირობებენ (რეალიზებული საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება). ამ დროს ინვესტიციების მოძრაობა ნახ. 12.1-ზე მოყვანილი სქემით ხდება.



ნახ. 12.1. ინვესტიციური პროცესის საბაზრო და არასაბაზრო შემადგენელი ნაწილები

ინვესტიციის ბაზარი

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

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

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

თანამედროვე ეკონომიკურ თეორიაში კაპიტალს განსაზღვრავენ როგორც მეტი რაოდენობის

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

სად ხდება კაპიტალით ვაჭრობა?

ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზარი კაპიტალით (ინვესტიციებით) ვაჭრობის მექანიზმია. შესაბამისად, მას აყალიბებს ბაზრის ძირითადი მონაწილეების (სახელმწიფო, მომხმარებელი საწარმოები, საინვესტიციო და საფინანსო შუამავლები, მოსახლეობა და სხვ.) მოთხოვნა და მიწოდება, აგრეთვე, ბაზრის სუბიექტების იმ ინტერესების შეთანხმების საფუძველზე აგებული მისი საქმიანობის რეგულირების ხერხები, რომლებიც ფორმალური და არაფორმალური ნორმებისა და წესების სისტემის მეშვეობითაა გამოხატული. ინვესტიციის ბაზარი ყალიბდება როგორც ქვესისტემა, რომელიც მოიცავს საკრედიტო და საფონდო ბაზრის ელემენტებსა და სტრუქტურებს, მაგრამ არ ამოიწურება ამით.

წარმოების ფაქტორად განხილული კაპიტალი ზოგად შემთხვევაში ნაკლებადაა დამოკიდებული საზოგადოების ეკონომიკური ორგანიზაციის ტიპზე და მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმითაა განსხვეულებული წარმოების საშუალებებში - მანქანებში, მოწყობილობებში, სხვა რეალურ აქტივებში, ე.ი. აქვს ფიზიკური კაპიტალის სახე. მაგრამ საბაზრო ტიპის მეურნეობაში კაპიტალის, როგორც საქონლის, მახასიათებლად გვევლინება მასზე უფლების გარდაქმნის შესაძლებლობა, რაც მისი არსებობის მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმიდან განცალკევებით ხორციელდება.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას საბჭოთა ტიპის ეკონომიკაში განსაზღვრავდნენ წარმოების მოთხოვნილებებით. შესაბამისად, ინვესტიციების (უპირველეს ყოვლისა - კაპიტალური დაბანდებების ფორმით) შესახებ გადაწყვეტილებებს ასაბუთებდნენ გარკვეული პროდუქციის გამოშვების აუცილებლობით. შეზღუდვებად, პირველ რიგში, გამოდიოდა წარმოების ის მატერიალური ფაქტორები, რომლებსაც მომხმარებლებს შორის ფონდებისა და ლიმიტების სახით ანაწილებდნენ. ამ დროს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების კრიტერიუმებია პროდუქციის მაქსიმუმი რესურსების მინიმუმის დროს. ამასთან, ინვესტიციების ფინანსურ შეფასებებს დაქვემდებარებული მნიშვნელობა ჰქონდა.

ინვესტიციის შერჩევის კრიტერიუმი

საბაზრო ეკონომიკაში მოქმედებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შერჩევის პრინციპულად სხვა კრიტერიუმი - იმ ფულადი სახსრების ნაკადის მაქსიმიზაცია, რომლებიც ინვესტიციების შედეგი გახდება. დანახარჯების განხორციელების და შედეგების მიღების დროების ერთმანეთისაგან აცდენა გვარდება ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეშვეობით. მთავარ დაბრკოლებად გვევლინება საინვესტიციო რესურსების არა სიდიდე, არამედ ინვესტიციური რესურსების ღირებულება, რომლისთვისაც საბაზო მაჩვენებელია დისკონტირების განაკვეთი ან კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულება. კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების არსებობა კი დამოკიდებულია კაპიტალის განვითარებული ბაზრის არსებობაზე, რადგანაც მისი არარსებობისას ნებისმიერ შეფასებას ჰიპოთეზის ხასიათი აქვს.

გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესების განხორციელების პოზიციებიდან მთავარი პრობლემები, ჩვენი აზრით, უკავშირდება საინვესტიციო პროცესის საწარმოო და საფინანსო ასპექტების შეთანხმების მექანიზმების უქონლობას. მათგან საწარმოო ასპექტების მატარებლებია საწარმოები, რომლებიც ინვესტირებაზე მოთხოვნას აყალიბებენ, ხოლო საფინანსო ასპექტები განსაზღვრავს საფინანსო ინსტიტუტების, საინვესტიციო რესურსების მიმწოდებლების და ამ რესურსების აკუმულაციასა და გადანაწილებაში ჩართული მონაწილეების ქცევას. საწარმოო პროცესის მონაწილეთა ქცევას, თავის მხრივ, დიდად განსაზღვრავს მათი არსებობის (აღმოცენების)

ისტორია და არასტაბილურობის პირობებში ფუნქციონირების დროს მიღებული გამოცდილება.[1] გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ეს-ესაა ყალიბდება მიზნების, ინტერესებისა და შესაბამისი გადაწყვეტილებების შეთანხმების მექანიზმები და იგი ბევრადაა დამოკიდებული სახელმწიფო რესურსებზე და მათი განაწილების არხებზე.

ამრიგად, ინვესტიციის ბაზრად ჩვენ განვიხილავთ კაპიტალის (ინვესტიციების) ძირითად მიმწოდებლებსა და მომხმარებლებს შორის ურთიერთმოქმედებათა ორგანიზაციის იმ სისტემებს, რომლებიც რეალიზდება რესურსების ცენტრალიზებული ადმინისტრაციული განაწილების მექანიზმების რღვევიდან ახალ მექანიზმებზე გადასვლის პირობებში; მათ ახასიათებთ კონკურენტული გარემოს განვითარება და ეკონომიკური სუბიექტების ქცევის მიზნებისა და მოდელების დამოუკიდებლად (შედარებით თავისუფლად) შერჩევა. ინვესტიციის ბაზრის სქემატური გამოსახულება 12.1 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

ინვესტიციის ბაზრის საბაზრო სტრუქტურის განსაზღვრისათვის

აქვე გვინდა აღნიშნოთ ერთი გარემოება. ზოგიერთი მეცნიერი კვლავწარმოებითი პროცესების განხორციელების საბაზრო სტრუქტურად უფრო ხშირად მიიჩნევს რეგიონის ფინანსურ ბაზარს და გაცილებით ნაკლებ ყურადღებას უთმობს კაპიტალის ბაზრის მეორე მხარეს - საფონდო ბაზარს. მოყვანილი მსჯელობებიდან გამომდინარე, ჩვენ რამდენადმე განსხვავებული პოზიცია გვაქვს.

აღვნიშნავთ, რომ საფონდო და საკრედიტო ბაზრების საკმაოდ ხანგრძლივად არსებული დაყოფა მიმოქცევადი ვალდებულებების ტიპის (დაფუძნების პრინციპის) მიხედვით, რომელსაც საფუძვლად უდევს საკუთრებისა და ვალის ურთიერთობები, სულ უფრო პირობითი ხდება მთელი რიგი პროცესების შედეგად: კრედიტის სეკიურიტიზაცია (ე.ი. კრედიტის გაფორმება ფასიანი ქაღალდების სახით), ფასიანი ქაღალდების სპექტრის გაფართოება, რომლებიც ერთმანეთს უხამებს საკუთრებისა და ვალდებულების ურთიერთობათა ელემენტებს, აგრეთვე, ინვესტიციების დაფინანსების ახალი ფორმების წარმოქმნა. ამ ფორმების გაჩენას, ჩვენი აზრით, ხელს უწყობს საკუთრების უფლებების და მათთან დაკავშირებული რისკის სხვადასხვაგვარად განაწილების შესაძლებლობა[2] მსესხებლებსა და ინვესტორებს შორის. ამა თუ იმ ნიშანთვისების განსხვავებული შეხამება ბადებს განსხვავებულ ჰიბრიდულ ფორმებს, რომელთა ნაწილი უკვე რეალიზებულია, ნაწილი კი პრინციპში შესაძლებელი.

ინვესტიციის ბაზრების საბაზო სტრუქტურის განსაზღვრა მონაწილეების შემადგენლობის და საქმიანობის სფეროებისა და მიმართულებების მიხედვით მათი ფორმირების პროცესების კვლევის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი პირობაა.

ორი, გარეგნულად პოლარული მსჯელობის ფონზე: ,,ეკონომიკაში არსებულ ბაზრებს შორის ინვესტიციის ბაზრები ყველაზე უფრო რთული და ყველაზე ნაკლებად გასაგები ბაზრებია"[3] და ამის საპირისპირო, რომ ,,კაპიტალის ბაზრების აწყობა უფრო იოლად ხორციელდება, ვიდრე ნებისმიერი სხვა ბაზრის შექმნა",[4] ყალიბდება საერთო აზრი: შედარებით ადვილია შევქმნათ ინვესტიციის ბაზრის ფორმალური ორგანიზაციული სტრუქტურა და ძალიან რთულია მივაღწიოთ (ველოდოთ) ამ ბაზრის ეფექტიანად ფუნქციონირებას.

ბაზრის მონაწილეებსა და ინსტიტუტებზე ცალკეული ფუნქციების შესრულების სტრუქტურული

---

[1] ეს მოსაზრება ეხმიანება გაერცელებულ ვარაუდს იმის შესახებ, რომ აღმოსავლეთი და ცენტრალური ევროპის და ყოფილი საბჭოთა კავშირის ქვეყნებში ჩატარებული გარდაქმნების განსხვავებული შედეგები, სხვა ფაქტორებთან ერთად, ცენტრალიზებული ეკონომიკის არსებობის ხანგრძლივობასაც უკავშირდება.

[2] ფართოდ იყენებენ საკუთრების უფლებათა იმ კლასიფიკაციას, რომელსაც ონორე გვთაუზობს და რომლის ფარგლებშიც შემდეგი სახეობებია გამოყოფილი: 1) ფლობა; 2) გამოყენება; 3) განკარგვა; 4) მემკვიდრეობით გადასვლა; 5) კაპიტალურ საკუთრებაზე უფლების ქონა; 6) შემოსავლის მიღების უფლება; 7) გამოყენების დრო (უვადო თუ შეზღუდული); 8) უსაფრთხოების უფლება; 9) ნივთის გამოყენების უარყოფითი შედეგებისგან დაცვა.

[3] *SecuritiesMarkets in OECD Countries. Organisation and regulation. OECD Documents, 1995.*

[4] *Stiglitz J.E. Finantial Sistems for Fastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Fconomic Crouth Publication, 1993.*

მრავალფეროვნება, მათი განხორციელების ცენტრალიზაცია და დეცენტრალიზაცია, აგრეთვე, ფუნქციების განვითარების დონე აყალიბებს ინვესტიციის ბაზრების ეროვნულ და რეგიონულ თავისებურებებს.

იმ უამრავ ახალ ელემენტსა და პროცესს შორის, რომლებიც ინვესტიციის განვითარებადი ბაზრების კონფიგურაციას განსაზღვრავენ, ყველაზე დიდი მნიშვნელობა აქვს:

- კორპორაციული და სხვა სახეობის საკუთრების საფუძვლების შექმნას განსახელმწიფოებრიებისა და პრივატიზაციის პროცესების განხორციელების შედეგად;
  ეკონომიკის მართვის სისტემის ტრანსფორმაციას ცენტრალიზებული მართვის სფეროს მკვეთრად შემცირებით;
- საკანონმდებლო გარემოს ფორმირებას;
- დემონოპოლიზაცია და კონკურენციის განვითარებას;
- ახალი სახეობის სამეურნეო გაერთიანებების, მათ შორის საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების გაჩენას;
- საბაზრო ინფრასტრუქტურის განვითარებას.

პრობლემის სპეციფიკურობას ის ფაქტიც განსაზღვრავს, რომ გარდამავალ მდგომარეობას ახასიათებს არამდგრადობა, რყევათა მაღალი დონე, არაეკონომიკური ხასიათის მქონე ფაქტორების ძლიერი გავლენა. რადგან ინვესტიციის ბაზარი განვითარების საწყის ეტაპზეა, ამიტომ რეალური სექტორის ინვესტირებაში მისი პოტენციალის რეალიზაციის პერსპექტივებს დიდად განსაზღვრავს გარემოს მხრიდან იმ მარეგულირებელ ზემოქმედებათა აღეკვატურობა (უპირველეს ყოვლისა ეროვნულ დონეზე), რომლებიც ითვალისწინებს როგორც ეროვნულ თავისებურებებს, ისე მსოფლიოში დაგროვილ გამოცდილებასაც.

ინვესტიციური რესურსები

ინვესტიციური რესურსები საჭიროა განვიხილოთ არა სტატიკაში, არამედ დინამიკაში. მათ რიგი თავისებურებანი ახასიათებთ. ისინი ფულადი ფორმიდან მწარმოებლურში გადადიან, მწარმოებლურიდან საქონლურში და ბოლოს ისევ ფულად ფორმას უბრუნდებიან. ასეთი წრებრუნვა ფულადი კაპიტალის წრებრუნვის ორგანული ნაწილია და ეს ლოგიკურია, ვინაიდან კაპიტალის კულავწარმოება საბაზრო მეურნეობრიობისას ფინანსური ინვესტიციების ამოქმედებით იწყება, რომელიც ფულადი კაპიტალის გარდასახული ფორმაა. სწორედ ფულადი კაპიტალი იწყებს და ამთავრებს წრებრუნვას.

ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვა საერთო სახით შეიძლება შემდეგი ფორმულით წარმოვადგინოთ:

$$U_g - U_T - P_U - T_1 - D_1 \overset{F_B \quad Fn}{\diamond} U'g \ , \qquad (12.1)$$

m_1

სადაც **Ug** არის ფინანსური (ფულადი) ინვესტიციები;

UT - ინვესტიციური საქონელი; საწარმოო ინვესტიციები მწარმოებლური კაპიტალის ფორმაში;

PU - წარმოების პროცესი;

T1 - საქონელი როგორც წარმოების პროდუქტი, რომელიც ბაზარზე იყიდება;

D1 - ფული, რომელიც მიღებულია წარმოების შედეგად, როგორც ფულადი შემოსავალი;

FB - ანაზღაურების ფონდი;

Fn - მოხმარების ფონდი;

m1- მოგება, რომელიც მიდის კაპიტალის დაგროვების ფონდში;

U'g - ფინანსური ინვესტიციები, როგორც კაპიტალის კულავწარმოების შედეგი.

ინვესტიციური წრებრუნვის პროცესში ხდება ძირითადი კაპიტალის აღდგენა. ინვესტიციური საქონელი შედის წარმოებაში, იწყება წარმოების პროცესი, იქმნება ახალი სამომხმარებლო

ღირებულებები და იზრდება კაპიტალური ღირებულება. ეს უკანასკნელი იზრდება შემოსაელის ან სოციალური ეფექტის ფორმით. ამდენად, ერთი მხრივ, ხდება ინვესტიციური საქმიანობის მიზნის რეალიზაცია, მეორე მხრივ, იქმნება მატერიალური, ეკონომიკური პირობები, წყარო ახალი წრებრუნვის დასაწყებად. მიღებული ფულადი შემოსავალი ასე ნაწილდება: მისი ერთი ნაწილი გამოიყენება მოხმარებისათვის (მოხმარების ფონდი), მეორე ნაწილი — დახარჯული წარმოების საშუალებების ანაზღაურებისათვის (ანაზღაურების ფონდი); ეს უკანასკნელი გროვდება მოხმარებული საწარმოო კაპიტალის, ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის აღსადგენად მიმართული ინვესტიციების წყაროს სახით. ფულადი შემოსაელის მესამე ნაწილი მოგებაა, რომელიც გამიზნულია მოქმედ საწარმოებში ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის, ახალი მშენებლობის ინვესტირებისთვის.

ასე, რომ როგორც მოსამზადებელ სტადიაზე, ისე ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვის ბოლო სტადიაზე ძირითად ფუნქციას ასრულებს ინვესტიციის ბაზარი.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ჯერ კიდევ არ არის შესწავლილი ინვესტიციის ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირების პროცესი, რომელსაც თანამედროვე პირობებში გადამწყვეტი როლი ენიჭება საინვესტიციო პოტენციალის ფორმირებაში, მობილიზაციაში, წარმოებასა და გამოყენებაში.

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი მიზანი

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი მიზანია საინვესტიციო პოტენციალის მობილიზება-ორგანიზება, საინვესტიციო საქმიანობის ფინანსური, მატერიალური და ინტელექტუალური უზრუნველყოფა.

ინვესტიციის ბაზარი აქტიურად მონაწილეობს ფინანსური ინვესტიციების ფორმირების სტადიაზე, სადაც ხდება სხვადასხვა სახის საინვესტიციო საქონლის შეძენა: ა) მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით - შენობა-ნაგებობები, სატრანსპორტო საშუალებები, მანქანა-დანადგარები, მოწყობილობები, ნედლეული, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესის პროდუქცია (პროექტები, რეკომენდაციები, ახალი ტექნოლოგიები და სხვ.) და ა.შ. ბ) ფულადი ფორმით (ანაბრები, პაი, ფასიანი ქაღალდები და ა.შ.).

საინვესტიციო მოთხოვნის სტრუქტურა ასეთია:

ა) დახარჯული კაპიტალის აღსადგენად მიმართული ინვესტიციები, რომელთა წყაროა ამორტიზაციის ფონდი და საბრუნავი სახსრები;

ბ) წმინდა ინვესტიციები;

გ) რეინვესტიციები (დაგროვილი დივიდენდები, ფასიან ქაღალდებში დაბანდებიდან მიღებული შემოსაელები და ა.შ.)

რეალური საინვესტიციო პროცესის მთლიანი მოცულობა განისაზღვრება ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის ანაზღაურებისა და დაგროვების ფონდის ერთიანი სიდიდით.

ინვესტიციური მიწოდება მოიცავს ინვესტირების ახალ და სარეკონსტრუქციო ობიექტებს, მშენებარე და ფუნქციონირებადი საწარმოების ძირითად კაპიტალს, საბრუნავ საშუალებებს, ფასიან ქაღალდებს, ქონებას, ძირითად არასაწარმოო კაპიტალს და ა.შ. ინვესტიციის ბაზარზე, სადაც ფორმირდება საინვესტიციო მიწოდება, გამყიდველები ყიდიან ფასიან ქაღალდებს და საინვესტიციო საქონელსაც აწოდებენ მომხმარებლებს.

ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები

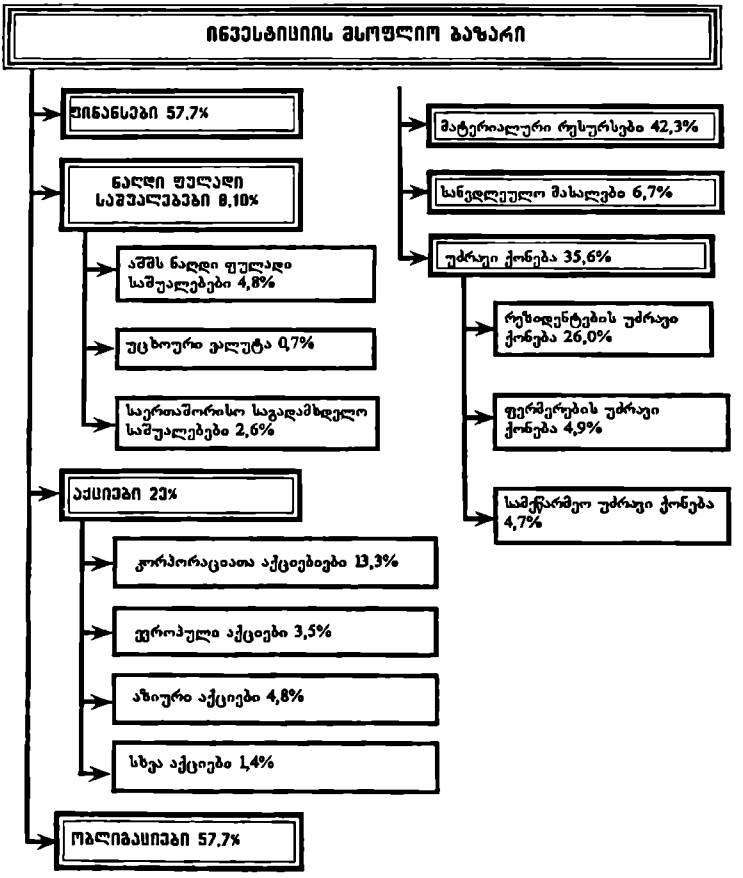
ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები ფორმირდება მომავალში მოსალოდნელი შემოსავლის (მოგების) გათვალისწინებით, რომელიც აჭარბებს არსებულ შემოსავალს იმ მომენტისათვის. მიმდინარე შემოსაელის მიღება შეიძლება თუ ფინანსური რესურსები დაბანდდება ბანკებში, ფასიან ქაღალდებში, ლიკვიდურ აქციებში, სადაც უზრუნველყოფილია გაცილებით მაღალი და საიმედო პროცენტი ანაბრებზე, ვიდრე ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსაელის მოსალოდნელი დონე (განსაკუთრებით ინფლაციის პირობებში).

ინვესტიციის ბაზარი ეკვივალენტურ ურთიერთობებს უზრუნველყოფს საინვესტიციო კომპლექსში,

რომელსაც პრაქტიკაში განსაზღვრავს ეროვნული მეურნეობის ძირითადი კაპიტალის განვითარებისა და საერთო მიზნით შექმნილი ერთიანი დარგები. თუმცა, ინვესტიციებისა და საინვესტიციო პროცესისადმი უფრო ფართოდ მიდგომისას საჭიროა მასში შევიტანოთ ყველა დარგი, რომლებიც უზრუნველყოფენ როგორც მატერიალურ-ნივთობრივი წარმოების, ისე მომსახურების სფეროს დარგების ძირითადი კაპიტალის კვლაფწარმოებას.

ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურული ელემენტები

ინვესტიციის ბაზარი სხვადასხვა სტრუქტურული ელემენტებისაგან შემდგარი რთული სისტემაა, რომელთა შორის მრავალმხრივი კავშირი ხორციელდება. ინვესტიციის მსოფლიო ბაზრის სტრუქტურის შესახებ ნათელ წარმოდგენას იძლევა სქემა (იხ. ნახ. 12.2.).



ნახ.12.2. ინვესტიციის მსოფლიო ბაზრის სტრუქტურა (კაპიტალის ინვესტორების ობიექტების თანამედროვე სტრუქტურა)[1]

[1]Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, გვ. 15.

როგორც სქემიდან ჩანს, ინვესტირების ობიექტები იყოფა ფინანსურ და მატერიალურ (რეალურ) აქტივებად. თითოეულ მათგანს საკმაოდ დივერსიფიცირებული სტრუქტურა აქვს.

ფინანსური აქტივები მოიცავს ყველა სახეობის ფინანსურ და საგადამხდელო ვალდებულებებს, რომლებიც ძირითადი ეკონომიკური აგენტების მიერაა შექმნილი მათი საქმიანობის დროს. ესაა ნაღდი ფული, მიმდინარე ანგარიშებზე არსებული ანაბრები, მოკლევადიანი სავალო ვალდებულებები, მაგალითად, აქციები და სხვა ფინანსური დოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ კაპიტალზე საკუთრების უფლებას ან გარიგების დადებას ფინანსური რესურსების მოძრაობაზე.

მატერიალურ აქტივებში შედის: უძრავ-მოძრავი ქონება, მიწა, შენობები, ძვირფასი ლითონები, ხანგრძლივი გამოყენების საქონელი, წარმოებული მომსახურების მოკლე ვადის მქონე მატერიალური ფასეულობები ან ინვენტარი და ა.შ.

ინვესტიციების თანამედროვე სტრუქტურა, ჯერ ერთი, ასახავს ფინანსური აქტივების მნიშვნელოვან მეტობას მატერიალურ აქტივებზე (შესაბამისად, 57,7% და 42,3%), მეორეც, თვით ფინანსური აქტივების სტრუქტურაში სულ უფრო მეტ წილს იკავებს ფასიანი ქაღალდები, მოკლევადიანი ვალდებულებები და ინვესტიციური ხასიათის მქონე ანგარიშები.

ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური და მატერიალური აქტივების თანაფარდობა შეიძლება გამოვხატოთ ფინანსური ურთიერთდამოკიდებულების კოეფიციენტით. ამგვარი კოეფიციენტის შემოღების იდეა ამერიკელ ეკონომისტ რ. გოლდსმიტს ეკუთვნის, რომელიც ეროვნული სიმდიდრის სტრუქტურასა და განვითარებული ქვეყნების ფინანსურ სისტემებზე დაწერილი მრავალი ნაშრომის ავტორია. კოეფიციენტის გაანგარიშების მეთოდიკა ამ მეცნიერმა პირველად 50-იანი წლების ბოლოსა და 60-იანი წლების დასაწყისში შეიმუშავა. ეს კოეფიციენტი გამოითვლება როგორც ერთობლივი ფინანსური აქტივების შეფარდება ქვეყნის წმინდა საზღვარგარეთული აქტივების გამოკლებით მიღებული მატერიალური აქტივების სიდიდესთან. წმინდა საზღვარგარეთული აქტივები გვიჩვენებს მოცემული ქვეყნისა და მისი რეზიდენტების საგარეო ვალის შეფარდებას იმ ვალთან, რომელიც სხვა ქვეყნებსა და მის რეზიდენტებს აქვთ ამ ქვეყნის წინაშე. ქვეყნის მოქალაქეებს, კომპანიებსა და სხვა იურიდიულ პირებს უფლება აქვთ საბანკო ანგარიშები ჰქონდეთ საზღვარგარეთ, კრედიტები მისცენ უცხოეთის მოქალაქეებს და საზღვარგარეთ ჰქონდეთ საკუთრება. გარდა ამისა, შესაძლოა, ისინი თვით აღმოჩნდნენ ვალში უცხოეთის მოქალაქეების წინაშე. თუ ქვეყნის რეზიდენტების საზღვარგარეთული ქონებისა და ფინანსური სიმდიდრის სიდიდე აჭარბებს უცხოელი მოქალაქეების მიმართ მათ ვალებს, მაშინ წმინდა საზღვარგარეთული აქტივები იქნება დადებითი სიდიდე და, პირიქით.[1]

რატომაა აუცილებელი ინტელექტუალური კაპიტალის ბაზრის გაჩოყოფა

ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზრის ორ ძირითად სახეობას - ფინანსური და მატერიალური, ანუ რეალური ინვესტიციების ბაზრებს თანამედროვე პირობებში შეიძლება დაემატოს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, ნოუ-ჰაუს, მეცნიერული დამუშავებების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

როგორც საბაზრო ეკონომიკაში, ისე მასზე გარდამავალ ეტაპზეც, მოქმედებს რესურსების, მათ შორის, საინვესტიციო რესურსების გამოყენების ალტერნატიული ვარიანტები. ურთიერთჩანაცვლების პრინციპი ეხება როგორც მატერიალურ-ნივთობრივ ფორმაში, ისე ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებულ დაბანდებებს. საყოველთაოდ ცნობილია, რომ თანამედროვე პირობებში ძალზე მნიშვნელოვანია და დიდ უკუგებას იძლევა ინვესტიციები ადამიანისეულ კაპიტალში. ეს არგუმენტირებულად არის დასაბუთებული მრავალი ეკონომისტის ნაშრომში.[2] ადამიანისეულ კაპიტალში

[1] Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, gv. 20.

[2] Дятлов С. Основы теории человеческого капитала. М., СПБ, 1994, გვ 160; Флекснер К. Просвещенное общество экономика с человеческим лицом. М., «Международные отношения», 1994 и др.

განხორციელებული ინვესტიციების მნიშვნელობაზე მიუთითებს კ. საქსი და ფ. ლარენი. ისინი აღნიშნავენ, რომ საბაზრო ეკონომიკისათვის უზარმაზარი მნიშვნელობა აქვს ინვესტიციებს ადამიანისეულ კაპიტალში.[1] ამჟამად ადამიანისეულ კაპიტალში ინვესტიციების განხორციელებას საფუძვლად უდევს ინტელექტუალური კაპიტალის თეორია.[2] ამ თეორიის ავტორებს მიაჩნიათ, რომ ინტელექტუალური კაპიტალი რთული კატეგორიაა, იგი ადამიანისეულ კაპიტალზე უფრო ფართოა, რადგან მასში ინფორმაცია დამოუკიდებელ საწარმოო რესურსებადაა მიჩნეული.[3] ინტელექტუალურ კაპიტალში დაბანდებები მოცულობით განსხვავდება ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციებისგან. იგი მოიცავს აგრეთვე სტრუქტურული კაპიტალის ელემენტებს, რომელიც გულისხმობს მოწყობილობებში, კომპიუტერებში, პროგრამებში, პატენტებსა და საავაჭრო მარკებში განხორციელებულ დაბანდებებს. ინტელექტუალური კაპიტალის თეორიის საფუძველზე ჩამოყალიბდა კონცეფცია სოციალური პარტნიორობის შესახებ. ეს კონცეფცია ეყრდნობა სოციალურ კაპიტალში დაბანდებულ ინვესტიციებს. სოციალური კაპიტალის თეორია გულისხმობს ურთიერთდახმარებისა და ნდობის ურთიერთობების განვითარებას ცალკეულ ჯგუფებში ან გაერთიანებებში მონაწილეობისათვის მზადყოფნას.[3] უფრო განათლებულ და კვალიფიციურ მუშაკებს პოტენციურად მეტი შესაძლებლობები აქვთ ფირმის სოციალური კაპიტალისა და ეკონომიკის მაკროსისტემის ფორმირებისათვის. სოციალურ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების ბაზაზე ყალიბდება მიმზიდველი საინვესტიციო გარემოს სუბიექტური წანამძღვრები, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაზე.

ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზრის თავისებურებები

ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარს შემდეგი თავისებურებანი გააჩნია:

პირველი, ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარი მომსახურების ბაზრის შემადგენელი ნაწილია. იგი სპეციფიკური საქონლის რეალიზაციას ახორციელებს მწარმოებლებსა და უშუალოდ მომხმარებლებს შორის პირდაპირი კონტრაქტებით. ამასთან, გამორიცხული არაა სავაჭრო შუამავლობაც, მაგრამ ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე შუამავლობასა და სამომხმარებლო საქონელს შორის არსებობს პრინციპული განსხვავება. სხვადასხვა გამოკვლევათა ანალიზი გვიჩვენებს, რომ გარდამავალი პერიოდის პირობებში საქართველოში ადგილი აქვს საშუამავლო სტრუქტურების წილის გადიდებას მასობრივი მოთხოვნის სამომხმარებლო საქონლის ჭრილში. თვით შუამავალს არ მოეთხოვება სპეციალური ცოდნა, საკმარისია მხოლოდ პირველადი ინფორმაცია. ცხადია, შუამავლობა ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე მოითხოვს ფირმის სპეციალისტების მაღალ კვალიფიციურ დონეს. თვით შუამავლები, რომლებიც აერთიანებენ „მწარმოებელ-მომხმარებლებს" ბევრნი არ არიან. ამგვარად, ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარზე საშუამავლო მომსახურება თანაბარ პირობებში განსხვავდება მასობრივი მოთხოვნის საქონლის ბაზრის ანალოგიური მომსახურებისაგან ხარისხითა და ეფექტიანობით (დაინტერესებული მხარეების დანახარჯთა შემცირების ხარჯზე);

მეორე, ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარი დიდ გავლენას ახდენს კაპიტალის მოძრაობისა და სამუშაო ძალის ბაზრებზე;

მესამე, ინტელექტუალური ინვესტიციები დაცულია სახელმწიფოს მიერ უცხოური კონკურენციისაგან, აგრეთვე ინტელექტუალური ინვესტიციების გამოყენების საბოლოო შედეგის ექსპორტითა და იმპორტით. ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება არ შეიძლება ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტებზე უფლების დაცვის გარეშე;

მეოთხე, მიდა ბაზრის ორგანიზაციისა და ინტელექტუალური ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე შესასვლელად დამატებითი ინვესტიციები არ არის საჭირო;

---

[1] Сакс Дж., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход. М., «Дело», 1996, გვ.132.

[2] Гойло В. Интеллектуальный капитал. «МЭиМО», 1998, №11, გვ. 68-77; Иноземцев В.В. В поисках богатства общества. «МЭиМО», 1998, №3, გვ. 151-153; и. др.

[3] Иноземцев В.В. В поисках богатства общества. «МЭиМО», 1998, №3, გვ. 151-153.

მეხუთე, ინტელექტუალური ინვესტიციების გამოყენების შედეგებზე სპეციფიკურია საბაზრო ფასების ფორმირება.

რა არის ინტელექტუალური პროდუქტების ფასი?

ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასებს არა აქვთ პირდაპირი კავშირი მასზე დახარჯულ შრომასთან. ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფასი განისაზღვრება იმით, რასაც იგი იძლევა წარმოების პროცესში გამოყენებისას. ამგვარად, ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტის ფასი განისაზღვრება, როგორც ამ პროდუქტის გამოყენებით მიღებული ეფექტის ფულით გამოხატვა.

საბაზრო ფასი ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტზე ფორმირდება როგორც სახელშეკრულებო ფასი, ორი ფასის (გამყიდველისა და მყიდველის) გამოყენების შედეგად. მყიდველი შეიძლება გამოვიდეს იქიდან, რომ ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტის გამოყენებით მიღებულმა მოგებამ, როგორც მინიმუმი, საჭიროა აანაზღაუროს გამყიდველის მიერ ამ პროდუქტის შექმნისთვის გაწეული დანახარჯები და მყიდველის დანახარჯები მისი რეალიზაციისთვის. ინტელექტუალური ინვესტიციების პროდუქტს ხშირად გამყიდველი კი არ ყიდის, არამედ გასცემს მხოლოდ მისი გამოყენების უფლებას. ამდენად, სახელშეკრულებო ფასი ასეთ პროდუქციაზე პრაქტიკაში ახლოსაა მისი მყიდველის ფასთან.

ინტელექტუალური ინვესტიციების სახეების ფასი

ინტელექტუალური ინვესტიციების რეალიზაცია ბაზარზე შეიძლება განხორციელდეს შემდეგი ფორმებით:

— ლიცენზიების, ნოუ-ჰაუს, სასაქონლო ნიშნებისა და ა.შ. გამოყენების უფლების გაცემით;

— ნოუ-ჰაუს, ტექნოლოგიური გამოცდილებისა და ა.შ. გაყიდვა-გადაცემით. სალიცენზიო შეთანხმებებისაგან ყიდვა-გაყიდვის ასეთ აქტზე ხელშეკრულებები იმით განსხვავდება, რომ ნოუ-ჰაუს მფლობელი არ ამბობს უარს მის გაყიდვაზე, მაგრამ ხელს იღებს მის პატენტირებაზე;

— ინჟინირინგული მომსახურების გაწევით;

— ტექნოლოგიების გადაცემით, საინვესტიციო თანამშრომლობის გზით, რომელთა ჩარჩოებშიც ხდება არა მარტო ყიდვა-გაყიდვა, არამედ მათი გავრცელება კონსულტაციების, სპეციალისტების მოშზადების, ნახაზების გადაცემისა და ტექნოლოგიური გაცვლის სხვა გზებით.

ინჟინირინგი

ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარზე რეალიზაციის ერთ-ერთი ძირითადი ფორმაა ინჟინირინგი. იგი გულისხმობს კომერციულ საფუძველზე სხვადასხვა საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების გაწევას. საინჟინირინგო მომსახურებას ყოფენ ორ ჯგუფად: 1) პროდუქციის წარმოების პროცესის მოშზადებასთან დაკავშირებული მომსახურება; 2) პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის პროცესის ნორმალური მსვლელობის უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული მომსახურება. პირველ ჯგუფს მიეკუთვნება: ა) წინასაპროექტო მომსახურება (სოციალურ-ეკონომიკური გამოკვლევა, ტოპოგრაფიული გადაღება და ადგილმდებარეობის დაგეგმარება; ნიადაგის გამოკვლევა, წიაღისეულის ძიება; პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება და ა.შ.); ბ) საპროექტო მომსახურება (გენერალური გეგმისა და რეკომენდაციების მოშზადება, პროექტის ღირებულების, მის ექსპლუატაციაზე გაწეული დანახარჯების წინასწარი შეფასება; ტექნიკური სპეციალისტების მოშზადება და ა.შ.); გ) პროექტის შემდგომი მომსახურება (საკონტრაქტო დოკუმენტაციის მოშზადება, აუქციონის ორგანიზაცია, წინადადებების შეფასება, კონტრაქტის დადება, მშენებლობის მართვა, სამუშაოს დამთავრების შესახებ სერტიფიკაციის შედგენა და გაცემა, მშენებლობის შესახებ ტექნიკური დასკვნის გაკეთება და ა.შ.); დ) სპეციალური მომსახურება (ნარჩენების უტილიზაციასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევა, სხვადასხვა იურიდიული პროცედურები და ა.შ.). საინჟინირინგო მომსახურების მეორე ჯგუფს მიეკუთვნება: წარმოების პროცესის მართვისა და ორგანიზაციასთან დაკავშირებული მომსახურება, ობიექტის გამოცდასთან დაკავშირებული მომსახურება, ფინანსურ საკითხებში

კონსულტაციები, პროდუქციის რეალიზაციასთან დაკავშირებული მომსახურება (ბაზრის კონიუნქტურის გამოკვლევა, რეკლამის ორგანიზაცია), საინფორმაციო უზრუნველყოფის სისტემის დანერგვასთან დაკავშირებული მომსახურება და ა.შ. საინჟინირინგო კონსულტაციებს, მაღალკვალიფიციური კადრების დეფიციტის პირობებში, შეუძლია ინტელექტუალურად უზრუნველყოს საინვესტიციო პროცესი, დაეხმაროს ფირმებს ეფექტიანობის ამაღლებაში, დააჩქაროს საინვესტიციო რესურსების ბრუნვა.

საპორტფელო ინვესტიციის ბაზარი

ფინანსური ინვესტიციის ბაზრის შემადგენელი ნაწილია საპორტფელო ინვესტიციის ბაზარი. აქციონერთა საზოგადოებების შექმნისა და ფინანსური ინსტიტუციური ინვესტორების დახმარებით, მათი საქმიანობა ფინანსური ინვესტიციის ბაზარზე მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს თავისუფალი ფულადი სახსრების თავმოყრას ქვეყანაში, რეგიონებში, უცხოელი ინვესტორების მოზიდვას, ფინანსური ინვესტიციების დაჩქარებულ ბრუნვას, ეფექტიანად დაზღვევას საფინანსო-საინვესტიციო რისკებისგან და ა.შ.

ინვესტიციების წრებრუნვა

ინვესტირების მოტივაციის გარკვევისა და სახელმწიფოს ზემოქმედების ბერკეტების განსაზღვრისათვის მიზანშეწონილად მიგვაჩნია განვიხილოთ ინვესტიციების წრებრუნვის თავისებურებანი მატერიალური (ძირითადი და საბრუნავი) და ფინანსური კაპიტალის კლავწარმოების პროცესში.

საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ინვესტიციების წრებრუნვა ხორციელდება შემდეგი ძირითადი მიმართულებებით:

1. დაბანდებები მატერიალურ აქტივებში (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის წარმოება);
2. დაბანდებები ფინანსურ აქტივებში;
3. დაბანდებები ინტელექტუალურ ფასეულობებში;

განვიხილოთ ინვესტიციების წრებრუნვა მატერიალური აქტივების (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის) კლავწარმოების პროცესში. მისი ყველა ელემენტი შეიძლება დაიყოს მოძრავ და უძრავ ქონებად. მოძრავი ფიზიკური კაპიტალის ელემენტებს მიეკუთვნება მოწყობილობები, მექანიზმები, საბრუნავი კაპიტალი. უძრავ ქონებას კი ძირითადი კაპიტალის პასიური ნაწილის ელემენტები (შენობები, შეიარაღება, საწარმოო ინფრასტრუქტურა).

მოძრავი ფიზიკური კაპიტალის კლავწარმოება ხორციელდება მრეწველობაში, ხოლო უძრავისა — მშენებლობაში. საინვესტიციო საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს უძრავი ქონების, მოწყობილობებისა და ფიზიკური კაპიტალის სხვა ელემენტების ბაზარზე გამოსვლის გზით, ანდა, საჭირო საქონლის არარსებობის შემთხვევაში, მათი წარმოების გზით (მშენებლობა).

საინვესტიციო საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს სხვადასხვა წყაროს ხარჯზე: საკუთარი, ნასესხები, ინვესტირების მოზიდული სახსრები, ბიუჯეტური ასიგნებანი; წყაროთა სტრუქტურა დამოკიდებულია მოქმედი ან ახლადშექმნილი საწარმოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმაზე. ინვესტიციები შეიძლება გამოვლინდნენ, როგორც ფულადი, მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით, ისე ქონებრივი უფლებების, ინტელექტუალური პოტენციალის ფორმითაც. ყოველივე ზემოთ გადმოცემულის გათვალისწინებით, ინვესტიციების წრებრუნვა ფიზიკური კაპიტალის კლავწარმოებაში შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$(M, T, L_p) - FP(ok, obk, RS) \dots (S) \dots P \quad T - M \begin{matrix} - F_n \\ \\ - F_v \\ - A_k \end{matrix} \begin{matrix} m' \\ \\ \\ \end{matrix}, \qquad (12.2)$$

სადაც (M, T, L_p) – არის ინვესტიციები ფულად, საქონლურ, ქონებრივი უფლებებისა და

ინტელექტუალური ფასეულობების ფორმებში;

FP (ok, obk, RS) – წარმოების ფაქტორები (ძირითადი კაპიტალი, საბრუნაო კაპიტალი, სამუშაო ძალა);

S – ინვესტიციების ბრუნვის სამშენებლო სტადია;

P – ინვესტიციების ბრუნვის საწარმოო სტადია;

T – ინვესტიციების ბრუნვის სასაქონლო სტადია;

M – ინვესტიციების ბრუნვის ფულადი სტადია;

F_R – მოხმარების ფონდი;

F_v – განთაესების ფონდი;

A_k – საამორტიზაციო კაპიტალი;

m^1 – წმინდა შემოსავალი მოგების ფორმით;

F_g – დაგროვების ფონდი, რომელიც გამოიყენება ახალი ინვესტიციებისათვის.

გარდასახვის მოცემული ჯაჭვის ეკონომიკური აზრი შემდეგში მდგომარეობს: ინვესტიციები სხვადასხვა ფორმაში (ფულადი, მწარმოებლური, საქონლური) ჩაიდება საინვესტიციო მოთხოვნის ობიექტებში სამეწარმეო საქმიანობისათვის. შემდეგ მიმდინარეობს ინვესტიციების საწარმოო ფაქტორებად გარდასახვის პროცესი. ამგვარად, ხდება ინვესტიციების მატერიალიზაცია, რომელიც გამოდის ინვესტორის კაპიტალური ქონების ღირებულების მატების სახით.

სწორედ ახალ კაპიტალურ ღირებულებებში ტრანსფორმაციით მთაერდებოდა ინვესტიციების წრებრუნვა საბჭოთა ეკონომიკურ ლიტერატურაში. ისინი ხელოვნურად ხლეჩდნენ ახალი კაპიტალური ღირებულებების ფორმირების სტადიასა და მათი ფუნქციონირების სტადიას, რომელიც განსაზღვრავს ამ ღირებულებების შემოსავლიანობის რეალურ დონეს, ხოლო საბოლოოდ ინვესტიციების თვითანაზღაურებადობის პერიოდსაც.

რამდენადაც ინვესტირების მიზანი შემოსავლის მიღებაა, ამდენად ინვესტიციების ბრუნვა აუცილებლად მოიცავს შეძენილი კაპიტალური ღირებულების ექსპლოატაციის პერიოდს იმ ფინანსური რესურსების დაგროვების მომენტამდე, რომლითაც ანაზღაურდება დაბანდებანი კაპიტალის წარმოებაში.

ამ შემთხვევაში წარმოებული პროდუქცია, რომელიც გამოდის საინვესტიციო საქონლის ფორმით, რეალიზდება სხვადასხვა ინვესტიციის ბაზრებზე (უძრავი ქონების, მოწყობილობების, მასალებისა და სხვათა ბაზარზე).

ინვესტიციებისა და საინვესტიციო საქონელს შორის განსხვავება

ისმის კითხვა: რა განსხვავებაა ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს შორის, რამდენადაც ისინი მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით, შემოსავლის მოტანის შესაძლებლობითაც ერთმანეთს ემთხვევიან. ჩვენი აზრით, ძირითადი განსხვავება ინვესტიციებისა და საინვესტიციო საქონლის „უნიერსალობის“ ხარისხშია. მომავალში ბაზარზე სარეალიზაციო ნებისმიერი საინვესტიციო საქონელი ხდება წარმოების ფაქტორი კონკრეტულ მატერიალურ-ნივთობრივ ან ფულად ფორმაში. კაპიტალის მატერიალურ-ნივთობრივი გარდასახვა ჯერ კიდევ არ ნიშნავს კლაეწარმოებას, ის შეიძლება კიდეც გაცდეს - მორალურად და ფიზიკურადაც, ინვესტიციები კი არიან რა, უპირველეს ყოვლისა, ფულადი კაპიტალის მოძრავი ფორმა, — შეუძლიათ მოიტანონ მუდმივი და უწყვეტი შემოსავალი. ჩვენი აზრით, სწორედ ამით განსხვავდება ინვესტიციები საინვესტიციო საქონლისაგან.

ფინანსურ აქტივებში ინვესტირება ხდება მათი შემოსავლიანობის ნორმებთან დამოკიდებულებაში. შემოსავალი სხვადასხვა ფინანსური აქტივების მიხედვით იყოფა დივიდენდად (სამეწარმეო შემოსავლის ნაირსახეობა) და პროცენტად. ეს განისაზღვრება იმით, თუ ისინი რომელ კაპიტალს წარმოადგენენ - სამეწარმეოს თუ სასესხოს.

ფინანსურ აქტივებში ინვესტირების პროცესი შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$(M, T, L_p) - FA - FP \dots (S) \dots P \quad \begin{matrix} dvd - m^1 - F_n \\ | \\ T^1 - M^1 \\ | \\ pr - F_v - A_n \end{matrix} \qquad (12.3)$$

სადაც FA – არის ფინანსურ აქტივებში დაბანდებული ინვესტიციების ფულადი გამოხატულება (აქციებში, ობლიგაციებში, დეპოზიტებსა და სხვა ფინანსურ აქტივებში);

dvd – შემოსავალი ფინანსურ აქტივებიდან დივიდენდის ფორმით;

pr – შემოსავალი ფინანსურ აქტივებიდან პროცენტის ფორმით.

ამრიგად, ინვესტიციის ბაზრის მთელი სისტემა ქმნის ერთიან საინვესტიციო-საბაზრო სივრცეს. ამ სივრცეში ფინანსური ინვესტიციის ბაზარს ავსებს რეალური და ინტელექტუალური ინვესტიციების ბაზარი.

ინვესტიციის ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირებისათვის პირობების შექმნა უზრუნველყოფს საინვესტიციო პოტენციალის რეალიზაციასა და სრულყოფას.

12.2. ინვესტიციის ბაზრის ცნება და მისი სახეების დახასიათება

ინვესტიციის ბაზრის ცნების სხვადასხვა ასპექტები

ინვესტიციური საქმიანობა განუყოფლადაა დაკავშირებული ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირებასთან, მისი სახეების, სეგმენტების განვითარებასა და კონიუნქტურის მდგომარეობასთან. მართალია, ტერმინს „ინვესტიციის ბაზარი“ ეკონომისტები საკმაოდ დიდი ხანია იყენებენ, მაგრამ დღემდე არ არსებობს ამ ცნების ერთგვაროვანი განმარტება.

საზღვარგარეთის პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზარი ხშირად გაიგივებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზართან (საფონდო ბაზართან), რომლებიც ინდივიდუალური და ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ კაპიტალის ინვესტიციური დაბანდების ძირითად ინსტრუმენტად გამოიყენება. პოსტსოციალურ ქვეყნებში ინვესტიციური საქმიანობის უპირატესი მიმართულებაა რეალური ინვესტირება კაპიტალურ დაბანდებათა ფორმით; ამის შესაბამისად, ეკონომისტების უმრავლესობა ინვესტიციის ბაზარს ყველაზე უფრო ხშირად უწოდებს კაპიტალური საქონლის (სამშენებლო მასალების, საწარმოო-ტექნიკური მოწყობილობის და ა.შ.) ბაზარს. ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზრისადმი ეს ორიენ მიდგომა მეტისმეტად ვიწროა და არ მოიცავს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში თავისუფალ მიმოქცევაში მყოფი (გაყიდვისა და ყიდვაში არსებული) საინვესტიციო ობიექტების (ინსტრუმენტების) მთელ ერთობლიობას.

ინვესტიციის ბაზრის ცნების ძირითადი დებულებები

„ინვესტიციის ბაზრის“ ცნების განმარტებისას საჭიროდ მიგვაჩნია შემდეგ პრინციპულ დებულებებზე დაყრდნობა:

1. „ინვესტიციის ბაზრის“ ცნება უნდა მოიცავდეს როგორც რეალური, ისე ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) მიმოქცევას.

2. ინვესტიციის ბაზრის მიმოქცევის ობიექტები (ინსტრუმენტები) უნდა იყოს ყველა სახის ინვესტიციური საქონელი და ინსტიტუტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საწარმოს (და სხვა ინვესტორების) ინვესტიციების მთელ სპექტრს მათი მრავალფეროვანი ფორმით.

3. ინვესტიციურ საქონელთან და ინსტრუმენტებთან ერთად ინვესტიციის ბაზარზე მიმოქცევის

ობიექტი უნდა იყოს ის საინვესტიციო მომსახურებაც, რომელსაც ინვესტორებს უწევენ მათი რეალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

მოყვანილ დებულებათა გათვალისწინებით, „ინვესტიციის ბაზრის" ცნება ამგვარად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ: **ინვესტიციების ბაზარი ის ბაზარია, სადაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებია მრავალფეროვანი ინვესტიციური საქონელი და ინსტრუმენტები, აგრეთვე, ინვესტიციური მომსახურება, რომელიც უზრუნველყოფს რეალური, ინტელექტუალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესს.**

ინვესტიციების ბაზარი მეტად რთული სისტემაა, რომელშიც მიმოქცევაშია ყველა სახის ინვესტორების საინვესტიციო მოთხოვნის უზრუნველმყოფი მრავალფეროვანი საქონელი და ინსტრუმენტები. ამ ბაზარს ემსახურება სპეციალური საინვესტიციო ინსტიტუტები და აქვს საკმაოდ განშტოებული და მრავალფეროვანი საინვესტიციო ინფრასტრუქტურა.

ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფუნქციები

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 (და როგორია ასეთი განაწილების საზოგადოებრივი დანახარჯები).

ამგვარად, პრინციპული მომენტია ინვესტიციის ბაზრის მიერ რეალიზებული ფუნქციების შინაარსის და მათი სტრუქტურული ორგანიზაციის ხერხების კვლევა.

საბაზრო პრინციპებზე დამყარებული ქვეყნის ეკონომიკურ სისტემაში ინვესტიციის ბაზარი თამაშობს დიდ როლს და მას შემდეგი ძირითადი ფუნქციები განსაზღვრავს:

პირველი ფუნქცია

პირველი, რესურსების (დანაზოგების) გადაცემა მათგან, ვისაც ისინი აქვს, მათთვის, ვისაც ისინი სჭირდება - ინვესტიციების რეციპიენტებისთვის. სტიგლიცის აზრით, ეს პროცესი არასდროს არის სრულყოფილი.[1]

განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში ეს ფუნქცია კაპიტალების ბაზრის ძირითადი ფუნქციაა და იგი რეალიზდება იმ ინსტიტუტების განვითარების გზით, რომლებიც თავს უყრიან დანაზოგს და გადასცემენ მათ საბოლოო მსესხებლებს — საწარმოებს და მთავრობებს. ნახაზზე მოცემულია რესურსების გადაცემის ძირითადი არხები.

ჩვეულებრივ, ხაზს უსვამენ განშუალებული (არაპირდაპირი) დაფინანსების და, შესაბამისად, საფინანსო შუამავლების როლს კაპიტალების ბაზარზე, მაგრამ პირდაპირი დაფინანსების არსებითი ნაწილიც (უპირველეს ყოვლისა — ეკონომიკის კორპორაციული სექტორის) კაპიტალების ბაზრის მექანიზმების გამოყენების საფუძველზე ხორციელდება. საერთოდ, განვითარებულ ბაზრებს უპირველესად ახასიათებს არაპირდაპირი დაფინანსება.

ირიბი დაფინანსების მექანიზმების განვითარების დონე შეგვიძლია დავახასიათოთ როგორც რეალური სექტორის მიერ მიღებული ინვესტიციების მთლიან თანხაში ამ დაფინანსების ხვედრითი წილით, ისე იმ სპეციალიზებული ინსტიტუტების რაოდენობითაც, რომლებიც ამ ფუნქციებს ახორციელებენ.

ინვესტიციის ბაზრების ყველაზე უფრო მსხვილი მონაწილეები განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკაში არიან კომერციული ბანკები, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები, საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ბანკები და სხვა შუამავლები.

მეორე ფუნქცია

კაპიტალების გაერთიანება. მრავალი პროექტი იმაზე მეტ კაპიტალს მოითხოვს, ვიდრე ამის გაცემა შეუძლია ერთ ან რამდენიმე ინვესტორს. თუ ცენტრალიზებული სისტემის პირობებში არსებობდა ერთ ცენტრში რესურსების გაერთიანების შესაძლებლობები, განვითარებულ საბაზრო გარემოში ამ ფუნქციას ახორციელებს უამრავი საინვესტიციო შუამავალი. ისინი კონკურენტები არიან შეზღუდული

[1] Stiglitz J.E. Finantial Sistems for Fastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Fconomic Crouth Publication, 1993. გვ. 81.

საინვესტიციო რესურსების მიმართ. კონკურენტული გარემო, თავის მხრივ, იმ მრავალფეროვანი საინვესტიციო მიზნების დაკმაყოფილების შესაძლებლობას იძლევა, რომლებიც სასურველი შემოსავლის, რისკის, დაბანდების ვადებისა და სიდიდის მიხედვითაა დიფერენცირებული.

გარდამავალი ტიპის ეკონომიკაში ხანგრძლივადაა შენარჩუნებული საინვესტიციო რესურსების ცენტრალიზებულად აკუმულირების ინსტიტუტები, რომლებიც ახალ ურთიერთობათა ელემენტებთან ერთად არსებობენ. მათ ინარჩუნებენ როგორც სახსრების პირდაპირ ამოღების შეცელით საგადასახადო ამოღებით, ისე მთელი რიგი დარგების პროდუქციაზე ცენტრალიზებული სატარიფო ფასწარმოქმნის მეშვეობით.

მესამე ფუნქცია

პროექტების შერჩევა. ბ.ი. ალიოხინის ხატოვანი გამოთქმით, ,,კაპიტალი მობილური, სათუთი და იშვიათია, რის გამოც მეტისმეტად მომთხოვნი და სელექციურია".[1] რესურსების გამოყენების მსურველთა რაოდენობა ყოველთვის მეტია, ვიდრე ხელმისაწვდომი რესურსებისა. სწორედ პროექტების შერჩევის და ინვესტიციების შეფასების საბაზრო მექანიზმებზე არსებული მოთხოვნილება იქცა ფინანსების თანამედროვე თეორიის შექმნის კატალიზატორად.[2]

მეოთხე ფუნქცია

კონტრაქტების შესრულების მონიტორინგი. რესურსების სწორად გამოყენების დადასტურება, ე.ი. მათი გამოყენება საინვესტიციო მიზნების შესაბამისად, აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესების მონაწილეთათვის ურთიერთვალდებულებების შესრულების დაძალება. განვითარებულ საბაზრო სისტემაში ეს ფუნქცია რეალიზდება, უპირველეს ყოლისა, ინვესტიციების განხორციელების მრავალი ალტერნატივის და იმ ლიკვიდური ბაზრების არსებობის ხარჯზე, რომლებსაც ფორმალური და არაფორმალური ინსტიტუტები უმაგრებს ზურგს.

მეხუთე ფუნქცია

რისკების გადაცემა, დანაწილება და გაერთიანება. ინვესტირების ინსტიტუტების და ინსტრუმენტების მრავალფეროვნება პრინციპულ ბაზას უქმნის დაბანდებების დივერსიფიკაციას, გარანტიებს და რისკების დაზღვევას. განვითარებულ ბაზრებზე რეგულირებისა და თვითრეგულირების სისტემები ქმნიან იმ ნორმებსა და წესებსაც, რომლებიც ეფექტიანად განსაზღვრავენ მონაწილეებს შორის რისკის განაწილებას.

მეექვსე ფუნქცია

დროებით თავისუფალი კაპიტალის აქტიური მობილიზაცია სხვადასხვა წყაროებიდან. საზოგადოების დანაზოგებს, ე.ი. მოსახლეობის, საწარმოების და სახელმწიფო ორგანოების ფულადი და სხვა სახის საინვესტიციო რესურსების ფორმით არსებულ ამ თავისუფალ კაპიტალს, რომელიც მიმდინარე მოხმარებაზე არაა გახარჯული, ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული მონაწილეები მისი მექანიზმის მეშვეობით ქვეყნის საინვესტიციო პროცესში რთავენ შემდეგში მისი ეფექტიანად გამოყენების მიზნით.

მეშვიდე ფუნქცია

აკუმულირებული თავისუფალი კაპიტალის ეფექტიანად განაწილება მის მრავალრიცხოვან საბოლოო მომხმარებლებს შორის. ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმი უზრუნველყოფს ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე მოთხოვნის მოცულობისა და სტრუქტურის გამოვლენას და მის დროულად დაკმაყოფილებას ყველა კატეგორიის იმ მომხმარებელთა ჭრილში, რომლებსაც დროებით სჭირდებათ კაპიტალის მოზიდვა გარე წყაროებიდან.

---

[1] Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика", 1991, გვ.159.

[2] ეკონომიკის დარგში ნობელის პრემიის ლაურეატებს შორის არიან ე.შარპი (1990 წ. - კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი), **Mileri** (1990 წ. - კორპორაციული ფინანსების თეორიაში შეტანილი წვლილი), **რ. მერტონი, მ. შოლცი** (1997 წ. - **ფ. ბლეკთან** ერთობლივად დამუშავებული წარმოებული ფასიანი ქაღალდების შეფასების მეთოდი).

მეოთხე ფუნქცია

ინვესტიციების სფეროში კაპიტალის გამოყენების ყველაზე უფრო ეფექტიანი მიმართულებების განსაზღვრა. ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმი აკმაყოფილებს მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო მოთხოვნილებების მნიშვნელოვან მოცულობასა და ფართო წრეს. ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე ფასწარმოქმნის სისტემის მეშვეობით იგი აკლენს ინვესტიციების ნაკადების ყველაზე უფრო ეფექტიან სფეროებსა და მიმართულებებს ამ მიზნით გამოყენებული კაპიტალის შემოსავლიანობის მაღალი დონის უზრუნველყოფის პოზიციიდან.

მეხუთე ფუნქცია

ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ისეთი საბაზრო ფასების ჩამოყალიბება, რომლებიც ობიექტურად ასახავენ მათ მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის წარმოქმნილ თანაფარდობას. ფასწარმოქმნის საბაზრო მექანიზმი სახელმწიფო ფასწარმოქმნის საპირისპიროა, თუმცა, გარკვეულწილად მაინც ექცევა სახელმწიფო რეგულირების გავლენის ქვეშ. ეს საბაზრო მექანიზმი იძლევა მრავალფეროვანი ინვესტიციური საქონლისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების იმ მიმდინარე თანაფარდობის სრული გათვალისწინების შესაძლებლობას, რომელიც მათზე ფასების შესაბამის დონეს აყალიბებს, აგრეთვე, მათი გამყიდველებისა და მყიდველების ეკონომიკური ინტერესების მაქსიმალური დაკმაყოფილების შესაძლებლობას.

მეექვსე ფუნქცია

ინვესტიციური საქონლისა და მომსახურების გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის კვალიფიციური შუამავლობის განხორციელება. ინვესტიციის ბაზრის სისტემაში „ჩაწერილია" სპეციალური საინვესტიციო ინსტიტუტები, რომლებიც ამგვარ ფუნქციას ასრულებენ. ასეთი საინვესტიციო შუამავლები კარგად იცნობენ მიმდინარე ინვესტიციური კონიუნქტურის მდგომარეობას, გარიგებათა განხორციელების პირობებს და უმოკლეს ვადებში შეუძლიათ კავშირის უზრუნველყოფა გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის. საინვესტიციო შუამავლობა უზრუნველყოფს არა მარტო ფინანსების, არამედ საქონლის ნაკადების დაჩქარებასაც და ხელს უწყობს ამასთან დაკავშირებული საზოგადოებრივი დანახარჯების მინიმიზებას.

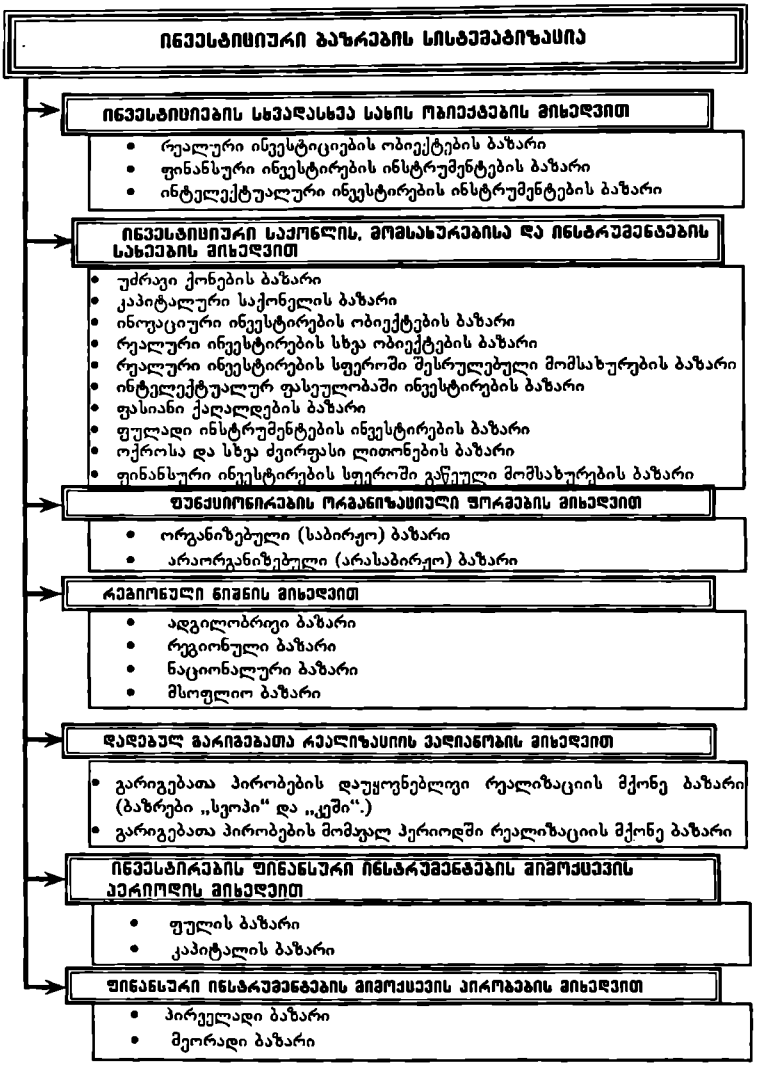
მეშვიდე ფუნქცია

საინვესტიციო და კომერციული რისკების მინიმიზების პირობების შექმნა. ინვესტიციის ბაზარს გამომუშავებული აქვს ფასების რისკის დაზღვევის საკუთარი მექანიზმი (და სპეციალური საინვესტიციო ინსტრუმენტების შესაბამისი სისტემა); ფინანსებისა და საქონლის ბაზრების კონიუნქტურისა და ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების არასტაბილურობის პირობებში იგი მინიმუმამდე ამცირებს ფინანსური აქტივებისა და რეალური საქონლის მყიდველობისა და გამყიდველობის საინვესტიციო და კომერციულ რისკებს მათზე ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებით.

მერვე ფუნქცია

კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარება, რაც ხელს უწყობს ეკონომიკური პროცესების გააქტიურებას. ინვესტიციის ბაზარი უზრუნველყოფს თავისუფალი კაპიტალის მობილიზებას, განაწილებასა და ეფექტიანად გამოყენებას, მასზე ცალკეული მეურნე სუბიექტების მოთხოვნილებათა დაკმაყოფილებას უმოკლეს ვადებში. ამით იგი ხელს უწყობს გამოყენებული კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარებას, რომლის ყოველი ციკლი იწვევს დამატებითი ინვესტიციური შემოსავლის გენერირებას და მთლიანად ქვეყნის ეროვნული შემოსავლის ზრდას.

„ინვესტიციის ბაზრის" ცნება გარკვეულწილად კრებსითი და განმაზოგადებელია. პრაქტიკაში იგი ასახულია ცალკეული სახის ინვესტიციების ბაზრების ერცელ სისტემაში, რომელსაც თითოეული ამ სახის მრავალფეროვანი სეგმენტი აქვს. ინვესტიციების ბაზრების თანამედროვე სისტემატიზაცია გამოყოფს მათ განსხვავებულ სახეებს შემდეგი ძირითადი ნიშნების შესაბამისად (ნახ. 12.3.);



12.3. ნახაზი. ინვესტიციის ბაზრების სისტემატიზაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

ინვესტიციების სისტემატიზაცია ობიექტების მიხედვით

I. ამა თუ იმ სახის ინვესტირების უზრუნველყოფის ობიექტების მიხედვით გამოყოფენ სამი ძირითადი სახის ინვესტიციების ბაზარს:

- რეალური ინვესტიციების ობიექტების ბაზარი. იგი დამახასიათებელია ინვესტიციების იმ ბაზრისათვის, რომლის ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია ცალკული მეურნე სუბიექტების რეალური

ინვესტირების პროცესის უზრუნველმყოფი ყოველგვარი საქონელი და მომსახურება. ოპერაციების მოცულობის მიხედვით რეალური ინვესტირების ბაზარი მთავარი ბაზარია ჩვენი ქვეყნის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე.

ფინანსური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი. იგი ინვესტიციების იმ ბაზრის მაზასიათებელია, რომლის ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია ამა თუ იმ მეურნე სუბიექტის ფინანსური ინვესტირების პროცესის უზრუნველმყოფი ყოველგვარი ინვესტიციური ინსტრუმენტი და მომსახურება. განვითარების ტემპების მიხედვით ეს ბაზარი ყველაზე უფრო დინამიურია, თუმცა, ამჟამად, შედარებით მცირეა მასზე საწარმოების საინვესტიციო ოპერაციების მოცულობა.

ინტელექტუალური ინვესტირების ინსტრუმენტების ბაზარი. ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზრის ორ ძირითად სახეობას — ფინანსური და მატერიალური (რეალური) ინვესტიციების ბაზრებს თანამედროვე პირობებში შეიძლება დაემატოს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, ნოუ-ჰაუს, მეცნიერული დამუშავების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

საქონლის ინსტრუმენტებისა და მომსახურების სახეების მიხედვით

II. მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების სახეების მიხედვით გამოყოფენ ინვესტიციების შემდეგი სახის ბაზრებს:

- **უძრავი ქონების ბაზარი.** ამ სახის ბაზარი მოიცავს საწარმოების როგორც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების, პრიუატიზაციის იმ ობიექტების, რომლებიც მთლიანად იყიდება აუქციონებზე, კონკურსებით ან რომლებსაც მთლიანად იძენენ შრომითი კოლექტივები, დაუსრულებელი მშენებლობის საწარმოო ობიექტების, ოფისების, საწარმოს თანამშრომელთათვის არსებული ბინების, მიწის ნაკვეთების და ა.შ. მიმოქცევას.

  კაპიტალური საქონლის ბაზარი. თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში ამ სახის ბაზარს მიაკუთვნებენ საწარმოო – ტექნიკური დანიშნულების (მანქანები, მექანიზმები, საწარმოო მოწყობილობას), კაშირგაბმულობისა და კომუნიკაციის საშუალებები, კომპიუტერული ტექნიკის, აგრეთვე, სამშენებლო დანიშნულების ფართო ნომენკლატურის საქონლის მიმოქცევას.
- **ინოვაციური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი.** ამ ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებია გამოგონებებისა და აღმოჩენების პატენტები, მათი გამოყენების უფლებათა ლიცენზიები, ნოუ-ჰაუ, სავაჭრო მარკები, სასაქონლო ნიშნები და სხვა უფლებები. ეს ბაზარი საშუალებას უქმნის საწარმოებს, საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ჩამოაყალიბონ საჭირო არამატერიალური აქტივები.
- **რეალური ინვესტირების სხვა ობიექტების ბაზარი.** ამ ბაზარზე მიმოქცევის საგანია ზემოთ განხილულ ჯგუფებში არშესული ყველა დანარჩენი საქონელი, რომელსაც საწარმოს არასაბრუნაე და საბრუნაე საოპერაციო აქტივებში რეალური ინვესტიციების განხორციელების პროცესში იყენებენ.
- **რეალური ინვესტირების სფეროში შესრულებული მომსახურების ბაზარი.** ამ ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტია ისეთი მომსახურება, როგორიცაა: რეალური საინვესტიციო პროექტების ბიზნეს-გეგმების მოშზადება (ან კონსულტაციების გაწევა მისი დასაბუთების ცალკეული განყოფილებების მიხედვით); ცალკეული ობიექტების ან ტექნოლოგიური პროცესების დაპროექტება, სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების განხორციელება და ა.შ.
- **ფასიანი ქაღალდების ბაზარი (ან საფონდო ბაზარი).** იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია საწარმოების, საფინანსო ინსტიტუტებისა თუ სახელმწიფოს მიერ ემისირებული ყოველგვარი ფასიანი ქაღალდი (საფონდო ინსტრუმენტები). განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ინვესტიციების ყველაზე უფრო ვრცელი ბაზარია დადებულ გარიგებათა მოცულობითა და მასზე მიმოქცევაში

მყოფი ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნებით. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირება აწესრიგებს და უფრო ეფექტურს ხდის მრავალ ეკონომიკურ პროცესს და, პირველ რიგში, დროებით თავისუფალი ფინანსური რესურსების ინვესტირების პროცესს. ამ ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმი მასზე საინვესტიციო ოპერაციების ყველაზე სწრაფად და ყველაზე უფრო სამართლიანი ფასებით ჩატარების შესაძლებლობას იძლევა სხვა სახის ინვესტიციების ბაზრებთან შედარებით. ამ ბაზარზე ყველაზე უფრო ადვილი ჩასატარებელია ფინანსური ინჟინირინგი – ინვესტიციური ოპერაციების განხორციელების ახალი სქემებისა და ახალი ინსტრუმენტების შექმნის მიზანმიმართული პროცესი.

ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარი. ეს ბაზარი, პირველ რიგში, წარმოდგენილია ინვესტირების ისეთი ინსტრუმენტებით, როგორიცაა ფულადი ანაბრები – ვადიანი და მოთხოვნამდე. გარდა ამისა, ჩვენს ქვეყანაში ნათლად გამოკვეთილმა ინფლაციურმა პროცესებმა ამ ბაზარზე ინვესტირების ობიექტად აქცია მთელი რიგი ქვეყნების თავისუფლად კონვერტირებადი მყარი ვალუტა (ინვესტიციებს არ განეკუთვნება უცხოური ვალუტის შეძენა ვალუტის ბაზარზე არაეკონომიკური ოპერაციების ჩასატარებლად).

- **ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების-ვერცხლისა და პლატინის) ბაზარი.** იგი იმ ბაზრის მახასიათებელია, რომელზეც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია ფასეული ლითონები, პირველ რიგში კი – ოქრო. ამ ბაზარზე ხორციელდება ფინანსური აქტივების დაზღვევის, საერთაშორისო ანგარიშსწორებათა ფინანსური საჭირო ვალუტის შეძენისათვის ამ აქტივების რეზერვირების უზრუნველყოფის, სპეკულაციური საინვესტიციო გარიგებების განხორციელების ოპერაციები. იგივე ბაზარი, აკმაყოფილებს ამ ლითონების სამრეწველო-საყოფაცხოვრებო მოხმარებაზე და მათ ქერძო ტუზარაციაზე არსებულ მოთხოვნილებას. ოქროს ბაზრის ამგვარი მრავალფუნქციურობა იმას უკავშირდება, რომ ოქრო არამარტო საყოველთაოდ აღიარებული საინვესტიციო აქტივი და თავისუფალი ფულადი სახსრების რეზერვირების ყველაზე უსაფრთხო საშუალებაა, არამედ ფასეული სანედლეულო საქონელიცაა მთელი რიგი სამრეწველო საწარმოებისთვის.

ფინანსური ინვესტირების სფეროში გაწეული მომსახურების ბაზარი. ამ ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტად გეველინება, უპირველეს ყოვლისა, საშუამავლო მომსახურება, აგრეთვე, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციისა და შენახვის, საინფორმაციო და სხვა სახის მომსახურება.

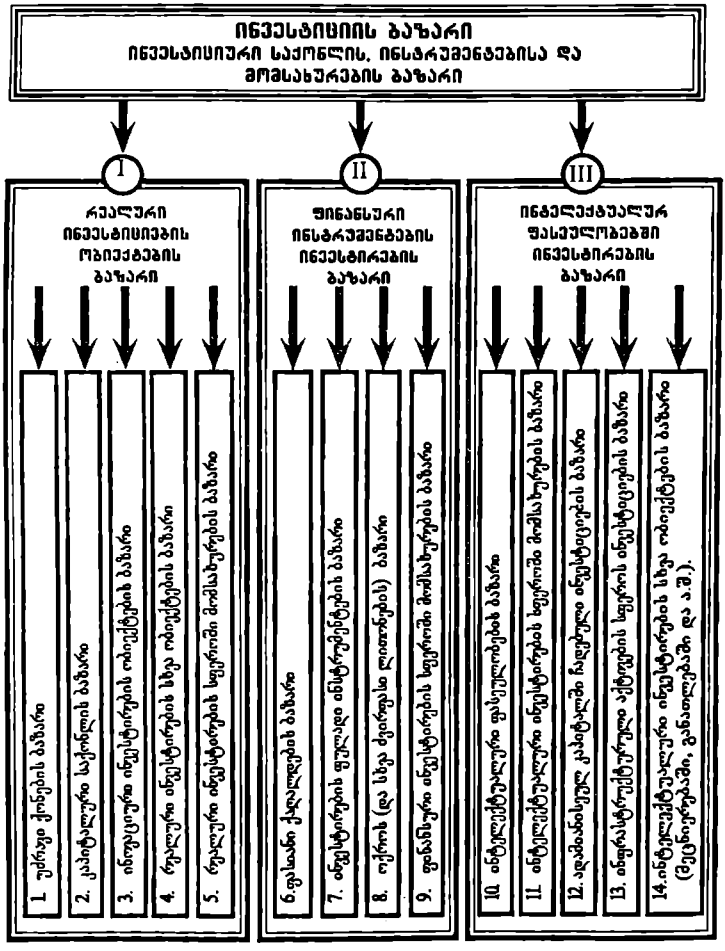
ინვესტიციების ბაზრის საერთო სტრუქტურა მისი ცალკეული სახეების ჭრილში ნახ. 4.3-ზეა მოცემული.

ფუნქციონირების ორგანიზაციული ფორმების მიხედვით

III. **ფუნქციონირების ორგანიზაციული ფორმების მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ინვესტიციის ბაზრებს:**

1. **ორგანიზებული (საბირჟო) ბაზარი.** ეს ბაზარი წარმოდგენილია საფონდო, სასაქონლო და სავალუტო ბირჟების სისტემით. ინვესტიციების ორგანიზებულ ბაზარზე ერთ ადგილზეა უზრუნველყოფილი მოთხოვნისა და მიწოდების მაღალი კონცენტრაცია; დგინდება ცალკეულ კაპიტალურ საქონელზე, საფინანსო ინსტრუმენტებსა და საინვესტიციო მომსახურებაზე ფასების ყველაზე უფრო ობიექტური სისტემა; ტარდება ვაჭრობებზე დაშვებული ძირითადი სახის ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების ფინანსური შეძლების შემოწმება; ვაჭრობის პროცედურა ღია სახისაა; გარანტირებულია დადებულ გარიგებათა შესრულება. თუმცა, საბირჟო ბაზარს ცალკეული სუსტი მხარეებიც აქვს – მასზე რეალიზებული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების წრეს შეზღუდული ხასიათი აქვს; ამ ბაზარს უფრო მკაცრად არეგულირებს სახელმწიფო, რაც ამცირებს მის მოქნილობას; მისი ფუნქციონირების ყველა ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტის შესრულება ზრდის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების განხორციელების ხარჯებს; ბირჟაზე ცალკეული მოვაჭრეების მიერ შესრულებული მსხვილმასშტაბიანი გარიგებების საიდუმლოდ შენახვა პრაქტიკულად შეუძლებელია.

2. არაორგანიზებული (არასაბირჟო ანუ „ქუჩის“) ბაზარი. ესაა ინვესტიციების ისეთი ბაზარი, რომელზეც ინვესტიციური საქონლის, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებები არ რეგისტრირდება ბირჟაზე. ამ ბაზარს ახასიათებს უფრო მაღალი დონის საინვესტიციო რისკი (რადგან მასზე კოტირებული მრავალი ფინანსური ინსტრუმენტი და მომსახურება შემოწმებას არ გადის ბირჟებზე ან უარყოფილია ლისტინგის პროცესში); მყიდველთა იურიდიული დაცვის უფრო დაბალი დონე; მათი უფრო ნაკლებ მიმდინარე ინფორმირებულობა და ა.შ. ამასთან, ეს ბაზარი უზრუნველყოფს ინვესტიციური საქონლის, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და მომსახურების უფრო ფართო ნომენკლატურის მიმოქცევას, აკმაყოფილებს ცალკეული ინვესტირების მოთხოვნილებას უფრო მაღალი რისკის დონისა და, შესაბამისად, უფრო მაღალი შემოსავლის მომტან



ნახ. 12.4. ინვესტიციის ბაზარი და მისი მდგენელები

საინვესტიციო ობიექტებსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე; უფრო მეტად უზრუნველყოფს ცალკეული გარიგებების განხორციელების საიდუმლოობას, ინვესტიციების არაორგანიზებული ბაზრის რეჟიმში ხორციელდება რეალურ საინვესტიციო საქონელსა და ფასიან ქაღალდებზე ოპერაციების დიდი ნაწილი და მომსახურების ძირითადი მოცულობა რეალური ინვესტირების სფეროში.

რეგიონული ნიშნის მიხედვით

IV. რეგიონული ნიშნის მიხედვით გამოყოფენ ინვესტიციების შემდეგ ბაზრებს:

- ინვესტიციების ადგილობრივი ბაზარი. იგი ძირითადად წარმოდგენილია რეალური ინვესტიციური საქონლის ადგილობრივი გამყიდველების, თავიანთ კონტრაჰენტებთან ფასიანი ქაღალდების არაორგანიზებულად მოჯაჭვრების ოპერაციებით, აგრეთვე, რეალურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული მომსახურების სფეროში მომხდარი გარიგებებით.

  ინვესტიციების რეგიონული ბაზარი. ასეთი ბაზარი ფუნქციონირებს ოლქის (რესპუბლიკის) მასშტაბით და ადგილობრივ არაორგანიზებულ ბაზრებთან ერთად მოიცავს რეგიონული სასაქონლო, საფონდო და სავალუტო ბაზრების სისტემას.

  ინვესტიციების ეროვნული ბაზარი. იგი მოიცავს ქვეყნის ინვესტიციის ბაზრების მთელ სისტემას, მის ყველა სახესა და ორგანიზაციულ ფორმას.

  ინვესტიციის მსოფლიო ბაზარი. ეს ბაზარი მსოფლიო საბაზრო სისტემის ნაწილია, რომელშიც ინტეგრირებულია ღია ეკონომიკის ქვეყნების ინვესტიციის ეროვნული ბაზრები.

ფინანსების მსოფლიო ბაზარზე შესრულებული ოპერაციების მოცულობას გაღიდებით ხასიათდება მისი გლობალიზაციის პროცესი, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების გამყიდველებისა და მყიდველების მიერ სხვა ქვეყნების ბაზრებზე ოპერაციების შესრულების ხელმისაწვდომობას.

ღადებული გარიგებების რეალიზაციის ვადიანობის მიხედვით

V. ინვესტიციების ბაზარზე დადებული გარიგებების რეალიზაციის ვადიანობის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ბაზრებს:

- გარიგებათა პირობების დაუყოვნებლივი რეალიზაციის ბაზარი („სპოტ" — ბაზარი ან „ქეშ" —ბაზარი). იგი დამახასიათებელია ინვესტიციური საქონლისა და საინვესტიციო ინსტრუმენტების ისეთი ბაზრისთვის, რომელზეც დადებული გარიგებები დროის მკაცრად განსაზღვრულ მოკლე პერიოდში ხორციელდება.

  გარიგებათა პირობების მომავალ პერიოდში რეალიზაციის მქონე ბაზარი (ფიუჩერსული, ოფშორული და ა.შ.) ამ ბაზარზე მიმოქცევის საგანია, როგორც წესი, საფონდო, სავალუტო და სასაქონლო დერივატივები (წარმოებული ფასიანი ქაღალდები).

ინვესტიციების ამგვარი ბაზრების დანაწილება და ორგანიზაციული გაფორმება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში შედარებით ახლახან მოხდა. დერივატივებზე ოპერაციათა მცირე მოცულობის გამო ჩვენს ქვეყანაში ეს ბაზრები ორგანიზაციულად ჯერ კიდევ არაა დანაწილებული.

მიმოქცევის პერიოდის მიხედვით

VI. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პერიოდის მიხედვით ინვესტიციის ბაზრების შემდეგ სახეებს გამოყოფენ:

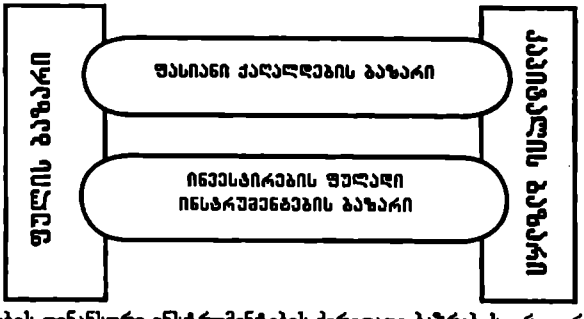
- ფულის ბაზარი. იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც ყიდიან და ყიდულობენ ყველა განხილული ბაზრის ინვესტიციის ერთ წლამდე მიმოქცევის ვადის მქონე საბაზრო ფინანსურ ინსტრუმენტებსა და მომსახურებას. ინვესტიციის ბაზრების ამ მოკლევადიანი სექტორის ფუნქციონირება საშუალებას აძლევს საწარმოებს, გადაწყვიტონ როგორც მიმდინარე გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფისათვის ფულადი აქტივების უკმარისობის შეესების, ისე მათი თავისუფალი ნაშთის ეფექტურად გამოყენების პრობლემები. ფულის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური აქტივები ყველაზე უფრო ლიკვიდურია; მათ ახასიათებს ინვესტიციის ბაზრის

უმცირესი დონე. მათზე ფასების ფორმირების სისტემა კი შედარებით მარტოეია. ეს თვისებები უზრუნველყოფს საწარმოსთვის მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის ფორმირებისა და მართვის უფრო მარტივ და ეფექტიან პროცესს.

კაპიტალის ბაზარი. იგი ახასიათებს იმ ბაზარს, რომელზეც ყიდულობენ და ყიდიან მიმოქცევის ერთ წელზე მეტი ვადის მქონე საბაზრო ფინანსურ ინსტრუმენტებსა და მომსახურებას. კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირება საშუალებას აძლევს საწარმოებს, მოაგვარონ როგორც რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციისთვის ინვესტიციური რესურსების ფორმირების, ისე ეფექტიანი ფინანსური ინვესტირების (გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებების განხორციელების) პრობლემები. კაპიტალის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური აქტივები, როგორც წესი, ნაკლებად ლიკვიდურია; მათ ახასიათებთ ყველაზე მაღალი დონის საინვესტიციო რისკი და, შესაბამისად, შემოსავლიანობის უფრო მაღალი დონე.

აღსანიშნავია, რომ ფულის და კაპიტალის ბაზრებად ამ ტრადიციულ დაყოფას ან ბაზრების ფუნქციონირების თანამედროვე პირობებში რამდენადმე პირობითი ხასიათი აქვს. ამ პირობითობას ის განსაზღვრავს, რომ თანამედროვე ბაზრების საინვესტიციო ტექნოლოგიები და მრავალი ფინანსური ინსტრუმენტის ემიტირების პირობები ითვალისწინებს მოკლევადიანი ფინანსური აქტივების გრძელვადიან აქტივებად და პირიქით, ტრანსფორმირების შედარებით მარტივ და სწრაფ ხერხს.

ინვესტიციების ცალკეული სახის ბაზრების დახასიათებისას აღსანიშნავია, რომ ისინი მჭიდროდ არიან ერთმანეთთან დაკავშირებული და ერთ საბაზრო სივრცეში ფუნქციონირებენ. მაგალითად, ყველა ის ბაზარი, რომლებიც ინვესტირების ამა თუ იმ საფონდო და ფულის ინსტრუმენტების მიმოქცევას ემსახურებიან, იმავდროულად როგორც ფულის, ისე კაპიტალების ბაზრების შემადგენელი ნაწილია (ნახ. 12.5.)



ნახ. 12.5.. ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი ბაზრების ურთიერთკავშირის სისტემა

მიმოქცევის პირობების მიხედვით

VII. ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის პირობების მიხედვით (საუბარია მხოლოდ და მხოლოდ საფონდო ინსტრუმენტებზე) განასხვავებენ შემდეგი სახის ბაზრებს:

- პირველადი ბაზარი. იგი ახასიათებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, რომელზეც ხორციელდება მათი ემისიის პირველადი განთავსება. ამ განთავსებას, როგორც წესი, ორგანიზებას უწევს ანდერრაიტერი (საინვესტიციო დილერი), იგი დამოუკიდებლად ან სხვა ანდერრაიტერების ჯგუფთან ერთად იძენს ემიტირებული აქციების ობლიგაციების და ა.შ. მთელ (ან ძირითად) მოცულობას ინვესტორებისათვის უფრო წვრილ პარტიებად მათი მიყიდვის მიზნით.
- მეორადი ბაზარი. იგი იმ ბაზარს ახასიათებს, რომელზეც მუდმივად მიმოიქცევა პირველად ბაზარზე ადრე გაყიდული ფასიანი ქაღალდები. მეორადი საფონდო ბაზარი მოიცავს ფასიანი ქაღალდების საბირჟო და არასაბირჟო ბრუნვის უპირატეს ნაწილს. ფასიანი ქაღალდების პირველად

ბაზარს ფექტიანად ფუნქციონირება არ შეუძლია, თუკი არ იქნა განვითარებული მეორადი საფონდო ბაზარი, რომელიც უზრუნველყოფს მუდმივ ლიკვიდობასა და საინვესტიციო რისკების განაწილებას. მეორადი ბაზრის ერთ-ერთი მთავარი ფუნქციაა ცალკეული ფასიანი ქაღალდების რეალური საბაზრო ფასის (საკურსო ღირებულების) დადგენა, რომელიც ასახავს მთელ არსებულ ინფორმაციას მათი ემიტენტების ფინანსური მდგომარეობისა და ემისიის პირობების შესახებ.

ამ ნიშნის მიხედვით საფონდო ბაზრების დაჯგუფება კიდევ უფრო განვითარდა აშშ-ში და გამოიყო „მესამეული ბაზარი" (არასაბირჟო ვაჭრობა ფასიანი ქაღალდების მსხვილი პაკეტებით, რომლებიც იმავე დროს ცენტრალურ საფონდო ბირჟებზე გადიან კოტირებას), და „მეოთხეული ბაზარი" (რომელზეც პირდაპირი გარიგებები ხორციელდება მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორებსა და ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებს შორის შუამავალი ფირმების გარეშე).

მესამე (მესამეული) ბაზარს უწოდებენ[1] იმ ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო ვაჭრობას, რომელთა კოტირება ნიუ-იორკის, ამერიკის და სხვა საფონდო ბირჟებზე ხდება. იგი არსებობს ისეთი მსხვილი ინსტიტუციური ინვესტირების საჭიროებათა მომსახურებისათვის, როგორიცაა: თანაზიარი და საპენსიო ფონდები, სიცოცხლის დაზღვევის კომპანიები და ა.შ. და ეხმარება მათ დანახარჯების არსებითად შემცირებაში ფასიან ქაღალდებზე მსხვილი ოპერაციების ჩატარების დროს. „მესამე" ბაზარზე გარიგებათა დადებას, ჩვეულებრივ, ის ფირმები და დილერები ემსახურებიან, რომლებიც საფონდო ბირჟების წევრები არიან. მსხვილი გამყიდველებისა და მყიდველების ერთმანეთთან შეხვედრაში არასაბირჟო ბაზრის დილერები უფრო დაბალი განაკვეთით იღებენ საკომისიო გასამრჯელოს, ვიდრე ეს საფონდო ბირჟებზეა მიღებული. ამგვარად, ინსტიტუციურ ინვესტორებს შესაძლებლობა აქვთ, მნიშვნელოვანი თანხები დაზოგონ საკომისიო გასამრჯელოზე, მაგრამ ამავე დროს, ამ ბაზარზე კურსის ჩამოყალიბებაზე მათი გაელენაც მინიმალურია. „მესამე" ბაზრის მნიშვნელობა რამდენადმე დაეცა მას შემდეგ, რაც 1975 წელს საფონდო ბირჟებზე შემოიღეს სახელშეკრულებო საკომისიო გასამრჯელო ბროკერებისათვის.

მეოთხეულ ბაზარს იმ გარიგებებს უწოდებენ, რომლებსაც პირდაპირ დებენ ერთმანეთს შორის მსხვილი ინსტიტუციური ინვესტორები და გამყიდველები. „მესამე" ბაზრისგან განსხვავებით, „მეოთხე" ბაზრის ოპერაციებში დილერი არ მონაწილეობს, მაგრამ შესაფერისი მყიდველის და გამყიდველის ძიებისას ინსტიტუციურ ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს შუამავალი ფირმების მომსახურება გარიგების გაადვილების მიზნით.[2]

ინვესტიციის ბაზრის სეგმენტაცია

ინვესტიციის ბაზრის მოყვანილი სისტემატიზაცია არსებითად შეგვიძლია გავაღრმავოთ თითოეული მათგანის შესაბამისი სეგმენტაციის ხარჯზე. ინვესტიციის ბაზრის სეგმენტაცია არის ისეთ ინდივიდუალურ სეგმენტებად მისი საზღვრების დაყოფის მიზანმიმართული პროცესი, რომლებიც ერთმანეთისგან განსხვავდება მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ხასიათით. მაგალითად, უძრავი ქონების ბაზრის ფარგლებში გამოიყოფა საწარმოების როგორც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების სეგმენტი ცალკეული დარგების და საქმიანობის სფეროების ჭრილში, ოფისების სეგმენტი, დაუმთავრებელი მშენებლობის ობიექტების სეგმენტი და ა.შ. საფონდო ბაზრის ფარგლებში გამოიყოფა ობლიგაციების ბაზარი, აქციების ბაზარი, დერივატივების ბაზარი და ა.შ. თითოეული ეს სეგმენტი კიდევ უფრო ვიწრო მიკროსეგმენტებად შეგვიძლია დავყოთ – სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი; ეენჩურული საწარმოების აქციების ბაზარი, ოპციონირების ბაზარი, ფიუჩერსების ბაზარი და ა.შ.

ინვესტიციის ბაზრის განვითარების პროცესს ახასიათებს ერთი სახის ბაზრებიდან და სეგმენტებიდან

---

[1] **გიტმანი ლ., ჯონკი მ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი **ლ. ქოქიაურის** მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა), 2007, გვ. 52.

[2] იქვე, გვ. 52.

მეორეში საინვესტიციო რესურსების გამუდმებით გადასვლა. ამ გადასვლის ნიშუშად შეგეიძლია მოვიყვანოთ ბოლო წლებში გამოვლენილი სეკიურიტიზაციის პროცესი, რომელსაც ახასიათებს ოპერაციების გადატანა კრედიტების ბაზრიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე (პირველ რიგში – ობლიგაციების ბაზარზე), რაც უზრუნველყოფს სასესხო საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის ხარჯების შემცირებას.

ინვესტიციის ბაზრების მრავალფეროვანი სახეებისა და სეგმენტების ფართოდ განშტოებული სისტემის არსებობა საჭირო წინაპირობებს უქმნის ალტერნატიული მმართველობითი გადაწყვეტილებების მომზადებასა და რეალიზებას ინვესტიციური მენეჯმენტის პროცესში.

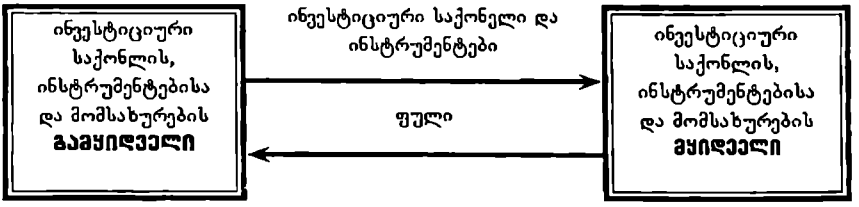
12.3. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები და მათი ფუნქციები

პირდაპირი და შუამავლობითი გარიგებები

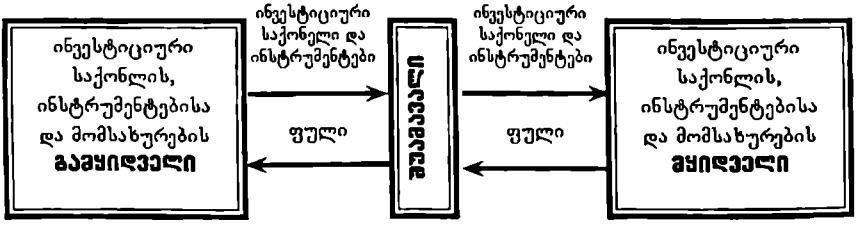
ინვესტიციის ბაზარზე სხვადასხვა მონაწილეების ფუნქციებს განსაზღვრავს მათი საქმიანობის მიზნები და ცალკეულ გარიგებათა დადებაში მათი მონაწილეობის ხარისხი. ინვესტიციის ბაზრის ძირითად მონაწილეთა შემადგენლობა დიფერენცირდება გარიგებათა განხორციელების ფორმებზე დამოკიდებულებით, რომლებსაც ყოფენ პირდაპირ და შუამავლობით გარიგებებად (ნახ. 12.5).

ინვესტიციის ბაზარზე გარიგებათა დადების პრინციპულ ფორმებზე დამოკიდებულებით მის

ა) გარიგებების დადების პირდაპირი ფორმა



ბ) გარიგებების დადება შუამავლების საშუალებით



12.6. ინვესტიციურ ბაზარზე გარიგებათა დადების პრინციპული ფორმები

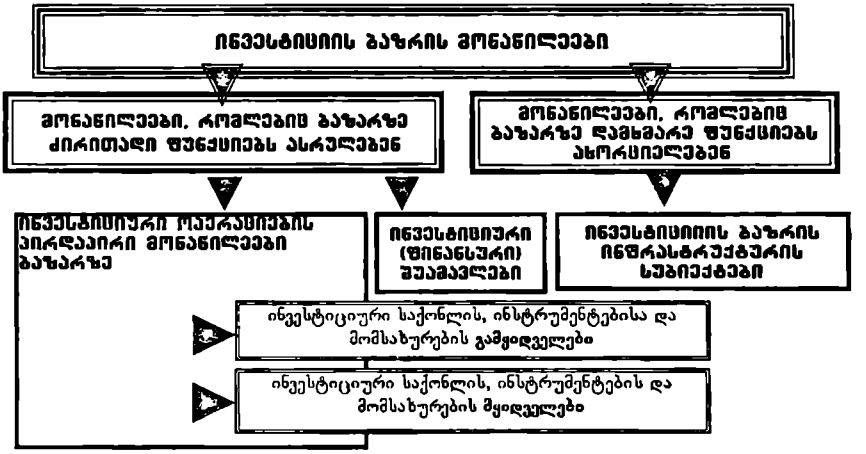
ძირითად მონაწილეებს ორ ჯგუფად ყოფენ:

1) ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველები და მყიდველები;
2) ინვესტიციური (ფინანსური) შუამავლები. გარდა ამ მონაწილეებისა, რომლებიც უშუალოდ

მონაწილეობენ გარიგებათა განხორციელებაში, ინვესტიციის ბაზრის სუბიექტებია, აგრეთვე, ის მრავალრიცხოვანი მონაწილეები, რომლებიც დამხმარე ფუნქციებს ასრულებენ (ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი მონაწილეების მომსახურების ფუნქციები; ინვესტიციის ბაზარზე ცალკეული ოპერაციების მომსახურების ფუნქციები და ა.შ.).

ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეები ყოველივე ზემოთქმულის გათვალისწინებით, ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა შემადგენლობის კლასიფიცირებას ასე ახდენენ (ნახ.12.7.)

განვიხილოთ ეს მონაწილეები მათი ძირითადი ჯგუფების ჭრილში.



ნახ. 12.7. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეების ძირითადი ჯგუფების შედგენილობა

I. ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველები და მყიდველები ინვესტიციების ბაზრის პირდაპირი მონაწილეების ჯგუფს შეადგენენ, რომლებიც ძირითად ფუნქციებს ასრულებენ მასზე ინვესტიციური ოპერაციების შესრულებაში. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა ამ ჯგუფის ძირითად შემადგენლობას მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლის (ინსტრუმენტების, მომსახურების) ხასიათი. ინვესტიციების ამა თუ იმ ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეების (გამყიდველებისა და მყიდველების) ძირითადი სახეები 12.8. ნახაზზეა წარმოდგენილი.

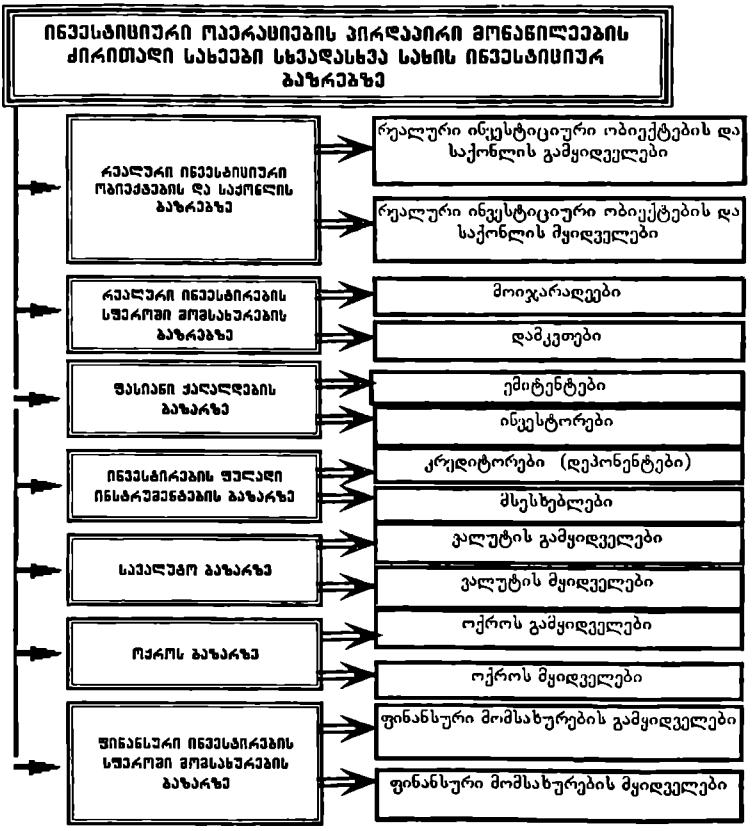
რეალური ინვესტირების ბაზრის მონაწილეები

1. რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი სახის მონაწილეებად გვეელინებიან:

— რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის გამყიდველები. ეს შეიძლება იყოს უფლებამოსილი სახელმწიფო ორგანოები (საპრივატიზაციო საწარმოების აუქციონებზე, კონკურსით ან შრომის კოლექტივებზე გაყიდვის ნაწილში), არასახელმწიფო საწარმოების მესაკუთრეები ან საწარმოები და კერძო პირები (რომლებიც ამა თუ იმ ინვესტიციურ საქონელს ყიდიან).

— რეალური საინვესტიციო ობიექტებისა და საქონლის მყიდველები. ასეთებია პოლდინგური და სხვა კომპანიები, შრომითი კოლექტივები და კერძო პირები (რომლებიც მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების ფორმის მქონე საინვესტიციო ობიექტებს იძენენ თავისუფალი შეძენის წესით ან

პრივატიზაციის გზით), საწარმოები და სხვა ინვესტორები (რომლებიც უზრუნველყოფენ რეალური საინვესტიციო საქონლის გამოყენებას საინვესტიციო პროცესში).



ნახ. 12.8. სხვადასხვა ინვესტიციურ ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების პირდაპირი მონაწილეობის ძირითადი სახეები

რეალური ინვესტირების ბაზრის მონაწილეები

2. რეალური ინვესტირების სფეროში შესრულებული მომსახურების ბაზრებზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეებია:

— მენარდეები. მომსახურების ასეთი გამყიდველები რეალური ინვესტირების პროცესს უზრუნველყოფენ და მათ ეკუთვნის კონსალტინგური ფირმები (უზრუნველყოფენ რეალური საინვესტიციო პროექტების ბიზნეს-გეგმების შემუშავებას), სპეციალიზებული საპროექტო ფირმები და ინსტიტუტები (უზრუნველყოფენ საწარმოო და სოციალური დანიშნულების ობიექტების

დაპროექტებას), სამშენებლო ფირმები და კომპანიები (უზრუნველყოფენ სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების შესრულებას რეალური საინვესტიციო პროექტის შესაბამისად).

— შემკვეთები. ესაა ის საწარმოები და სხვა ინვესტორები, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობას ეწევიან და გარეშე შემსრულებლების სათანადო მომსახურებას საჭიროებენ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები

3. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითად პირდაპირ მონაწილეებად გვევლინებიან:

— ემიტენტები. ისინი ინვესტიციის ბაზრის იმ სუბიექტებს ახასიათებენ, რომლებიც საჭირო საინვესტიციო რესურსებს იზიდავენ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (ემისიის) ხარჯზე. ინვესტიციის ბაზარზე ემიტენტები გამოდიან მხოლოდ და მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველის როლში და კისრულობენ გამოშვების პირობებიდან გამომდინარე ყველა მოთხოვნის შესრულების ვალდებულებას. ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებად გვევლინება სახელმწიფო (სახელმწიფო ხელისუფლების აღმასრულებელი ორგანოები და ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოები), აგრეთვე, როგორც წესი, სააქციო საზოგადოებათა ფორმით შექმნილია მრავალფეროვანი იურიდიული პირები. გარდა ამისა, ინვესტიციების ეროვნულ ბაზარზე მიმოქცევაში შესაძლოა იყოს არარეზიდენტების მიერ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდები.

— ინვესტორები. ეს ინვესტიციის ბაზრის ის სუბიექტებია, რომლებიც ფასიან ქაღალდებში აბანდებენ თავიანთ ფულად სახსრებს შემოსავლის მიღების მიზნით. ამ შემოსავალს აყალიბებს პროცენტების, დივიდენდებისა და ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების ნაზრდის მიღება ინვესტორების მიერ.

ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის მონაწილეები

4. ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების მთავარ პირდაპირ მონაწილეებად გვევლინებიან:

— კრედიტორები (დეპონენტები). ინვესტიციის ბაზრის ეს სუბიექტები გარკვეული პროცენტით იძლევიან სესხებს დროებითი სარგებლობისათვის. კრედიტორების ძირითადი ფუნქციაა ფულადი აქტივების გაყიდვა, რომ დაკმაყოფილდეს მსესხებელთა სხვადასხვაგვარი მოთხოვნილებანი ფინანსურ რესურსებზე. ბაზარზე კრედიტორებად, ჩვეულებრივ, გამოდიან ის სახელმწიფო და კომერციული ბანკები, რომლებიც ყველაზე მეტი მოცულობის და ფართო სპექტრის საკრედიტო ოპერაციებს ახორციელებენ; არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები (საწარმოები). კრედიტორი საწარმოები თავიანთ თავისუფალ ფულად სახსრებს აბანდებენ იმ შესაბამის ინსტრუმენტებში, რომლებსაც სასესხო პროცენტის ფორმით მოაქვთ ინვესტიციური შემოსავალი.

— მსესხებლები. ეს ფინანსური ბაზრის ის სუბიექტებია, რომლებიც სესხებს იღებენ კრედიტორებისგან ამ სესხების დაბრუნების გარკვეული გარანტიებით და გარკვეულ საზღაურს იხდიან პროცენტის ფორმით. ფინანსების ბაზარზე ფულადი აქტივების ძირითადი მსესხებლებია კომერციული ბანკები და საწარმოები (საბრუნავი სახსრების შევსების და საინვესტიციო რესურსების ფორმირების მიზნით საჭირო ფულად აქტივებზე მოთხოვნილების დასაკმაყოფილებლად).

ვალუტის ბაზრის მონაწილეები

5. ვალუტის ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი მონაწილეები არიან:

— ვალუტის გამყიდველები. ვალუტის ძირითადი გამყიდველები: სახელმწიფო (რომელიც სავალუტო რეზერვების ნაწილს ყიდის ბაზარზე უფლებამოსილი ორგანოების მეშვეობით); კომერციული ბანკები (რომელთაც აქვთ სავალუტო ოპერაციების განხორციელების ლიცენზია); საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის მონაწილე საწარმოები (რომლებიც ბაზარზე ყიდიან ექსპორტირებული პროდუქციიდან მიღებულ სავალუტო ამონაგებს); ფიზიკური პირები (რომლებიც თავიანთ კუთვნილ ვალუტას ყიდიან ვალუტის გადამცვლელი პუნქტების ქსელის მეშვეობით).

— ვალუტის მყიდველები. ვალუტის ძირითადი მყიდველებია იგივე სუბიექტები, რომლებიც ვალუტას ყიდიან. ისინი ვალუტას აგროვებენ საინვესტიციო მიზნით.

ოქროს ბაზრის პირდაპირი მონაწილეები

6. ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ბაზარზე ინვესტიციური ოპერაციების ძირითადი პირდაპირი მონაწილეები არიან:

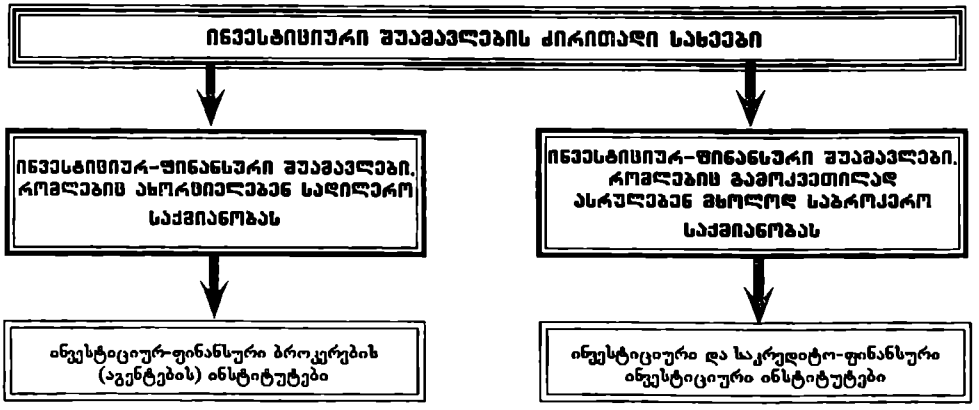
— ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) გამყიდველები. ესენია: სახელმწიფო (რომელიც თავისი ოქროს მარაგის ნაწილს ყიდის); კომერციული ბანკები (რომლებიც ყიდიან თავიანთი ოქროს აქტივების ნაწილს); იურიდიული და ფიზიკური პირები (ამ აქტივებში (ტეზაურაციის სახსრებში) წინათ დაბანდებული სახსრების რეინვესტირების აუცილებლობის გამო). ამ ბაზარზე გამყიდველების შემადგენლობა ჩვენს ქვეყანაში საჭიროებს შესაბამის ნორმატიულ-სამართლებლივ რეგულირებას.

— ოქროს (და სხვა ძვირფასი ლითონების) მყიდველები. ამ ლითონების ძირითადი მყიდველებია იგივე სუბიექტები და მათ ისინი საინვესტიციო მიზნით იძენენ.

7. ფინანსური ინვესტიციების სფეროში გაწეული მომსახურეობის ბაზარზე ძირითად მონაწილეებად გვევლინებიან, ასევე, მათი გამყიდველები და მყიდველები (ძირითადი მყიდველებია ეკონომიკის რეალური სექტორის ის საწარმოები, რომლებიც ფინანსურ ინვესტიცირებას ახორციელებენ).

ინვესტიციური შუამავლები

II. ინვესტიციური შუამავლები შეადგენენ ინვესტიციის ბაზრის ძირითად მონაწილეთა იმ საკმაოდ მრავალრიცხოვან ჯგუფს, რომელიც საშუამავლო კავშირს უზრუნველყოფს ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურეობის მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის. ინვესტიციური შუამავლების გარკვეულ ნაწილს თვითონ შეუძლია ითამაშოს გამყიდველის ან მყიდველის როლი ინვესტიციის ბაზარზე. ძირითადი სახის ინვესტიციური შუამავლები 12.9 ნახაზზეა წარმოდგენილი.



ნახ. 12.9. ინვესტიციური შუამავლების ძირითადი სახეები, რომლებიც ინვესტიციის ბაზარზე ახორციელებენ საქმიანობას

ბროკერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები ინვესტიციის ბაზრის ის პროფესიული მონაწილეებია, რომელთა საქმიანობის ლიცენზირება სავალდებულოა. ასეთი შუამავლების ძირითადი ფუნქცია ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების როგორც გამყიდველების, ისე მყიდველებისთვის დახმარების გაწევა ინვესტიციების ბაზარზე გარიგებათა განხორციელებაში. შუამავალი ბროკერი გარიგებათა დადებაში მონაწილეობს ან როგორც რწმუნებული (კლიენტისგან მიღებული ხელშეკრულება-დავალების საფუძველზე), ან როგორც კომისიონერი

(კომისიის ხელშეკრულების საფუძველზე). პირველ შემთხვევაში ბროკერი-შუამავალი მოქმედებს მხოლოდ კლიენტის დაკალებითა და მისივე ხარჯზე (ე.ი. გარიგების მხარედ გვევლინება თვითონ კლიენტი, რომელსაც ეკისრება მთელი ფინანსური პასუხისმგებლობა მის შესრულებაზე); მეორე შემთხვევაში ბროკერი-შუამავალი მოქმედებს საკუთარი სახელით, მაგრამ კლიენტის ხარჯზე (ე.ი. გარიგების მხარეა ბროკერი, რომელიც პასუხისმგებელია მის შესრულებაზე და ფინანსურ ხარჯებს კლიენტის სახსრებიდან ანაზღაურებს).

საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების ამ ჯგუფს შეადგენს სასაქონლო და საფინანსო ბროკერების მრავალრიცხოვანი ინსტიტუტები, რომლებიც თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ ინვესტიციის, როგორც ორგანიზებულ (საბირჟო), ისე არაორგანიზებულ (არასაბირჟო) ბაზარზე. კანონმდებლობის შესაბამისად, ბროკერის როლის შესრულება შეუძლიათ, როგორც იურიდიულ პირებს (საბროკერო ფირმებსა და კანტორებს), ისე ფიზიკურ პირებს. მათი მთლიანი ინსტიტუტის შემადგენლობაში გამოყოფენ: სასაქონლო ბროკერებს; საფინანსო ბროკერებს; საკალუტო ბროკერებს და აშ.ყოველი მათგანი საქმიანობას ახორციელებს ინვესტიციის მხოლოდ და მხოლოდ შესაბამისი სახის ბაზარზე.

ფინანსური ბროკერების შემოსავლის საფუძველია საკომისიო გადასახადები მათ მიერ დადებულ გარიგებათა თანხიდან.

- დილერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლებიც ინვესტიციის ბაზრის პროფესიული მონაწილეები არიან. ასეთი შუამავლების ძირითადი ფუნქციაა ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვა საკუთარი სახელითა და ხარჯით. ისინი მოგებას იღებენ ფასებს შორის არსებული სხვაობიდან. სპეკულაციური დილერო ოპერაციების განხორციელების ხარჯზე დიდწილად აღწევენ ინვესტიციის ბაზარზე ფასისმიერი რისკის დაზღვევას.

მოქმედი ნორმების შესაბამისად, დილერმა საჯაროდ უნდა გამოაცხადოს გარკვეული ინვესტიციური საქმიანობისა და ინსტრუმენტების ყიდვის (გაყიდვის) ფასები და სწორედ ამ ფასებით მოახდინოს გარიგებათა დადება (შეთავსებაში დათქმულია გარიგებათა მოცულობაც). ინვესტიციის ბაზარზე, სადილერო საქმიანობას ახორციელებს მხოლოდ იურიდიული პირი, რომელსაც ლიცენზირება აქვს გაელილი. ლიცენზირების პროცესში გარკვეულ მოთხოვნებს უყენებენ კაპიტალის მინიმალურ სიდიდეს, ატესტაციას უტარებენ ზოგიერთ სპეციალისტს და აშ. დილერად მომუშავე საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები, შესაბამისი ლიცენზიის არსებობის შემთხვევაში, საბროკერო საქმიანობის გარდა, შეიძლება მოგეეელინონ ემიტენტებად, ინსტიტუტიურ ინვესტორებად და სხვა.

საფინანსო-საკრედიტო შუამავლები

საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების ამ ჯგუფს წარმოადგენენ საინვესტიციო და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთა შორის ძირითადია:

- კომერციული ბანკები;
- საინვესტიციო კომპანიები (ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრე საწარმოები, რომლებსაც საფონდო ბაზარზე საშუამავლო ოპერაციების შესრულების გარდა, შეუძლიათ ერთობლივი ინვესტიციების განხორციელებისთვის მოიზიდონ სახსრები საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და განთავსების გზით);

  საინვესტიციო ფონდები (სააქციო საზოგადოების ფორმით ექმნილი იურიდიული პირები, რომლებიც წვრილ ინდივიდუალური ინვესტიციების სახსრებს უყრიან თავს ერთობლივი ინვესტიციების განსახორციელებლად. საინვესტიციო ფონდები არსებობს: ღია, რომლებიც გაურკვეველი პერიოდით იქმნებიან და საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოსყიდვას ახორციელებენ ინვესტიციური დეკლარაციით დაწესებულ ვადებში და დახურული, რომლებიც გარკვეული პერიოდით იქმნებიან და თავიანთ ფასიან ქაღალდებზე ანგარიშსწორებას ახორციელებენ საქმიანობის პერიოდის გასვლის შემდეგ);

ინვესტიციური დილერები, ანუ ანდერრაიტერები (სპეციალური საბანკო დაწესებულებები ან კომპანიები, რომლებიც ემიტირებული აქციებისა და ობლიგაციების პირველად გაყიდვას ახდენენ მათი ახალი ემისიის შეძენის და მეორადი საფონდო ბაზრის მონაწილეობაზე მოკლე პარტიებად მათი რეალიზების გზით);

სატრასტო კომპანიები ან ინვესტიციური მმართველები (საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლები, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ან ფულადი სახსრების მინდობით მართვას ახორციელებენ. ისინი მათ მესამე პირებისგან აქვთ მიღებული მფლობელობაში ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციების მიზნით);

საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფები ან ფინანსური ჰოლდინგები (მშობელი კომპანიები, რომლებსაც ეკუთვნით შვილობილი საწარმოების სახით მოქმედი საინვესტიციო სადაზღვევო კომპანიები, საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები და სხვა საწარმოები. ჯგუფის მეთაურ კომპანიას, ჩვეულებრივ, ეკუთვნის შვილობილი საწარმოების აქციათა საკონტროლო პაკეტი);

საინვესტიციო-საფინანსო სახლი ან საინვესტიციო-საფინანსო სუპერმარკეტი (საინვესტიციო ინსტიტუტი, რომელიც საშუამავლო საქმიანობას ეწევა ინვესტიციის ბაზრებზე და კომპლექსურ საინვესტიციო მომსახურებას უწევს თავის კლიენტებს);

- სადაზღვევო კომპანიები;
- საპენსიო ფონდები;
- სხვა საინვესტიციო და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები.

თავიანთი კლიენტების მიმართ საინვესტიციო-საფინანსო შუამავლების შესაძლო არაკეთილსინდისიერი ქმედების აღკვეთის მიზნით ბოლო წლებში მნიშვნელოვნადაა გაძლიერებული მათი საქმიანობის კონტროლი სახელმწიფოს მხრიდან.

ინფრასტრუქტურის სუბიექტები

III. ინფრასტრუქტურის სუბიექტები. ინვესტიციის ბაზარზე დამხმარე ფუნქციების შემსრულებელი მონაწილეები მისი ინფრასტრუქტურის მრავალრიცხოვანი სუბიექტებით არიან წარმოდგენილი. მათ შორის შემდეგი ძირითადი დაწესებულებები გამოიყოფა:

1. სასაქონლო ბირჟა. ესაა რეალური კაპიტალური საქონლის ბაზრის ის მონაწილე, რომელიც უზრუნველყოფს მათი ბითუმად ყიდვა-გაყიდვის აქტებს;

2. საფონდო ბირჟა. ესაა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილე, რომელიც ორგანიზებას უკეთებს მათ ყიდვა-გაყიდვას და ხელს უწყობს ამ ბაზრის ძირითადი მონაწილეების მიერ გარიგებების დადებას;

3. საკალუტო ბირჟა. იგი იმავე ფუნქციებს ასრულებს, რასაც საფონდო ბირჟა, ოღონდ ვალუტის ბაზარზე მოქმედებს და მისი მონაწილეა;

4. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმი. ესაა იურიდიული პირი, რომელიც ფასიანი ქაღალდების შენახვის მომსახურებას უწევს საფონდო ბაზრის ძირითად მონაწილეებს, ამ ქაღალდების გამოშვების ფორმისგან დამოუკიდებლად და ახდენს მათზე საკუთრების უფლების გადასვლის დეპოზიტურ აღრიცხვას. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმსა და დეპონენტს შორის ურთიერთობებს არეგულირებს შესაბამისი სამართლებრივი ნორმები და სადეპოზიციო პირობები. ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარიუმის საქმიანობისთვის საჭიროა სახელმწიფო ლიცენზირება.

5. ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი (ან მათი რეესტრის მფლობელი). ესაა იურიდიული პირი, რომელიც აგროვებს, ატარებს, ამუშავებს, ინახავს და გასცემს მონაცემებს ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების მფლობელების რეესტრის შესახებ. ეს რეესტრი წარმოადგენს ყველა დარეგისტრირებულ მესაკუთრეს მათი კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის, ნომინალური ღირებულებისა და კატეგორიის მითითებით გარკვეული თარიღისთვის. ემიტენტი ვალდებულია გამოიყენოს რეგისტრატორის მომსახურება, თუკი მფლობელების რაოდენობა 500-ს აჭარბებს (აგრეთვე სამართლებრივი ნორმებით სარეგულირებელ სხვა შემთხვევებშიც). ფასიანი ქაღალდების

მფლობელების გარდა რეესტრში შესაძლოა აისახოს მათი ნომინალური მფლობელებიც-ბროკერები და დილერები.

6. საანგარიშსწორებო-კლირინგული ცენტრები. ამ დაწესებულებათა მომსახურებაში შედის ფასიან ქაღალდებზე დადებულ გარიგებათა შესახებ ინფორმაციის შეგროვება, შემოწმება და კორექტირება, აგრეთვე, ჩათვლის განხორციელება მათი მიწოდებების მიხედვით და მათზე ანგარიშსწორება. ასეთ ცენტრებს, როგორც წესი, ქმნიან საფონდო და სასაქონლო ბირჟებთან და ისინი მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ დერივატივებით-ფიუჩერსებით და ა.შ. – ვაჭრობის ორგანიზებაში.

7. საინფორმაციო-საკონსულტაციო ცენტრები. ეს ცენტრები ემსახურებიან ინვესტიციების როგორც ინდივიდუალური, ისე ინსტიტუციური ბაზრების ძირითად მონაწილეებს. ასეთი ცენტრების შემადგენლობაში შედიან კვალიფიციური მარკეტოლოგები, იურისტები, საფინანსო ექსპერტები, საინვესტიციო კონსულტანტები და ინვესტიციის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციების სხვა სპეციალისტები. ასეთი ცენტრების სისტემა ფართოდ გავრცელდა განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში (ჩვენში ამ მომსახურებას ეწევიან, ძირითადად, საინვესტიციო, საფინანსო შუამავლები).

8. ინვესტიციების ბაზრის ინფრასტრუქტურის სხვა დაწესებულებები.

12.4. ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების დახასიათება

კონკრეტული ფუნქციური დანიშნულების მქონე მთლიანობითი ქონებრივი კომპლექსების, კაპიტალური საქონლისა და არამატერიალური ინოვაციური აქტივების მიმოქცევასთან დაკავშირებული რეალური ინვესტირებისგან განსხვავებით, ფინანსური ინვესტირება იმ მრავალფეროვან ინსტრუმენტებს უკავშირდება, რომლებიც არჩევანის ფართო ალტერნატივას სთავაზობენ ინვესტორს დასახული მიზნების მისაღწევად. საბოლოო ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო მიმზიდველობის ცოდნაა საჭირო.

ფინანსური ინსტრუმენტები მიმოქცევაში მყოფი ფულადი ღირებულების მქონე მრავალგვარი ფინანსური დოკუმენტებია, მათ აქვთ ფულადი ღირებულება და მათი დახმარებით ოპერაციები ხორციელდება ინვესტიციის ბაზარზე.

ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია

ინვესტიციის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ამ ბაზრის სხვადასხვა სახისა და სეგმენტის ოპერაციებს უწევენ მომსახურებას, თანამედროვე ეტაპზე დიდი მრავალფეროვნებით გამოირჩევიან. მათი კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით ნახ. 4.9-ზეა მოყვანილი.

ინვესტიციის ბაზრის სახეების მიხედვით

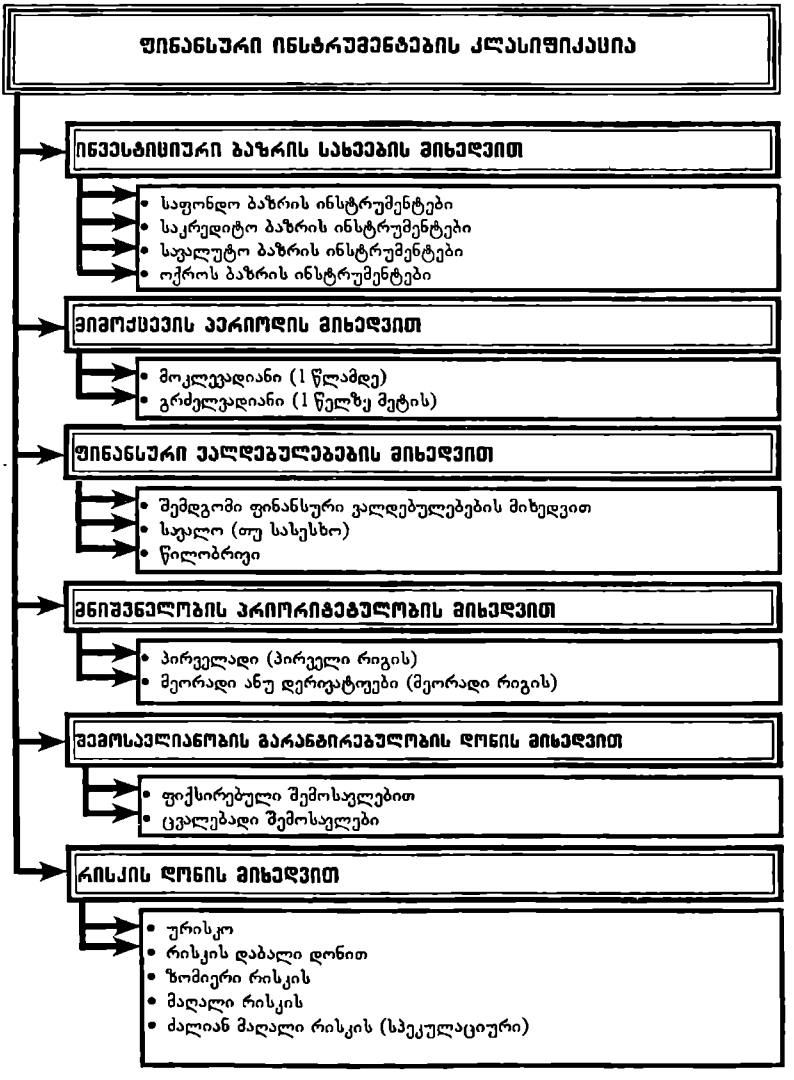
როგორც პირველ თავში აღინიშნა, **1. ინვესტიციის ბაზრების სახეების მიხედვით განასხვავებენ მის მომსახურე შემდეგ ინსტრუმენტებს:**

ა) საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის ამ ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ნაირგვარი ფასიანი ქაღალდები (მათი სახეების, ემისიისა და მიმოქცევის თავისებურებების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების შემადგენლობას შესაბამისი ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტებით ადგენენ).

ბ) საკრედიტო ბაზრის ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის ფულის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ფული და საანგარიშსწორებო დოკუმენტები;

გ) სავალუტო ბაზრის ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის უცხოური ვალუტა, საანგარიშსწორებო სავალუტო დოკუმენტები, აგრეთვე, ამ ბაზრის მომსახურე ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდები.

დ) ოქროს (ვერცხლის, პლატინის) ბაზარი. მას ეკუთვნის ხსენებული ძვირფასი ლითონები, რომლებსაც ფინანსური რეზერვების ჩამოყალიბებისა და ტეზავერაციის მიზნით იძენენ, აგრეთვე, ამ ბაზრის მომსახურე საანგარიშსწორებო დოკუმენტები და ფასიანი ქაღალდები.



ნახ. 12.10. ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

მიმოქცევის სახის მიხედვით

2. მიმოქცევის სახის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:

ა) მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტები (ერთ წლამდე მიმოქცევის პერიოდით). ამ სახის ფინანსური ინსტრუმენტები ყველაზე უფრო მრავალრიცხოვანია და ფულის ბაზარზე ოპერაციების მომსახურებისთვისაა განკუთვნილი.

ბ) გრძელვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტები (ერთ წელზე მეტი მიმოქცევის ვადით). ამ სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს ეკუთვნის ე.წ. „უვადო ფინანსური ინსტრუმენტებიც", რომელთა მიმოქცევის საბოლოო ვადა დადგენილი არაა (მაგალითად, აქციები). ამ სახის ფინანსური ინსტრუმენტები ემსახურებიან კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციებს.

ფინანსური ვალდებულებების მიხედვით

3. ფინანსურ ვალდებულებათა ხასიათის მიხედვით ფინანსური ინსტრუმენტები შემდეგ სახეებად იყოფა:

ა) ინსტრუმენტები, რომლებსაც ფინანსური ვალდებულებები არ მოსდევს. ისინი, როგორც წესი, საინვესტიციო ოპერაციის განხორციელების საგანია და მყიდველზე მათი გადაცემის დროს დამატებით ვალდებულებებს გამყიდველის მხრიდან არ შეიცავენ (მაგალითად, სავალუტო ფასეულობები, ოქრო და ა.შ.).

ბ) წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები. ამ ინსტრუმენტებს ახასიათებს საკრედიტო ურთიერთობები მათ გამყიდველსა და მყიდველს შორის. ისინი მოვალეს ავალდებულებენ გათვალისწინებულ ვადაში დაფარონ მათი ნომინალური ღირებულება და გადაიხადონ პროცენტის ფორმის დამატებითი საზღაური (თუკი იგი არ შედის სავალო ფინანსური ინსტრუმენტის დაფარულ ნომინალურ ღირებულებაში). სავალო ფინანსური ინსტრუმენტების ნიმუშია ობლიგაციები, თამასუქები, ჩეკები და ა.შ.

გ) წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები. ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტები ადასტურებენ მათი მფლობელის უფლებას ემიტენტის საწესდებო ფონდში წილზე და შესაბამისი შემოსაელის მიღებაზე (დივიდენდის, პროცენტისა თუ სხვა ფორმით). წილობითი ფინანსური ინსტრუმენტები, როგორც წესი, შესაბამისი სახის ფასიანი ქაღალდებია (აქციები, საინვესტიციო სერტიფიკატები და ა.შ.).

პრიორიტეტების მიხედვით

4.პრიორიტეტული მნიშვნელობის მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:

ა) პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტები (პირველი რიგის ფინანსური ინსტრუმენტები). ასეთი ფინანსური ინსტრუმენტები (როგორც წესი – ფასიანი ქაღალდები) ხასიათდებიან მიმოქცევაში მათი გამოშვებით პირველადი ემიტენტის მიერ და ადასტურებენ პირდაპირ ქონებრიე უფლებებს ან საკრედიტო ურთიერთობებს (აქციები, ობლიგაციები, ჩეკები, თამასუქები და ა.შ.)

ბ) მეორადი ფინანსური ინსტრუმენტები, ანუ დერივატივები (მეორე რიგის ფინანსური ინსტრუმენტები) არის მხოლოდ და მხოლოდ ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ადასტურებენ მათი მფლობელის უფლებას ან ვალდებულებას, წინასწარ დათქმული პირობებით-მომავალ პერიოდში შეიძინოს ან გაყიდოს მიმოქცევაში მყოფი პირველადი ფასიანი ქაღალდები, ვალუტა, საქონელი ან არამატერიალური აქტივები. ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებს იყენებენ სპეკულაციური ფინანსური ოპერაციების ჩასატარებლად და ფასისმიერი რისკის დასაზღვევად („ჰეჯირებისათვის"). პირველადი ფინანსური ინსტრუმენტების, ან იმ აქტივების შემადგენლობაზე დამოკიდებულებით, რომელთა მიმართაც ისინი მიმოქცევაშია გამოშვებული, დერივატივებს ყოფენ საფონდო, სავალუტო, სასაქონლო და სხვა ინსტრუმენტებად. დერივატივების ძირითადი სახეებია ოპციონები, სვოპები, ფიუჩერსები და ფორვარდული კონტრაქტები.

შემოსავლის დონის გარანტიების მიხედვით

5. შემოსავლის დონის გარანტირების მიხედვით ფინანსურ ინსტრუმენტებს შემდეგ სახეებად ყოფენ:

ა) ფიქსირებულშემოსავლიანი ფინანსური ინსტრუმენტები. ისინი ახასიათებენ იმ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომლებსაც გარანტირებული დონის შემოსავლიანობა აქვთ დაფარვის დროს (ან მიმოქცევის პერიოდში) ფინანსების ბაზარზე სასესხო პროცენტის (კაპიტალზე მოგების ნორმის) კონიუნქტურული რყევებისგან დამოუკიდებლად.

ბ) გაურკვეველშემოსავლიანი ფინანსური ინსტრუმენტები. ისინი ახასიათებენ იმ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რომელთა შემოსავლიანობის დონე შეიძლება იცვლებოდეს ემიტენტის ფინანსურ მდგომარეობაზე (უბრალო აქციები, საინვესტიციო სერტიფიკატები) ან ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებაზე (სავალო ფინანსური ინსტრუმენტები, მცურავი საპროცენტო განაკვეთები, სარგებლის დადგენილ განაკვეთზე „მიმართ" „მყარი" უცხოური ვალუტის კურსთან „მიბმით" და ა.შ.) დამოკიდებულებით.

რისკის დონის მიხედვით

6. რისკის დონის მიხედვით გამოყოფენ შემდეგი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტებს:

ა) ურისკო ფინანსური ინსტრუმენტები. მათ, ჩვეულებრივ, ეკუთვნის მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, ყველაზე უფრო საიმედო ბანკების მოკლევადიანი სადეპოზიტო სერტიფიკატები, „მყარი" უცხოური ვალუტა, ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები, რომლებიც მოკლე დროითაა შეძენილი. ტერმინი „ურისკო" გარკვეულწილად პირობითია, რადგან აქ ჩამოთვლილ ყოველ ფინანსურ ინსტრუმენტს თავისი პოტენციური საინვესტიციო რისკი ახლავს თან: მათ იყენებენ მხოლოდ ათვლის წერტილის ფორმირებისათვის სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე რისკის დონის გაზომვის დროს.

ბ) რისკის დაბალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები. მათ ეკუთვნის, როგორც წესი, ფულის ბაზრის მომსახურე მოკლევადიანი სავალო ფინანსური ინსტრუმენტების ჯგუფი, რომლებზეც ვალდებულებათა შესრულება გარანტირებულია მსესხებლის მდგრადი ფინანსური მდგომარეობითა და საიმედო რეპუტაციით (მათ ახასიათებენ ტერმინით „პირველი კლასის მსესხებელი").

გ) რისკის ზომიერი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები. ამ ჯგუფის ფინანსური ინსტრუმენტების რისკის დონე დაახლოებით შეესაბამება ბაზრის საშუალო დონეს.

დ) რისკის მაღალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები, მათი რისკის დონე არსებითად აღემატება ბაზრის საშუალო დონეს.

ე) რისკის ძალიან მაღალი დონის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები, („სპეკულაციური" ინსტრუმენტები). ასეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებს რისკის ყველაზე მაღალი დონე აქვთ და მათ, ჩვეულებრივ, იყენებენ ინვესტიციების ბაზარზე ყველაზე უფრო სარისკო სპეკულაციური ოპერაციების ჩასატარებლად. ასეთი მაღალრისკიანი ფინანსური ინსტრუმენტებია „ვენჩურული" (სარისკო) საწარმოების აქციები; პროცენტის მაღალი დონის მქონე ობლიგაციები, რომლებიც კრიზისული ფინანსური მდგომარეობის მქონე საწარმოს მიერაა ემიტირებული; ოპციონური და ფიუჩერსული კონტრაქტები და ა.შ.

მოყვანილი კლასიფიკაცია ასახავს ფინანსური ინსტრუმენტების დაყოფას მხოლოდ ყველაზე უფრო არსებითი საერთო ნიშნების მიხედვით. ფინანსური ინსტრუმენტების ყოველი განხილული ჯგუფი, თავის მხრივ, კლასიფიცირდება ცალკეული სპეციფიკური ნიშნების მიხედვით, რომლებიც მათი გამოშვების, მიმოქცევისა და დაფარვის თავისებურებებს ასახავს.

უფრო დაწვრილებით განვიხილოთ იმ ფინანსური ინსტრუმენტების შემადგენლობა და ხასიათი, რომლებიც ინვესტიციების სხვადასხვა ბაზრებზე ემსახურებიან ოპერაციებს.

ფასიანი ქაღალდების ინსტრუმენტები

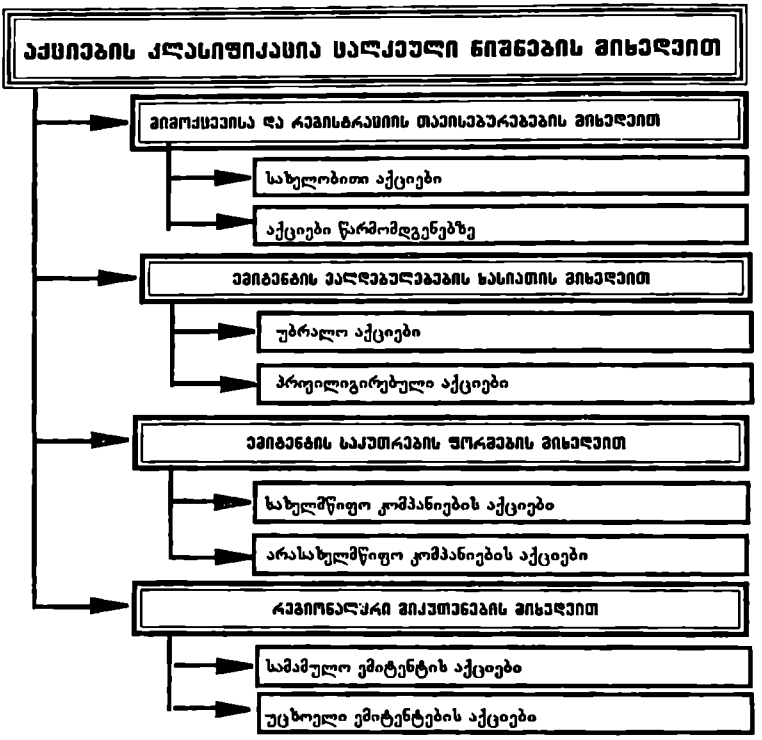
ფასიანი ქაღალდები[1] ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებია:

ა) **აქციები.** ეს ფასიანი ქაღალდი ადასტურებს მისი მფლობელის მონაწილეობას სააქციო საზოგადოების საწესდებო ფონდის ფორმირებაში და დივიდენდის ფორმის მოგების შესაბამისი წილის

[1] ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უფრო დაწვრილებითაა შესწავლილი მომდევნო თავებში (ავტორის შენიშვნა).

მიღების უფლებას აძლევს მას. ჩვენს საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი აქციების კლასიფიცირებას მთელი რიგი ნიშნების მიხედვით ახდენენ (ნახ. 12.11).

საფონდო ბაზრის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე აქციები ყველაზე უფრო ფართოდ



ნახ. 12.11. საფონდო ბირჟაზე მიმოქცევადი აქციების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

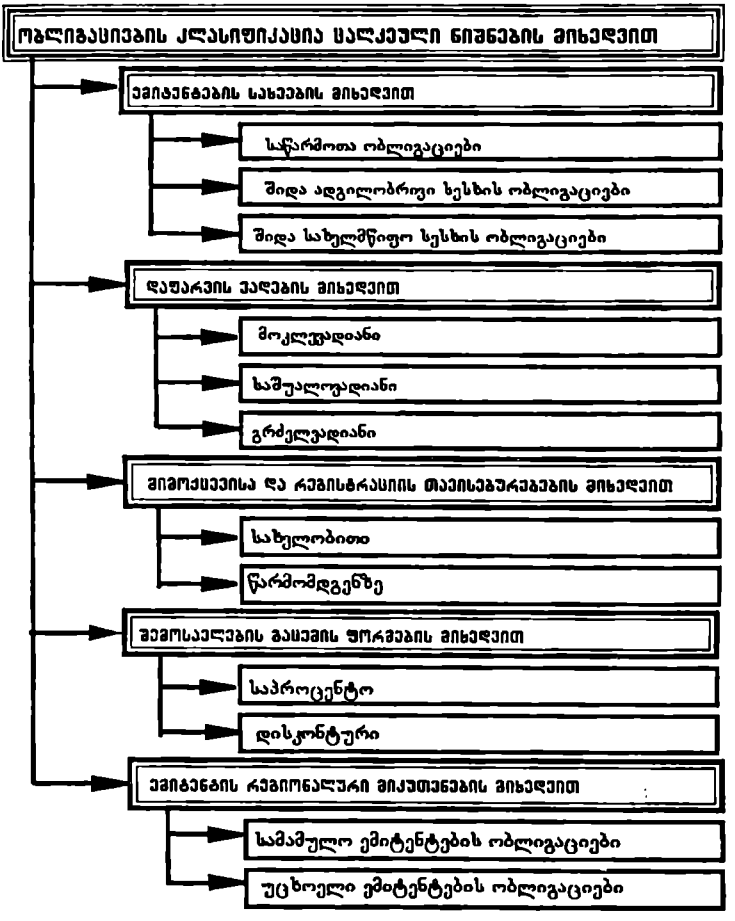
წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდია, თუმცა, ამ მაჩვენებლით ისინი არსებითად ჩამორჩებიან განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების საფონდო ბაზარს. რაც შეეხება აქციებზე ჩატარებული საინვესტიციო ოპერაციების მოცულობას, იგი შედარებით მცირეა უმრაველესი სახეების ქაღალდების დაბალი ლიკვიდობისა და შემოსაელიანობის გამო.

ბ) ობლიგაციები. ეს ფასიანი ქაღალდი ადასტურებს მისი მფლობელის მიერ ფულადი სახსრების შეტანას და ემიტენტის ვალდებულებას, მასში გათვალისწინებულ ვადაში აუნაზღაუროს მას ამ ქაღალდის ნომინალური ღირებულება ფიქსირებული პროცენტის გადახდით (თუ გამოშვების პირობებით სხვა რამ გათვალისწინებული არაა).

საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფ ობლიგაციებს შემდეგი ნიშნების მიხედვით აჯგუფებენ (ნახ.12.12.).

ქვეყნის საფონდო ბაზრის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე მასზე მიმოქცევაში მყოფი ობლიგაციების სახესხვაობათა რაოდენობა შედარებით მცირეა (განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების საფონდო ბაზრის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან და მიმოქცევაში მყოფი აქციების

სახესხვაობათა რაოდენობასთან შედარებით), თუმცა, ოპერაციების მოცულობის მიხედვით მათ პირველი ადგილი ეკუთვნის (პირველ რიგში – სახელმწიფო ობლიგაციებზე დადებულ გარიგებაოა ხარჯზე).



ნახ. 12.12. საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ობლიგაციების კლასიფიკაცია სხვადასხვა ნიშნის მიხედვით

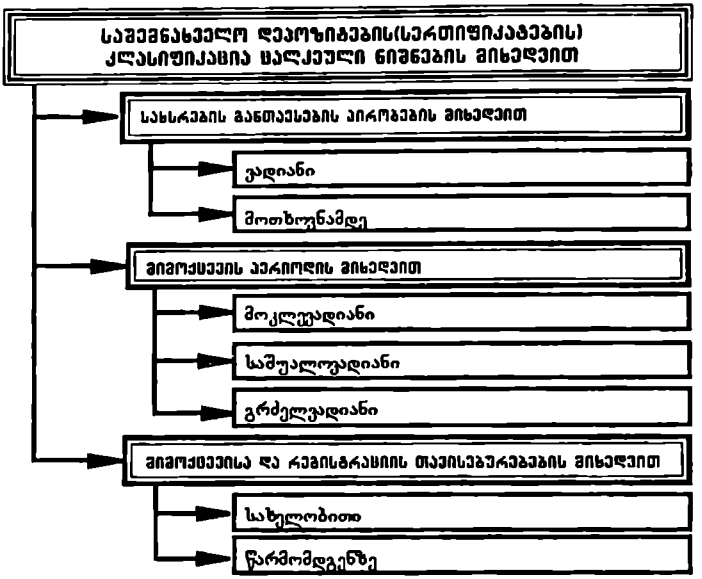
გ) საშემნახველო (სადეპოზიტო) სერტიფიკატები. ესაა ბანკის წერილობითი მოწმობა (ან მათი გამოშვების სერტიფიკატის მქონე სხვა საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტის მოწმობა) ფულადი სახსრების დეპონირების შესახებ, რომელიც ადასტურებს მათი მფლობელის უფლებას დეპოზიტისა და მასზე პროცენტის მიღებაზე დადგენილი ვადის გასვლის შემდეგ.

საშემნახველო (სადეპოზიტო) სერტიფიკატებს, რომლებიც ჩვენს საფონდო ბაზარზეა მიმოქცევაში, შემდეგი ნიშნები აჯგუფებენ (ნახ. 12.13.).

დ) დერივატივები. ესაა ჩვენი საფონდო ბაზრისათვის შედარებით ახალი ფასიანი ქაღალდების

ჯგუფი. მათგან ძირითადია ოპციონური კონტრაქტები; ფიუჩერსული კონტრაქტები; ფორვარდული კონტრაქტები; „სვოპ" კონტრაქტები და სხვა.

ე) **საფონდო ბაზრის სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები.** მათ ეკუთვნის საინვესტიციო სერტიფიკატები, საპრივატიზაციო ფასიანი ქაღალდები, ხაზინის ვალდებულებები და სხვა.



ნახ.12.13. საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი საშემნახველო (დეპოზიტური) სერტიფიკატების კლასიფიკაცია ცალკეული ნიშნების მიხედვით

ოქროს ბაზრის ინსტრუმენტები

ოქროს ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებია:

ა) ოქრო როგორც ფინანსური აუცარი, რომელიც ამ ბაზარზე ფინანსური ოპერაციების ძირითად ობიექტს შეადგენს;

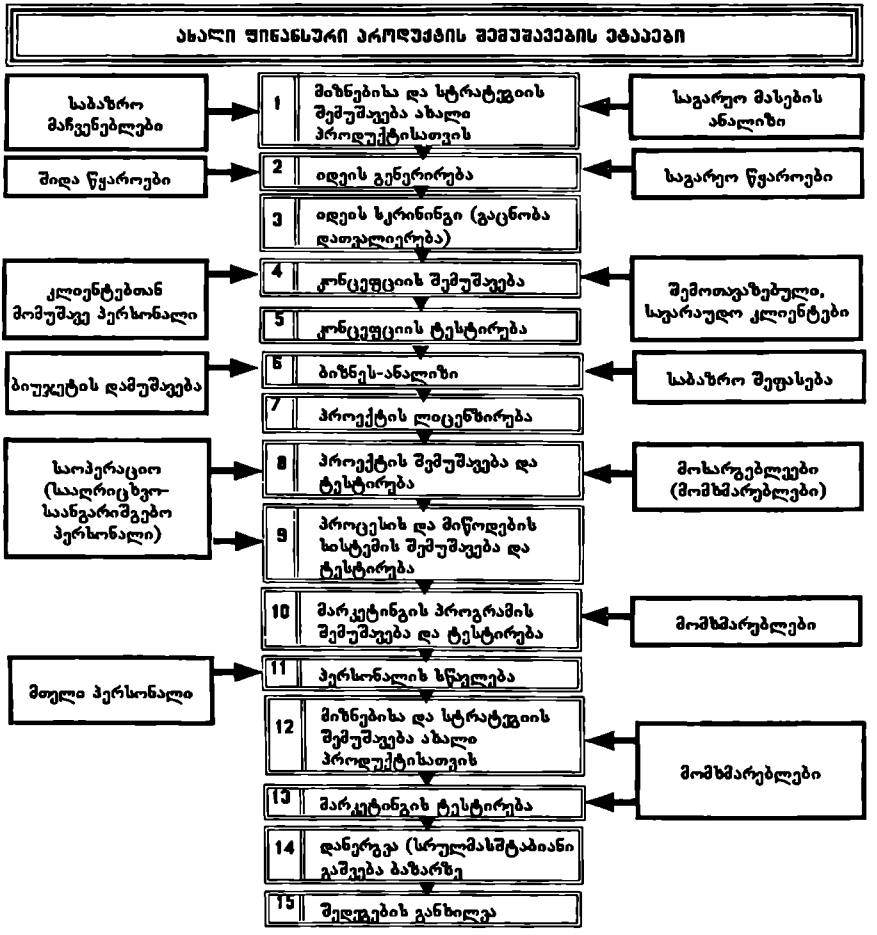
ბ) იმ მრავალფეროვანი დერივატივების სისტემა, რომლებსაც ძვირფასი ლითონების ბირჟაზე გარიგებათა განხორციელებისას იყენებენ (ოპციონები, ფიუჩერსები და ა.შ.).

ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების განხილული სისტემა მუდმივ დინამიკაშია, რასაც იწვევს ცალკეული ბაზრების სახელმწიფო რეგულირების სამართლებრივი ნორმების ცვლილება, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების გამოცდილების გამოყენება, ინვესტიციური ინოვაციები და სხვა ფაქტორები.

ინვესტიციის ბაზრის ზემოთ განხილული ფინანსური ინსტრუმენტები, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებშიც კი მეოცე საუკუნის ბოლო სამი ათეული წლის მანძილზე დაინერგა. ამგვარი ახალი სახის ფინანსური ინსტრუმენტების და შესაბამისი ფინანსური ტექნოლოგიების (ერთობლიობაში მათ „ფინანსური პროდუქტები" უწოდეს) შემუშავება-დანერგვას და შესწავლას ახორციელებს ფინანსური მენეჯმენტის ახალი, თანამედროვე მიმართულება — „ფინანსური ინჟინირინგი".

ფინანსური ინჟინირინგის სფეროში ამერიკელი სპეციალისტების — ჟონ მარშალის და ვიკულ

ბანსალის მიერ დამუშაებული იქნა ახალი ფინანსური პროდუქტის ტიპიური ნორმატიული მოდელი; მან შესაბამისი ემპირიული შემოწმება გაიარა. სქემატურად ეს მოდელი მოცემულია 12.14. ნახაზზე.



ნახ. 12.14. ჯ. მარშალის და ვ. ბანსალის მიერ შემოთავაზებული ფინანსური პროდუქტის შემუშავების ტიპიური ნორმატიული მოდელი

თანამედროვე უცხოური გამოცდილების გამოყენება განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკაში არსებული ბევრი ფინანსური ინსტრუმენტის ჩვენი ქვეყნის ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების პირობებით ადაპტაციას შეუწყობს ხელს.

მეცამეტე თავი. ფასწარმოქმნის მექანიზმი და ოპერაციების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე

13.1. ფასების გაელენა ინვესტიციის ბაზრის წონასწორობაზე და მისი ფორმირების მექანიზმი

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირება დაქვემდებარებულია იმ გარკვეული ეკონომიკური მექანიზმის მოქმედებაზე, რომლის საფუძველსაც მისი ელემენტების ურთიერთკავშირი შეადგენს. ამ ელემენტებიდან მთავარია მოთხოვნა, მიწოდება და ფასი, რომლებიც განსაზღვრავენ როგორც მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის, ისე მისი ცალკეული სახეების მდგომარეობასა და განვითარებას.

ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის დანიშნულებაა მისი წონასწორობის უზრუნველყოფა, რომელიც მისი ცალკეული ელემენტების ურთიერთმოქმედების გზით მიიღწევა. საბაზრო ტიპის ეკონომიკის პირობებში ეს წონასწორობა ძირითადად მიიღწევა ინვესტიციის ბაზრის თვითრეგულაციითა და, კერძოდ, მისი სახელმწიფო რეგულირებით. მაგრამ რეალურ პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზრის აბსოლუტური წონასწორობა, ე.ი. მისი ცალკეული ელემენტების სრული დაბალანსებულობა, მეტად იშვიათია და მაშინაც იგი ძალიან მოკლე ხანს გრძელდება.

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების საერთო პრინციპები

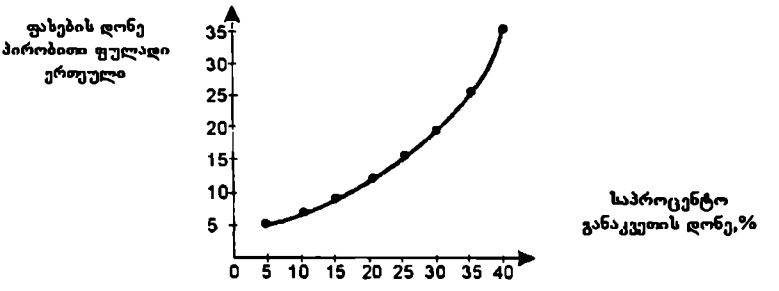
ინვესტიციის ყველა ბაზარს ახასიათებს ბაზრის ცალკეული ელემენტების ურთიერთკავშირის მიღწევის მექანიზმის ფორმირების საკუთარი თავისებურებები, მაგრამ ამ ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმს საერთო ხასიათის მქონე პრინციპული საფუძვლები აქვს. ამიტომ პირველ რიგში განვიხილოთ მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის ფორმირების საერთო პრინციპები. ეს პრინციპული დებულებები შემდეგ ძირითად მოშენტებამდე შეგვიძლია დაეყვანოთ:

1. ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ელემენტების სისტემაში ძირითად როლს თამაშობს ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე არსებული ფასები. სწორედ ეს ელემენტი ასახავს ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსებას, მისი მდგომარეობის წონასწორობას და მისი ყველა მონაწილის ეკონომიკური ინტერესების დაკმაყოფილების დონეს. ინვესტიციების ბაზრის სისტემაში ფასის პრიორიტეტული როლი, რომელიც მის წონასწორობას უზრუნველყოფს, განსაზღვრავს ფასწარმოქმნის განსაკუთრებულ როლს მისი ფუნქციონირების მექანიზმში.

2. ინვესტიციის ბაზარზე ფასებს განსაზღვრავს, უპირველეს ყოვლისა, ცალკეული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსაელიანობის დონე, რომელსაც საფუძვლად საპროცენტო განაკვეთის საშუალო დონე (ან დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსაელიანობის საშუალო ნორმა) უდევს. საპროცენტო განაკვეთის დონე არამარტო საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების ალტერნატიულ მიმართულებათა შერჩევის კრიტერიუმია, არამედ მნიშვნელოვანწილადაც განსაზღვრავს ამ ოპერაციების მოცულობას ან ცალკეული მეურნე სუბიექტების საქმიან აქტივობას ინვესტიციის ბაზარზე. ინვესტიციის ბაზარზე არსებულ ფასების დონესა და საპროცენტო განაკვეთის დონეს შორის დამოკიდებულება ნახ. 13.1-ზე მოცემული სქემითაა ილუსტრირებული.

3. ინვესტიციების ბაზარზე ფასების ფორმირების თავისებურებაა მასზე მიმოქცევაში მყოფი სპეკულაციური კაპიტალის არსებითი გაელენა ამ პროცესზე. ეს ბადებს არამარტო რეალურ მოთხოვნას ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე (მეურნე სუბიექტების მხრიდან), არამედ სპეკულაციურ მოთხოვნასაც, რომელიც ეკონომიკის განვითარების რეალურ მოთხოვნილებებს არ უკავშირდება. ინვესტიციების ბაზრის სპეკულაციური შემადგენლის მაღალი დონე, რომელიც განსაკუთრებით ახასიათებს ამ ბაზრის ფინანსურ სეგმენტებს, ნორმალური მოელენაა, ეს დონე მუდმივად მაღლდება საწარმოებისა და ფიზიკური პირების მიერ დაგროვილი კაპიტალის მოცულობის ზრდის კვალობაზე. სპეკულაციური კაპიტალის ზეგაელენით ინვესტიციების ბაზარზე

არსებული ფასების დონე მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული არამარტო რეალურ მოთხოვნაზე, არამედ ამ დონის მოსალოდნელ ცვლილებებზეც, რაზეც გავლენის მოხდენას ცდილობენ ბაზრის მონაწილეები თავიანთი სპეკულაციური ინტერესებიდან გამომდინარე (ცალკეული საინვესტიციო საქონლის ან ინვესტირების ფინანსური ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ფასების „აწევა-დაწევაზე თამაშით“).



ნახ. 13.1. ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საპროცენტო განაკვეთისა და ფასების დონეს შორის დამოკიდებულების ხასიათი

4. ინვესტიციების ბაზარზე არსებული ფასები ძალიან დინამიკურია და როგორც მაკრო-, ისე მიკროდონეზე გამოვლენილი მრავალი ობიექტური ფაქტორის მოქმედებას განიცდის. ფასების დინამიკის ასე მაღალი დონე ინვესტიციების ბაზარს ახასიათებს სამომხმარებლო საქონლისა და მომსახურების ბაზრისგან განსხვავებით, სადაც ფასწარმოქმნის ფაქტორები უფრო სტაბილური ხასიათისაა.

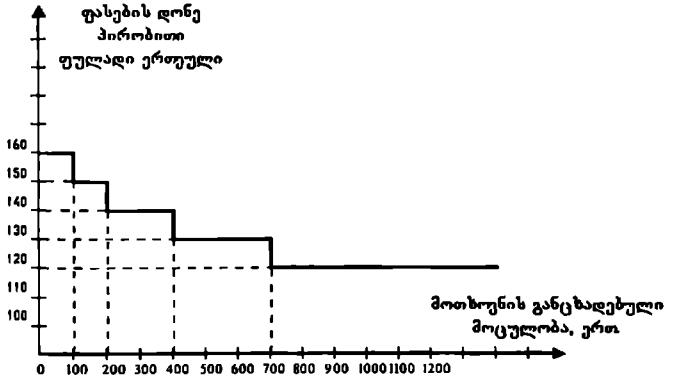
5. როგორც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვაში, ისე მთლიანად ქვეყნის განვითარების ეკონომიკური პროცესების მართვაში ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ფასების დონის შესახებ ინფორმაციის დიდი როლი განსაზღვრავს მათი დაწესების არამარტო ოპერაციულობას, არამედ დაუფარაობასაც. ინვესტიციების ძირითად ბაზრებზე ფასების მდგომარეობის შესახებ ინფორმაცია შემოდის არამარტო რეგიონული და ეროვნული, არამედ მსოფლიო ბაზრდანაც და არსებით გავლენას ახდენს სხვადასხვა დონეზე მიმდინარე საინვესტიციო პროცესების მართვაზე. ინვესტიციების ბაზრის პროფესიული მონაწილეები, რომლებიც სპეკულაციურ ოპერაციებს ახორციელებენ მასზე, კაუშირის თანამედროვე ელექტრონული საშუალებების არსებობის შემთხვევაში პრაქტიკულად ნებისმიერი მომენტისთვის იღებენ ინფორმაციას მათთვის საინტერესო ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების ფასების დონეზე.

6. ძირითად ინვესტიციურ საქონელსა და ინსტრუმენტებზე ფასების დონის საჯაროდ დაწესება მათი საბირჟო კოტირების პროცესში ხორციელდება მათზე მოთხოვნისა და მიწოდების თანაფარდობაზე დამოკიდებულებით. ფასების საბირჟო კოტირებას ახორციელებენ ცალკეული ინვესტიციური საქონლისა და ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვაზე ბროკერების მიერ კლიენტებისგან მიღებული განაცხადების საფუძველზე.

ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვაზე კლიენტებისგან შემოსული განაცხადები ასახავენ მათზე მოთხოვნის მოცულობას ბირჟაზე ფასების გარკვეული დონეების მიხედვით (რომელიც მოთხოვნის ფასებს უწოდებენ). მოცულობისა და ფასების დონის მიხედვით საბირჟო მოთხოვნის პრინციპული სქემა ნახ. 13.2-ზეა მოცემული.

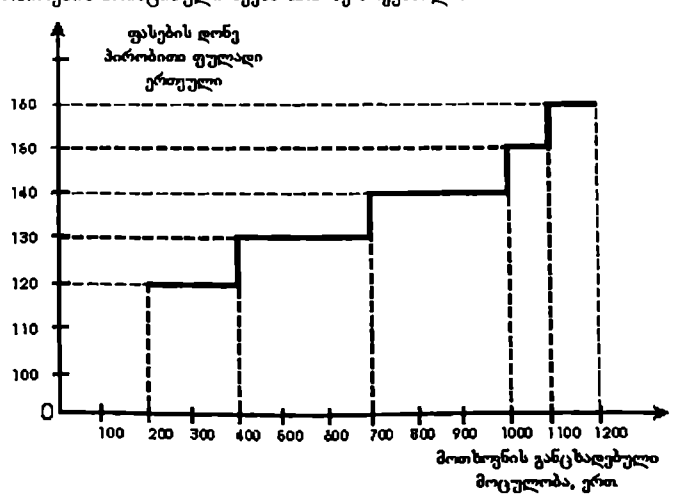
ნახაზის მონაცემებიდან ჩანს, თუ კონკრეტულ ინსტრუმენტზე რა მოცულობის გარიგებათა დასადებად არიან მზად მყიდველები ბირჟაზე, თუკი საბირჟო ფასების დონე მათი მოლოდინის შესაბამისი

იქნება (ან მათ მიერ განცხადებულ დონეზე ნაკლები აღმოჩნდება). მაგალითად, 160 პირობით ფულად ერთეულად (პფე) შესაძლოა გაიყიდოს 100 ერთეული შესაბამისი ფინანსური ინსტრუმენტი; 150 პფე-ად – კიდევ 100 ერთეული; 140-ად – დამატებით 200 ერთეული; 130-ად – კიდევ 300 და 120-ად – დამატებით კიდევ 400 ერთეული. ამგვარად, საბირჟო მოთხოვნის მთლიანი მოცულობა მომაჯალ ვაჭრობაზე 1100 ერთეული იქნება.



ნახ.13.2. ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საბირჟო მოთხოვნის ფორმირების გრაფიკი, მათზე ფასების სხვადასხვა შემთხვევაში

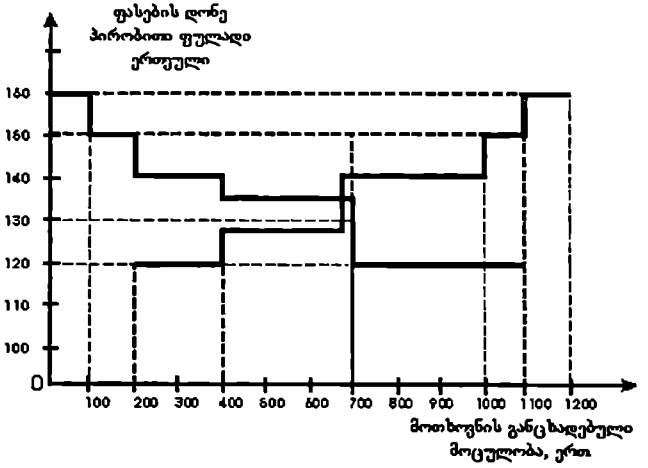
ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების გაყიდვაზე კლიენტების მიერ გაკეთებული განაცხადები, შესაბამისად, აყალიბებს ბირჟაზე მათი მიწოდების მოცულობას ფასების გარკვეული დონით (ამას მიწოდების ფასებს უწოდებენ). მოცულობისა და ფასების დონის მიხედვით საბირჟო მიწოდების ფორმირების პრინციპული სქემა 13.3-ზე მოყვანილი.



ნახ. 13.3. ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საბირჟო მიწოდების მოცულობის ფორმირების გრაფიკი, მათზე ფასების სხვადასხვა დონის შემთხვევაში

ნახაზზე მოყვანილი გრაფიკი გვიჩვენებს, თუ ინვესტირების კონკრეტულ ფინანსურ ინსტრუმენტზე რა მოცულობის გარიგებათა დასადებად არიან მზად გამყიდველები, თუკი საბირჟო ფასების დონე მათი მოლოდინის შესაბამისი იქნება (ან მათ მიერ განცხადებულ დონეზე მეტი აღმოჩნდება). მაგალითად, 160 პფე-ად მიწოდების შესაბამისად, ბირჟაზე შესაძლოა გაიყიდოს ინვესტირების 100 ერთეული სათანადო ფინანსური ინსტრუმენტი; 150-ად – კიდევ 100; 140-ად – დამატებით 300; კიდევ დამატებით 300-130-ად და, ბოლოს, 120-ად მიწოდების მოცულობა 200 ერთეულს შეადგენს. ამგვარად, საბირჟო მიწოდების მთლიანი მოცულობა მომავალ ვაჭრობაზე 1000 ერთეულს მიაღწევს.

კონკრეტული ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ყიდვასა და გაყიდვაზე კლიენტების მიერ გაკეთებული განცხადების საფუძველზე ბირჟაზე ყალიბდება ფასების ისეთი დონე, რომელიც განცხადებული მოთხოვნისა და მიწოდების წონასწორობას უზრუნველყოფს. ეს ფორმირება ნახ. 13.4-ზე წარმოდგენილი გრაფიკითაა ილუსტრირებული.



ნახ. 13.4. ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საშუალო საბირჟო ფასების ფორმირების გრაფიკი, რომელიც ათანაბრებს მათზე მიწოდებისა და მოთხოვნის ფასების დონეებს

ნახაზზე მოყვანილი მონაცემებიდან შეგვიძლია დავინახოთ, რომ ინვესტირების განხილულ ფულად ინსტრუმენტზე წონასწორული საბირჟო ფასის დონე 130 პირობითი ფულადი ერთეულია ამ ფასად მისი რეალიზაციის მოცულობა გამყიდველების წინადადებებით 800 ერთეული იქნება, მყიდველების წინადადებებით კი – 700. შესაბამისად, ამ წონასწორული ფასის მიხედვით საბირჟო გარიგებათა მოცულობა 700 ერთეულს შეადგენს.

საბირჟო ვაჭრობის პრაქტიკაში წონასწორობის ფასი შესაძლოა გადახრილი იყოს მისი იმ საანგარიშო დონიდან, რომელიც გრაფიკზეა ნაჩვენები. ამას იწვევს გადაუდებელი მოთხოვნა ან მიწოდება და, შესაბამისად, მყიდველის ან გამყიდველის მხრიდან ფასში დათმობა ვაჭრობის განხორციელების დროს.

7. ინვესტიციების ბაზარზე ფასების ფორმირების ერთ-ერთი თავისებურებაა ეროვნულ ბაზარზე ჩამოყალიბებული ამ ფასების დიდი დამოკიდებულება მსოფლიო ბაზარზე არსებულ ფასების დონეზე. ეს თავისებურება ყველაზე მეტად ახასიათებს საკალუტო ბაზარს და ფასიანი ქაღალდებისა და ოქროს

ბაზრებს. ინვესტიციების მსოფლიო ბაზარზე ინტეგრირების კვალობაზე ეს დამოკიდებულება გაძლიერდება და როგორც დადებით, ისე უარყოფით შედეგებს მოუტანს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებას.

8. ქვეყანაში მიმდებარე ეკონომიკურ პროცესებზე ინვესტიციის ბაზრის ფასების დინამიკის დიდი გაელენა განსაზღვრავს ამ ფასების სახელმწიფო რეგულირების აქტიურ ფორმებს შესაბამისი მექანიზმების მეშვეობით. ეს მექანიზმებია სარგებლის დონის დაწესება, კომერციული ბანკების რეზერვის ფორმირება, ფულის მიმოქცევის რეგულირება მისი ემისიის გზით, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების (პირველ რიგში – ობლიგაციების) ემისიისა და შემოსავლიანობის რეგულირება და სხვა. ამგვარი რეგულირების მექანიზმი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ყველა ქვეყანაში ხორციელდება.

9. ინვესტიციის ბაზარზე ფასების ფორმირების ობიექტურობა განსაზღვრავს არამარტო მათ დონეზე მოქმედი ყველა აუცილებელი ფაქტორის გათვალისწინებას ფასწარმოქმნის პროცესში, არამედ ამ ბაზრის მონაწილეთა ინფორმირებულობასაც მათგან ძირითადი ფაქტორების შესახებ. ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეთა ამგვარ საინფორმაციო უზრუნველყოფას ახასიათებენ „ეფექტიანი ბაზრის" ტერმინით. ეფექტიანად მიიჩნევენ ინვესტიციების იმ ბაზარს, რომელზეც ცალკეული ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ფასების დონე სწრაფად რეაგირებს გარე ინფორმაციაზე და ეს ინფორმაცია მთლიანად ხელმისაწვდომია ამ ბაზრის ყველა მონაწილისთვის.

ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის სამი დონე

ბაზრის ეფექტიანობის კონცეფციის (რომელიც მისი ფუნქციონირების მექანიზმის განმსაზღვრელი უმნიშვნელოვანესი თეორიული დებულებაა) შესაბამისად გამოყოფენ ამ ეფექტიანობის სამ დონეს.

პირველი დონე, ეფექტიანობის დაბალი დონე ისეთ ვითარებას ახასიათებს, როცა ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების ფასები ძირითადად წინა პერიოდში მათ დინამიკას ეყრდნობა.

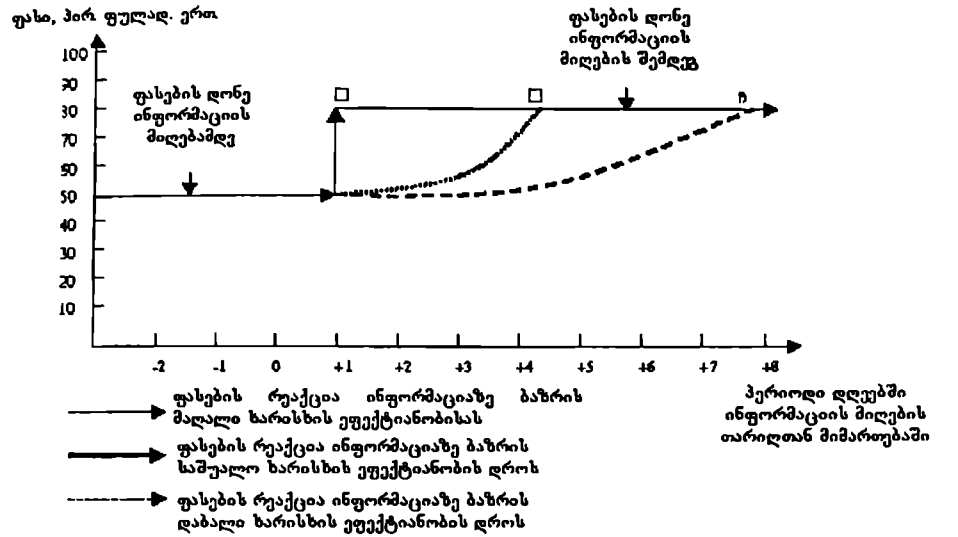
მეორე დონე, ეფექტიანობის საშუალო დონე იმ ვითარებას ასახავს, როცა ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასწარმოქმნა, გარდა წინა პერიოდში მათი დინამიკის შესახებ ინფორმაციისა, საყოველთაოდ ხელმისაწვდომ სხვა გამოქვეყნებულ ინფორმაციასაც ეყრდნობა.

მესამე დონე, ბაზრის ეფექტიანობის ძლიერი დონე ისეთ ვითარებას ასახავს, როცა ფასწარმოქმნის პროცესი ეყრდნობა არამარტო საყოველთაოდ მისაწვდომ, არამედ გამოუქვეყნებელ ინფორმაციას და მათი საფუძელიანი ანალიზის შედეგებსაც. ამ შემთხვევაში ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასების დონე ყოველთვის იქნება მათი რისკის დონის შესაბამისი შემოსავლიანობის დონის გამომხატველი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ბაზრის ეფექტიანობის ძლიერი დონე ახასიათებს ძირითად ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ფასწარმოქმნის ისეთ მდგომარეობას, რომელიც მათ შესახებ არსებულ მთელ ინფორმაციას ასახავს.

ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის დონის გავლენა ცალკეული სახის ფინანსური ინსტრუმენტების ფასწარმოქმნის ხასიათზე სქემატურად მოყვანილია ნახ.13.5.

როგორც ნახაზიდან ჩანს, მაღალი ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე დადებითი ინფორმაციის შემოსვლამ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე დაუყოვნებლივ იმოქმედა; საშუალო ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე აღნიშნული რეაქცია გაგრძელდა 4 დღე, ხოლო დაბალი ხარისხის ეფექტიანობის ბაზარზე, შესაბამისად — 8 დღე.

განხილული პრინციპული დებულებები ახასიათებენ ინვესტიციის მთელი ბაზრისა და მისი ცალკეული სახეების ფუნქციონირების მექანიზმს. ამასთან, ინვესტიციების ცალკეული სახის ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმს აქვს სპეციფიკური თავისებურებები, რომლებსაც განაპირობებს მათზე მიმოქცევაში მყოფი ინვესტიციური საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასის (საბაზრო ღირებულების) მაჩვენებლები; იმ ფაქტორების სისტემა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ამ საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების (საბაზრო ღირებულების) კონკრეტული დონის ჩამოყალიბებაზე; ბაზრის მონაწილეების მიერ ფასების კოტირების (ფორმირების) მეთოდები და სხვა.



ნახ. 13.5. ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის დონის გავლენა ფინანსური ინსტრუმენტის ფასწარმოქმნის ხასიათზე

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი თავისებურებები

ამასთან დაკავშირებით საინტერესოა ინვესტიციის ყოველი სახის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი თავისებურებების განხილვა.

1. **რეალური ინვესტირების ობიექტების** (ყველა სახის) ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებაა ის, რომ იგი ყველაზე მეტადაა დაკავშირებული ქვეყნის მაკროეკონომიკური განვითარების მაჩვენებლებთან და პირდაპირაა დამოკიდებული ამ განვითარების ციკლურობაზე. ამ ბაზრის ფუნქციონირებაში განსაკუთრებულ როლს თამაშობენ ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპები და მისი განაწილების პროპორციები (კერძოდ, დაზოგვისკენ ზღვრული მიდრეკილება), ლიკვიდობის მჯობინება და ინვესტირებისკენ მიდრეკილება, ფინანსების ბაზარზე არსებული პროცენტის განაკვეთის რყევები, ინფლაციის დონე, ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპები და ინვესტიციური რესურსების ფორმირების დინამიკის განმსაზღვრელი სხვა ფაქტორები. ეს ერთი მხრივ. მეორე მხრივ, ეს ფაქტორები განსაზღვრავენ წარმოებული და რეალური ინვესტიციების მოცულობის დინამიკას. რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმზე ამ ფაქტორების გავლენის ხასიათი ჩვენ ზემოთ დაწვრილებით გვაქვს განხილული.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები

2. **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის** ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები ისაა, რომ მოთხოვნას აქ ინვესტორები აყალიბებენ, მიწოდებას კი — ნაირგვარი საფონდო ინსტრუმენტების ემიტენტები. შესაბამისად, ამ ბაზარზე ფასების დონედ გვეელინება ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდების კოტირებული საბაზრო ფასები.

ინვესტორის მოთხოვნას საფუძვლად უდევს ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსავლის მიღების მოთხოვნილება (პროცენტისა თუ დივიდენდების ფორმით, აგრეთვე, მათი საკურსო ღირებულების მატების სახით). ამ შემოსავლის დონე ნაკლები არ უნდა იყოს კაპიტალზე

მოგების ნორმის დონეზე ურისკო ინვესტიციების დროს. ინვესტიციური არჩევანის ნებისმიერ სხვა ფორმას, ბაზრის ეფექტიანობის კონცეფციის შესაბამისად, შემოსავლის ერთნაირი დონე უნდა მოპქონდეს რისკის ერთნაირი დონის დროს. შესაბამისად, კონკრეტული საფონდო ინსტრუმენტის რისკის დონის მიმართ შემოსავლიანობის უფრო მაღალი ნორმა მასზე ჩამოაყალიბებს მოთხოვნის უფრო მეტ მოცულობას და პირიქით.

ემიტენტების მიწოდებას საფუძველად უდევს, როგორც წესი, იმ აუცილებელი ფინანსური (საინვესტიციო) რესურსებით რეალური წარმოების განვითარების (საოპერაციო საქმიანობის) უზრუნველყოფის მოთხოვნილებები, რომელთა მოცულობის ფორმირება შეუძლებელია საკუთარი წყაროების ხარჯზე. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ემისია მეურნე სუბიექტებისათვის (ან სახელმწიფოსთვის) გარე წყაროებიდან ფინანსური რესურსების მოზიდვის მხოლოდ ერთ-ერთი ალტერნატიული ფორმაა. თუკი საკრედიტო რესურსების მოზიდვის ღირებულება ნაკლები იქნება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სასესხების მოზიდვასთან შედარებით, მაშინ მათი ემისია შეიძლება არ შედგეს (სხვა თანაბარ პირობებში).

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ფასსა და მიწოდების ფასზე მოქმედი ფაქტორები

ამგვარად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ფასსა და მიწოდების ფასს განსაზღვრავეს ინვესტირებისა და ემიტენტების განსხვავებული ეკონომიკური ინტერესები და, შესაბამისად, ის სხვადასხვა სპეციფიკური ფაქტორები, რომლებიც ამ ინტერესების ფორმირების პირობებს ითვალისწინებენ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გარიგებათა მოხდენის რეალური პროცესი და, შესაბამისად, რეალური ფასწარმოქმნის პროცესიც, მხოლოდ იმ შემთხვევაში მიმდინარეობს, თუკი ინვესტორებისა და ემიტენტების ეკონომიკური ინტერესები ერთმანეთს ემთხვევა. ამასთან, ამ ბაზარზე მიმდინარე ფასწარმოქმნის პროცესზე სპეკულაციური კაპიტალიც ახდენს გარკვეულ გავლენას.

იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აყალიბებენ მოთხოვნის მოცულობას და შესაბამისად, გავლენა აქვთ მოთხოვნის ფასებზე, ძირითადია შემდეგი:

- მოხმარებასა და დაგროვებაზე ინვესტორების მიმდინარე შემოსავლის განაწილების პროპორციები, რომლებიც განსაზღვრავენ ფასიან ქაღალდებზე გარიგებათა განხორციელებაში მათი ფინანსური პოტენციალის მოცულობას;

  ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის დონე და რისკის დონესთან მისი შესაბამისობა (პირველი მაჩვენებლის მეორეზე ყოველ გადამეტებას იწვევს ინვესტიციური მოთხოვნის მოცულობის ზრდას);

  ცალკეული ფასიანი ქაღალდის ლიკვიდობის დონე. მას განსაზღვრავს საფონდო ბაზრის საერთო აქტივობა (მაკროეკონომიკური ფაქტორების გაეცნით), აგრეთვე, კონკრეტული საფონდო ინსტრუმენტების საინვესტიციო თვისებები;

  ცენტრალური ბანკის სარგებლის დონის დინამიკა. იგი არსებითად მოქმედებს შემოსავლიანობის დონეზე და შესაბამისად, საბოლო ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნის მოცულობაზე;

  ინფლაციის საპროგნოზო ტემპი. იგი თამაშობს საბარაუდო ინვესტიციური შემოსავლის დონის „ინფლაციური წმენდის“ როლს მასში რისკისათვის დაწესებული ჩართვის გზით.

მიწოდების ფასებზე მოქმედი ფაქტორები

იმ ფაქტორებს შორის, რომლებიც მიწოდების მოცულობას აყალიბებენ და შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებულ მიწოდების ფასებზე მოქმედებენ, ძირითადია შემდეგი:

- ქვეყანაში ეკონომიკისა და საინვესტიციო გარემოს მდგომარეობა, რომლებიც განსაზღვრავენ მეურნე სუბიექტების ინვესტიციურ მოთხოვნილებათა მოცულობას და ფასიანი ქაღალდების ემისიის ხარჯზე მათი დაკმაყოფილების ფინანსური რესურსების ოდენობას;
- სხვა ალტერნატიული გარე წყაროებიდან ფინანსური რესურსების მოზიდვის ღირებულება;
- საკრედიტო რესურსების ხელმისაწვდომი მთლიანად და კერძოდ, კონკრეტული მეურნე სუბიექტებისთვის;
- კონკრეტული სახის ფასიანი ქაღალდების ემისიაზე გაწეული ხარჯების დონე.

ფასიანი ქაღალდების რეალური მოთხოვნისა და მიწოდების მაფორმირებელი ფაქტორების, აგრეთვე, სპეკულაციური ფასწარმოქმნელი ფაქტორების გათვალისწინებით ცალკეულ საფონდო ინსტრუმენტებზე ყალიბდება კონკრეტული ფასები საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრებზე.

საკრედიტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები

3. იმ საკრედიტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები, რომლებზეც ვლინდება ინვესტირების ფულად ინსტრუმენტებზე საწარმოთა მოთხოვნა და ხორციელდება მათი მიმოქცევა, უპირველეს ყოვლისა, ისაა, რომ იგი ეყრდნობა ამ ბაზრის სპეციფიკურ ამოსავალ ელემენტებს — საკრედიტო რესურსებზე არსებულ მოთხოვნას და მათ მიწოდებას. მაგრამ ამ ბაზრის მთავარი თავისებურება ისაა, რომ ფასის სახით აქ კრედიტისთვის გადახდილი პროცენტის განაკვეთი გვევლინება. რეალური საქონლის ფასებისგან განსხვავებით, ამ პროცენტის განაკვეთი ყალიბდება არა ღირებულებიდან, არამედ სახმარი ღირებულებიდან გამომდინარე.

კრედიტის ბაზარზე ფულადი აქტივების მიმოქცევის ფორმებზე დამოკიდებულებით კრედიტზე განაკვეთს სხვადასხვა სახე შეიძლება ჰქონდეს—საკრედიტო პროცენტის, სადეპოზიტო პროცენტის, ბანკთაშორისი პროცენტის, სარგებლის პროცენტის და ა.შ თავიანთი დონით განსხვავების მიუხედავად, კრედიტორისთვის გადასახდელი პროცენტის ეს სახეები თავიანთ არსს ინარჩუნებენ და საკრედიტო რესურსების გასაყიდი ფულადი აქტივების ფასად გვევლინებიან. და მაინც, საკრედიტო რესურსებზე ფასების ამ სახეების შემადგენლობაში პრიორიტეტულ როლს თამაშობს ცენტრალური ბანკის სარგებლის განაკვეთი, რომლის დინამიკა განსაზღვრავს გასაყიდ ფულად აქტივებზე ფასების სხვა შემცველების მოძრაობას.

ცენტრალური ბანკის სარგებლის განაკვეთი სახელმწიფოს მიერ რეგულირებადი მაჩვენებელია; ამ რეგულირებას ახორციელებენ მაკროეკონომიკური ფაქტორებიდან გამომდინარე საფინანსო პოლიტიკის შესაბამისად. რაც შეეხება კრედიტზე გადახდილი პროცენტის დონის საბაზრო თვითრეგულირების მექანიზმს, მას სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით აგებენ, რომელთაგან მთავარია:

ცენტრალური ბანკის მიერ დაწესებული სარგებლის პროცენტის დონე, იგი საკრედიტო რესურსებზე ფასების დონის ფორმირების მინიმალური ნორმატიული მაჩვენებელია მათი გაყიდვის დროს:

ინფლაციის პრემია. ამ ფაქტორის გათვალისწინებით ნაზღაურდება საკრედიტო რესურსების გამყიდველთა რეალური შემოსავლის შესაძლო დანაკარგი საინფლაციო პრემიის დონის ფორმით;

საკრედიტო რისკის დონე. იგი ახასიათებს იმ რისკს, რომ მსესხებელი ვერ დააბრუნებს (ან თავისდროულად ვერ დააბრუნებს) მიღებულ კრედიტსა და მასზე გადასახდელ პროცენტს. საკრედიტო რისკის დონეს, თავის მხრივ მრავალი ფაქტორი, რომელთა შორის ყველაზე მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ მსესხებლის კრედიტუნარიანობა და გადახდისუნარიანობა, მისი საქმიანი რეპუტაცია და კრედიტის უზრუნველყოფის ფორმა. საკრედიტო რისკის ანაზღაურება, ჩვეულებრივ ხდება რისკისთვის დაწესებული პრემიის დონის ფორმით;

კრედიტის ლიკვიდობის დონე. მას ახასიათებს კრედიტის გაცემის ვადა და მისი ანაზღაურება ხდება ლიკვიდობისთვის დაწესებული პრემიის სათანადო დონის ფორმით;

მარჟის დონე. ესაა ბანკის ან სხვა საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულების მიერ საკრედიტო რესურსების გაყიდვისა და ყიდვის ფასების დონეს შორის სხვაობა. მარჟის დანიშნულებაა საოპერაციო დანახარჯების დაფარვა, გადასახადების გასტუმრება და მოგების ფორმირება.

ჩამოთვლილი ძირითადი ფაქტორების გათვალისწინებით, კრედიტის ბაზარზე ფულადი აქტივების მიწოდების ფასს მათი გამყიდველი დიფერენცირებულად აყალიბებს ყოველი კონკრეტული კრედიტისთვის. ეს ხდება შემდეგი მოდელის შესაბამისად:

$$IL_c=AR+IP+PR+PL+S \qquad (13.1)$$

სადაც IL_c კრედიტზე დაწესებული პროცენტის დონეა;

AR - ქვეყნის ცენტრალური ბანკის სარგებლის მოქმედი განაკვეთის დონე;

IP– ინფლაციური პრემიის დონე, რომელსაც, ჩვეულებრივ, ინფლაციის საპროგნოზო ტემპს უტოლებენ;

PR – რისკისათვის დაწესებული პრემიის დონე, რომელსაც საკრედიტო რისკის დონიდან გამომდინარე ანგარიშობენ კონკრეტული მსესხებლისთვის;

PL – ლიკვიდობისთვის დაწესებული პრემიის დონე, რომელსაც ანგარიშობენ კრედიტის გაცემის ვადით, მისი შომავალი ღირებულების შეფასების გათვალისწინებით;

S– მარჟის დონე, რომელსაც კონკრეტული საფინანსო საკრედიტო დაწესებულება განსაზღვრავს მისი საკრედიტო საქმიანობის განხორციელების სპეციფიკური პირობების გათვალისწინებით.

კრედიტის ბაზარზე ფასწარმოქმნის პროცესში შეიძლება იმ სხვა ფაქტორების გათვალისწინებაც, რომლებიც გასაყიდი ფულადი აქტივების ფასების დონეს განსაზღვრავენ.

კრედიტზე პროცენტის დონის ფორმირების გათვალისწინებით ყალიბდება ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის ფასების (სადეპოზიტო პროცენტის, კერძოდ, ინვესტორის დეპოზიტურ ანაბრებზე მოგების ნორმის) დონეს.

სავალუტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები

4. სავალუტო ბაზრის ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები იმაში მდგომარეობს, რომ მასზე გაყიდვის მთავარი ობიექტის ფასის როლს თამაშობს სავალუტო კურსი (როდესაც ხდება უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა ეროვნული ვალუტით) ან კროს-კურსი (როდესაც ერთი უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა მეორე უცხოურ ვალუტაზე ხდება).

სავალუტო კურსი წარმოადგენს ნებისმიერი ქვეყნის ფულადი ერთეულის ფასს, რომელიც გამოხატულია მოცემული ქვეყნის ფულადი ერთეულით გარკვეული თარიღისათვის. ჩვეულებრივ, იგი გვიჩვენებს, ეროვნული ვალუტის რამდენი ერთეულია საჭირო უცხოური ვალუტის ერთი ერთეულის შესაძენად. სავალუტო კურსი წარმოდგენილია, როგორც წესი, ორი მაჩვენებლით – ვალუტის ყიდვის ფასით და ვალუტის გაყიდვის ფასით. ამ ორ კურსს შორის სხვაობა აყალიბებს ვალუტების გამცვლელი დილერების ან ოპერატორების მარჟას (პრემიას).

კროს-კურსი ახასიათებს ორ ვალუტას შორის თანაფარდობას, რომელიც გამომდინარეობს მესამე ვალუტის მიმართ მათი კურსების თანაფარდობიდან.

თუკი ეროვნული ვალუტის გამოხატული სავალუტო კურსის დონე გარკვეულწილად დამოკიდებულია ეროვნულ სავალუტო ბაზარზე უცხოური ვალუტის მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობაზე, უცხოური ვალუტების კროს-კურსზე ეს მაჩვენებლები გავლენას არ ახდენენ.

უცხოური სავალუტო კურსის დონეზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორები

უცხოური ვალუტების სავალუტო კურსის დონეზე (რომელიც ეროვნული ვალუტითაა გამოხატული), შემდეგი ძირითადი ფაქტორები მოქმედებენ:

- ეროვნული და უცხოური ვალუტის მსყიდველობითუნარიანობის თანაფარდობა, რომელსაც ახასიათებენ ტერმინით „ვალუტის მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი;
- შესადარებელი ქვეყნების საგადასახდელო ბალანსის მდგომარეობა, რომელსაც ახასიათებენ მათ შორის ექსპორტისა და იმპორტის მოცულობათა თანაფარდობით;
  სახელმწიფო „სავალუტო ინტერვენციების“ ფორმები და მოცულობები, რომლებიც ასახავს სავალუტო კურსების სახელმწიფო რეგულირების ხერხებს;
  „კაპიტალის გაქცევა“ ქვეყნიდან, რომელიც ახასიათებს მნიშვნელოვანი ოდენობით მის გადაგზავნას უფრო ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს მქონე ქვეყნებში, მეტად დაბეგვრის, ექსპროპრიაციის რისკის და ა.შ. იმიდან აცილების მიზნით. „კაპიტალის გაქცევის“ მთავარი მიზანია შერჩეულ ქვეყნებში მისი განთავსების უფრო ხელსაყრელი და გარანტირებული პირობები;
- ინფლაციის მაღალი ტემპები, რომლებიც განსაზღვრავენ სავალუტო აქტივების შეძენის აუცილებლობას ეროვნული ვალუტის გამოხატული კაპიტალის რეალური ღირებულების დაკარგვის აღკვეთის მიზნით;

- ეროვნული ფულადი ერთეულის მოსალოდნელი დევალვაცია.

ვალუტების კოტირებას ახორციელებენ სავალუტო ბირჟებზე სავალუტო კურსების (ეროვნული ფულადი ერთეულებით) და კროს-კურსების დადგენის გზით, აგრეთვე, კონკრეტულ ვაჭრობაზე „ფიქსინგის“ პროცედურის მეშვეობით, რაც ცალკეული სახის ვალუტების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობათა ურთიერთშედარების საფუძველზე ხორციელდება.

ოქროს ბაზრის (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები

5. ოქროს ბაზრის (და სხვა ძვირფასი ლითონების) ფუნქციონირების მექანიზმის თავისებურებები იმაში მდგომარეობს, რომ მასზე ფასწარმოქმნის ხასიათი ყველაზე უფრო მეტად ასახავს საქონლის ბაზარზე ფასების ფორმირებისა და კოტირების მექანიზმის სპეციფიკას.

ერთი უნცია ოქროს ფასი ასახავს მასზე მოთხოვნის იმ მოცულობას, რომელსაც აყალიბებს ოქროზე არამარტო რეალური მწარმოებლების მოთხოვნილებები, არამედ საინვესტიციო მიზნებით განპირობებული მოთხოვნილებებიც. გარდა ამისა, ეს ფასი ასახავს ცალკეულ პერიოდებში ოქროს მიწოდების მოცულობას.

ოქროზე და სხვა ძვირფას ლითონებზე საბირჟო ფასების კოტირების მექანიზმს ზემოთ განხილული სტანდარტული ხასიათი აქვს.

ინვესტიციის ცალკეული ბაზრების ფუნქციონირების მექანიზმის ცოდნა შესაძლებლობას აძლევს საწარმოს, უფრო ეფექტიანად განახორციელოს გარე წყაროებიდან საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან, რეალური საინვესტიციო პროექტების შერჩევასთან, ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირებასა და საინვესტიციო საქმიანობის სხვა ასპექტებთან დაკავშირებული ოპერაციები.

13.2. საწარმოთა გარიგებების სახეები ინვესტიციის ბაზარზე

ფინანსური ურთიერთობების ინვესტიციის ბაზრის მონაწილეებთან საწარმო ახორციელებს სხვადასხვა სახის გარიგებებსა და ოპერაციებს. ეს გარიგებები და ოპერაციები საწარმოს მიერ შეიძლება განხორციელდეს, როგორც ორგანიზებულ, ასევე არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე.

საინვესტიციო ბაზარზე საწარმოს მიერ განხორციელებული გარიგებები მისი ურთიერთშეთანხმებული მოქმედებაა სხვა დაინტერესებულ სამეურნეო სუბიექტებთან, რომლებიც მიმართულია მათი უფლებებისა და მოვალეობების დამყარებაზე, შეწყვეტაზე ან ცვლილებებზე ინვესტიციურ ინსტრუმენტებთან მიმართებაში, რომლებიც მიმოიქცევიან ამ ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტებში.

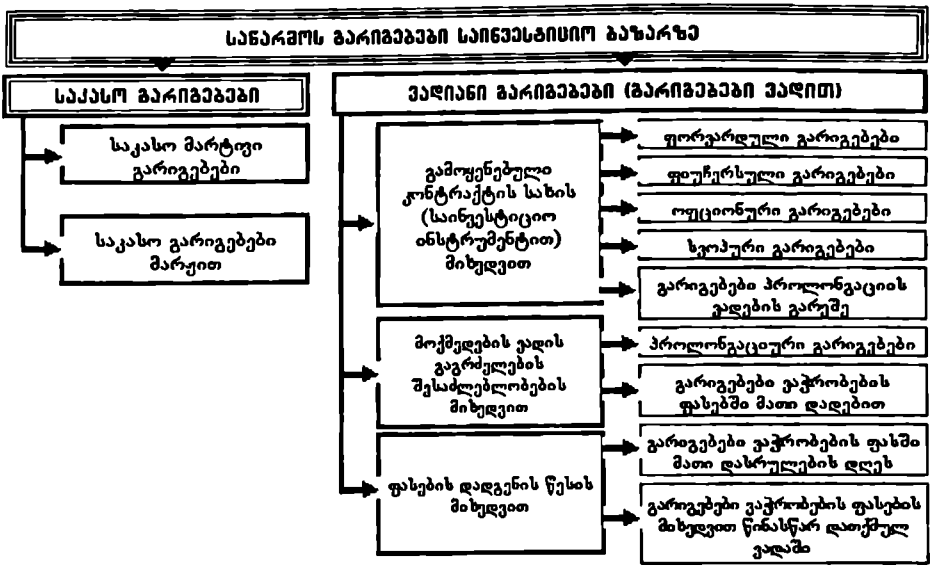
საწარმოთა გარიგებების კლასიფიკაცია

გარიგებები, რომელსაც საწარმო ახორციელებს ორგანიზებულ და არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე, გამოირჩევა დიდი მრავალფეროვნებით და კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით (ნახ. 13.6.):

I. შეთანხმების პირობების რეალიზაციის პერიოდის მიხედვით გამოყოფენ სალარო და ვადიან გარიგებებს, რომლებიც ხორციელდება საინვესტიციო ინსტრუმენტებით.

სალარო გარიგებები ანუ („სპოტ“ გარიგებები) (spot transaction) გულისხმობენ, რომ შეძენილი საინვესტიციო ინსტრუმენტების გადახდა და ამით გადაცემა მყიდველზე გამყიდველის მიერ ხორციელდება დამოუკიდებლად, ან მისი შესრულება ხდება მინიმალურ ტექნიკურად შესაძლებელ ვადებში.

სალარო გარიგებების შესრულებას საერთო პერიოდი საინვესტიციო ინსტრუმენტებისა და მათი სახეებზე დამოკიდებულების მიხედვით შეადგენენ ორიდან ოთხ დღემდე და განისაზღვრება ფორმულით:



ნახ. 13.6. საწარმოთა გარიგებების კლასიფიკაცია ორგანიზაციულ და არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე

$P_{ca} = T + n$, სადაც

P_{ca} – სალარო გარიგების გამოყენების საერთო პერიოდი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით.

T – პარტნიორებს შორის გარიგებების დადების დღე.

n – გარიგების შესრულების დასაბუთებული შესრულების ვადა.

სალარო გარიგებები საინვესტიციო ინსტრუმენტების მიხედვით დაიდება როგორც ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე (საფონდო და სავალუტო ბირჟებზე), ასევე არაორგანიზებულ ბაზრებზე.

წინასწარი ანაზღაურების პირობების მიხედვით, რომელიც გარანტირებას უკეთებს გარიგების შესრულებას მყიდველების მიერ, განასხვავებენ მარტივ სალარო გარიგებას და სალარო გარიგებას მარჟით.

მარტივი სალარო გარიგება არ მოითხოვს წინასწარ გადახდას (მარჟას) მისი დადებისას.

სალარო გარიგება მარჟით დაიდება საწარმოს მიერ, როგორც წესი, ორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის პირობებში საბროკერო კონტრაქტის სახით და აუცილებლობის შემთხვევაში დასტურდება შესაბამისი წინასწარი გადახდით (მარჟის სიდიდე დგინდება სავაჭრო საინვესტიციო ინსტრუმენტის სახის მიხედვით საბირჟო წესების ან საბროკერო კანტორების მიხედვით და ირყევა ჩვეულებრივ 35-50%-ის საზღვრებში).

ვადიანი გარიგებები (ანუ გარიგებები ვადით) გულისხმობენ, რომ ნაყიდი საინვესტიციო ინსტრუმენტების გადაცემა და გადახდა, ან მხოლოდ გათვლები გარიგებების მიხედვით (თუ კი საინვესტიციო ინსტრუმენტი არ ექვემდებარება გადაცემას) ტარდება დროის განსაზღვრულ მომავალ პერიოდში. ვადიანი გარიგებები საინვესტიციო ინსტრუმენტების მიხედვით ხასიათდება სახეების მცირე რიცხვით და სახესხვაობებით. მცირე გამონაკლისების გარდა, საწარმოს ვადიანი გარიგებები დაიდება ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზარზე.

II. გამოყენებული კონტრაქტის სახის მიხედვით (საინვესტიციო ინსტრუმენტის მიხედვით) ვადიანი გარიგებები იყოფა ფორვარდულ ფიუჩერსულ, ოფციონურ და სვოპურ გარიგებებად.

ფორვარდული გარიგება

1. ფორვარდული გარიგება [forward transaction] ახასიათებს მისი მხარეების ვალდებულებას გაყიდოს (იყიდოს) საბაზო საინვესტიციო აქტივის (აქციები, ობლიგაციები, უცხოური ვალუტები და ა.შ.) კონკრეტული სახე განსაზღვრული სამომაველო დროის პერიოდში წინასწარ დათქმულ ფასებში. ვადიანი გარიგების ამ სახის განხორციელებას ინსტრუმენტია ფორვარდული კონტრაქტი, რომელშიც დათქმულია შემდეგი პირობები:

- რეალიზებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივის სახეობა და მისი რაოდენობა;
- მომავალი პერიოდის კონკრეტული ვადა, რომელშიც მოხდება საინვესტიციო აქტივის გადაცემა და მისი გადახდა;
- საინვესტიციო აქტივის რეალიზაციის ფასების სახე, რომლის მიხედვით მოხდება ანგარიშსწორება მასზე (ფასების ეს სახე ფიქსირდება კონტრაქტის დადების მომენტში).

ფორვარდული კონტრაქტის ყოველი ჩამოთვლილი და სხვა პირობები ინდივიდუალური ხასიათისაა, ე.ი. განისაზღვრება მხარეთა კონკრეტული შეთანხმებების მიხედვით. გარიგების დადების მომენტში ავანსური გადახდები ნაყიდ (გაყიდულ) საბაზისო საინვესტიციო აქტივზე არ ხორციელდება.

ფორვარდული გარიგებები საინვესტიციო აქტივების მიხედვით ხორციელდება უპირატესად არაორგანიზებულ საფინანსო ბაზარზე და ამიტომ გამოირჩევა უფრო მათი შეუსრულებლობის მაღალი რისკით, პარტნიორთაგან რომელიმეს მხრიდან არაკეთილსინდისიერი ქცევის გამო. ფორვარდული გარიგების პირობების შესრულებაზე უარის თქმა რომელიმე პარტნიორის მხრიდან გამოწვეული ჩვეულებრივ მისთვის არახელსაყრელი არსებითი ცვლილებებით საინვესტიციო ბაზრის კონიუქტურაში (ფასების დონის ცვლილება კონკრეტულ საინვესტიციო ინსტრუმენტზე. რის გამოც საჯარიმო სანქციების გადახდა მისთვის შეიძლება აღმოჩნდეს უფრო ხელსაყრელი, ვიდრე კონტრაქტის პირობებში შესრულება).

თავიანთ კონტრაგენტებთან საინვესტიციო ბაზრებზე საწარმოებს შეუძლიათ დადონ შემდეგი სახის ფორვარდული გარიგებები:

- ფორვარდული გარიგება რამდენიმე საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ყიდვაზე;
- ფორვარდული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გაყიდვაზე;
- ფორვარდული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივების გაცვლაზე;

„ფორვარდული კურსი" სავაჭრო საბაზრო საინვესტიციო აქტივებზე ჩვეულებრივ აღემატება მასზე „სპოტკურსს".

ფიუჩერსული გარიგება

2. ფიუჩერსული გარიგება [future transaction] ახასიათებს მისი მხარეების ვალდებულებას იყიდოს ან გაყიდოს საინვესტიციო აქტივების განსაზღვრული რაოდენობა დროის მომავალ პერიოდში ფიქსირებულ ფასში მისი განხორციელების სტანდარტიზირებული პირობების შესაბამისად. საწარმოს კონტრაგენტის როლში ფიუჩერსულ გარიგებაში შეიძლება გამოვიდეს მხოლოდ ბირჟა - მისი საანგარიშგებო ან კლირინგული პალატა. შესაბამისად, ფიუჩერსულ გარიგებებს საწარმოები ახორციელებენ მხოლოდ ორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე საბროკერო კანტორის მეშვეობით — რომლებიც შესაბამისი ბირჟების მონაწილეები არიან.

ფიუჩერსული გარიგების განხორციელების ინსტრუმენტია, ფიუჩერსული კონტრაქტი, რომელიც წარმოადგენს წარმოებული ფასიანი ქაღალდის ერთ-ერთ სახეობას (დერივატივი). მასში სტანდარტიზებულია ფიუჩერსული გარიგების შემდეგი ძირითადი პირობები:

- საბაზისო საინვესტიციო აქტივის სახეობა, რომლის მიხედვით შედგენილია მოცემული ფიუჩერსული კონტრაქტი. თანამედროვე პრაქტიკაში ასეთი საბაზო ფინანსური აქტივები

შეიძლება იყოს ფასიანი ქაღალდების შედარებით ლიკვიდური სახეები, რომლებიც მიმოიქცევიან მოცემულ ბირჟაზე, კერძოდ, საკრედიტო ფინანსური ინსტრუმენტების ცალკეული სახეები, ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები. უცხოური ვალუტის კონკრეტული სახეები;

საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ოდენობა (მისი სტანდარტული პარტია);

საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფიქსირებული ფასი, გარიგების დადების მომენტში;

კონტრაქტის მოქმედების დასრულების ფიქსირებული ვადა და სრული ანგარიშგება მის მიხედვით (ჩვეულებრივ ფიუჩერსული კონტრაქტები სრულდება სპეციალიზირებულ ვადებში, რომელიც დადგენილია ბირჟების მიერ);

- საჯარიმო სანქციების სისტემა მხარეების მიერ კონტრაქტის პირობების დარღვევისთვის.

ასეთი სტანდარტული პარამეტრების პირობებში მოცემული სახის საბირჟო კონტრაქტის მიხედვით ფიუჩერსული გარიგების საგანია სხვაობა მისი ღირებულების მიხედვით მოქმედების პერიოდის დასაწყისსა და დასასრულისათვის. სხვა სიტყვებით, ფიუჩერსული გარიგების თავისებურებაა (ფორვარდულისაგან განსხვავებით) ის, რომ ამ გარიგების საგანია არა საბაზო საინვესტიციო აქტივის მთელი ფასი, არამედ მხოლოდ სხვაობა მის მიმდინარე ფასსა დროის კონკრეტულ მომენტში და ფიუჩერსული კონტრაქტის ფიქსირებულ ფასს შორის მისი დადების მომენტში (ამ სხვაობას ქვია „ბაზისი").

იმისათვის, რომ უზრუნველყოფილი იქნას ვალდებულებები, რომლებიც გათვალისწინებულია ფიუჩერსული კონტრაქტით, ბირჟის კონტრაგენტები, ფიუჩერსული გარიგების მონაწილეები ვალდებულნი არიან შეიტანონ თავიანთ კლირინგულ ანგარიშებში ანგარიშსწორების ცენტრში გარკვეული ფულადი თანხა, რომელსაც „დეპოზიტური მარჟა" ქვია. განასხვავებენ „პირველსაწყის მარჟას", რომელიც შეიტანება ფიუჩერსული გარიგების დადებისას (ფიუჩერსული კონტრაქტის ხელმოწერა) და „მხარდამჭერ მარჟას" — ეს არის დეპოზიტური ფულადი თანხის მინიმალური დონე, რომლის ქვემოთ მას არ შეუძლია დაეშვას ფიუჩერსული კონტრაქტის გარიგების მომენტში. პირველსაწყისი და მხარდამჭერი მარჟების ნორმატიული სიდიდე დგინდება ბირჟების მიერ (ცალკეული შედარებით რისკიანი საინვესტიციო აქტივების, ან საინვესტიციო ბაზრის კონიუნქტურის მაღალი რყევის პერიოდში მარჟების ნორმატიული სიდიდე შეიძლება ამაღლდეს). ანალოგიურად ბირჟებზე თავიანთი ვალდებულებების შესრულების უზრუნველსაყოფად ფიუჩერსული კონტრაქტებს პირობების შესრულების თვალსაზრისით კონტრაგენტების მიერ იქმნება სპეციალური სადაზღვეო ფონდი.

ფიუჩერსული გარიგებების თავისებურებები

ფიუჩერსული გარიგების განმასხვავებელი თავისებურებაა ის, რომ ფინანსური შედეგები (მოგება ან ზარალი) ფიუჩერსული კონტრაქტის მიხედვით ბაზისის შეცვლისას აისახება კლიენტის საკლირინგო ანგარიშში საანგარიშსწორებო პალატაში ვაჭრობისას დღის ბოლოს. დიდი რისკების თავიდან აცილების მიზნით, რაც გამოწვეულია ბაზისის მაღალი დადებითი, ან უარყოფითი სიდიდის გამო, ბევრი ბირჟა ემყარება ფიუჩერსული კონტრაქტების კურსების რყევის შეზღუდვას ერთი ვაჭრობის განმავლობაში. ფიუჩერსულ საინვესტიციო ბაზრებზე მონაწილე საწარმოებს შეუძლიათ განახორციელონ შემდეგი სახის გარიგებები:

- ფიუჩერსული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ყიდვაზე. ეს გარიგება განისაზღვრება მისი მონაწილისათვის როგორც „გრძელი პოზიციის გახსნა". მოგებას ასეთი გარიგებიდან ფიუჩერსული კონტრაქტის მფლობელი მიიღებს იმ შემთხვევაში, თუ კი შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასი მომავალ პერიოდში გარანტირებული ზარალის მომტანი იქნება მოცემული სახის ფიუჩერსული გარიგების მონაწილისთვის;
- ფიუჩერსული გარიგება საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გაყიდვაზე. ეს გარიგება განისაზღვრება მისი მონაწილისთვის როგორც „მოკლე პოზიციების გახსნა". მოგებას ასეთი გარიგებიდან ფიუჩერსული კონტრაქტის მონაწილე მიიღებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კი შესაბამისი საბაზისო საფინანსო აქტივის ფასს მომავალ პერიოდში ექნება შემცირების ტენდენცია.

შესაბამისად, საბაზისო ფინანსური აქტივის ფასების ზრდა მომავალ პერიოდში გამოიწვევს ზარალის გენერირებას მოცემული სახის ფიუჩერსული გარიგების მონაწილისათვის;

ოფსეტური ფიუჩერსული გარიგება. ეს გარიგება განსაზღვრება მისი მონაწილისათვის როგორც „დახურული პოზიცია" მათ მიერ ადრე გახსნილი „გრძელი" ან „მოკლე" პოზიციების მიხედვით. რამდენადაც ფიუჩერსული გარიგება, რომელიც მიმართულია გრძელი ან მოკლე პოზიციების გახსნაზე, პრაქტიკულად არასოდეს არ სრულდება რეალურ საბაზისო საინვესტიციო აქტივების მიწოდებით, მისი შეწყვეტა შესაძლებელია მხოლოდ შებრუნებული გარიგების დადებით ანალოგიური ფიუჩერსული კონტრაქტის მიხედვით (ანუ ფიუჩერსული კონტრაქტის გამყიდველი გარიგების დადებისას უნდა ახდენდეს კონტრაქტის ყიდვის საბაზისო საინვესტიციო ინსტრუმენტის ანალოგიურ რაოდენობაზე, ხოლო მყიდველი შესაბამისად ასეთი კონტრაქტის გაყიდვას). ოფსეტური გარიგება შეიძლება განხორციელდეს არა მხოლოდ ფიუჩერსული კონტრაქტის მოქმედების ვადის ამოწურვის შემდეგ, არამედ მისი შესრულების ნებისმიერ ეტაპზე.

ოფციონური გარიგება

3. ოფციონური გარიგება („გარიგება პრემიით"). [jption transaction] ახასიათებს ერთი მხარის ვალდებულებას — მიანიჭოს უფლება მეორე მხარეს იყიდოს ან გაყიდოს შესაბამისი საინვესტიციო აქტივი დადგენილ ფასში მოცემული განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში, ან ამ პერიოდის ბოლოს. ოფციონური გარიგებები შეიძლება განხორციელდეს ორგანიზებულ, ასევე არაორგანიზებულ საინვესტიციო ბაზრებზე. პირველ შემთხვევაში გარიგებები ორგანიზდება ბირჟის საანგარიშსწორებო (კლირინგული) გადახდებით, ხოლო მეორე შემთხვევაში — საბროკერო კანტორების მიერ.

ოფციონური გარიგების განხორციელების ინსტრუმენტად გამოდის ოფციონური კონტრაქტი, რომელიც არის ნაწარმოები (წარმოებული) ფასიანი ქაღალდი (დერივატივი). მასში, ისევე როგორც ფიუჩერსულ კონტრაქტში, სტანდარტიზებულია ოფციონური გარიგების ძირითადი პირობები — მისი ობიექტი, ოფციონის ფასი, დაფარვის თარიღი და ა.შ. ოფციონური კონტრაქტის განმასხვავებელი ნიშანია (თავისებურებაა) მყიდველის მიერ გადახდილი პრემიის სიდიდე საკონტრაქტო პირობების შესაძლო შეუსრულებლობის შემთხვევაში.

ოფციონური გარიგებების ობიექტები შეიძლება იყვნენ როგორც საბაზისო, ასევე ნაწარმოები ფასიანი ქაღალდების სხვა სახეები (ფიუჩერსული ოფციონები, სვოპური ოფციონები). საკრედიტო ფინანსური ინსტრუმენტები (საპროცენტო ოფციონები), უცხოური ვალუტა (სავალუტო ოფციონები), ოქრო და სხვა ძვირფასი ლითონები.

ოფციონური გარიგებების განხორციელება ორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის სისტემაში მიახლოებულია ანალოგიურ ფიუჩერსულ გარიგებებთან. მათგანაც ამოიღება მარჟა, გათვალისწინებულია ოფსეტური (უკუ, შებრუნებული) გარიგებების შესაძლებლობა პოზიციის დასაკეტად და ა.შ. ამასთან ერთად ფიუჩერსული გარიგებებისაგან განსხვავებით ოფციონური გარიგებების შემთხვევაში არ გაითვალისწინება ყოველდღიური ანგარიშსწორებები და მოგების ან ზარალის თანხის დარიცხვა მხარეებზე ყოველდღიური ვაჭრობების მიხედვით.

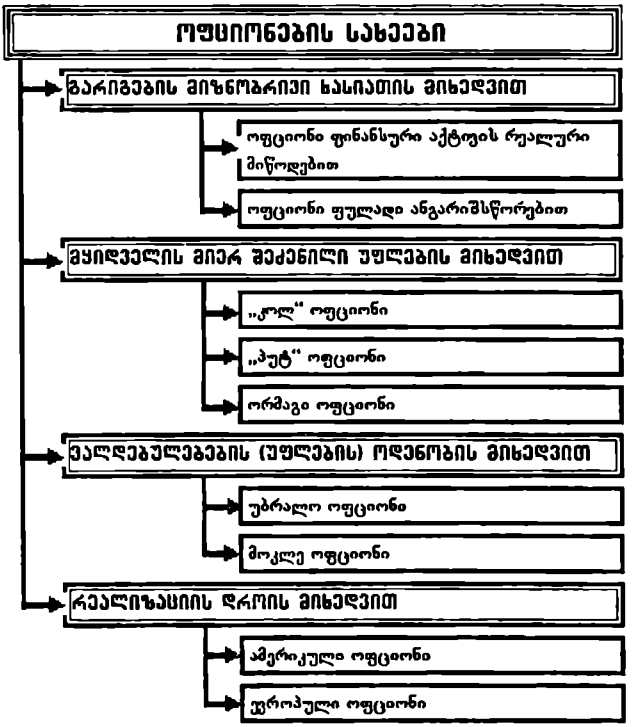
ოფციონური კონტრაქტების კლასიფიკაცია

საკონტრაქტო პირობების თავისებურებების მიხედვით ოფციონები, რომლებიც მიმოიქცევიან საინვესტიციო ბაზარზე, კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით. (ნახ. 13.7.).

მიზნობრივი ხასიათის მიხედვით განასხვავებენ ოფციონებს საინვესტიციო აქტივის რეალური მიწოდებით და ოფციონებს ფულადი ანგარიშსწორებით.

ოფციონი ინვესტიციური აქტივის რეალური მიწოდებით უზრუნველყოფს მისი მფლობელის უფლებას დადოს ოფციონური გარიგება ფიზიკური შესყიდვით, ან გაყიდვით მასში განპირობებული შესაბამისი საბაზო აქტივის რაოდენობის მიხედვით დათქმულ ფასში.

ოფციონი ფულადი ანგარიშსწორებით უზრუნველყოფს მისი მფლობელის უფლებას დადოს ოფციონური გარიგება დათქმული საბაზო აქტივების ფულად ფორმაში სხვაობაზე დათქმული საბაზო აქტივების ღირებულებათა ვალდებულების შესრულების მომენტში არსებული ფასით და ოფციონის შესრულების გაოვალისწინებულ ფასს შორის.



ნახ. 13.7. ოფციონური კონტრაქტების ძირითადი სახეები, რომლებიც მიმოიქცევიან ინოვაციურ ბაზარზე

მყიდველის მიერ შეძენილი უფლების მიხედვით გამოყოფენ „კოლ" ოფციონს; „პუტ" ოფციონს და ორმაგ ოფციონებს.

ოფციონი „კოლ"-ი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას აძლევს შეისყიდოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტით გათვალისწინებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივი. გამყიდველისათვის „კოლ" ოფციონის საინვესტიციო აქტივის ასეთი გაყიდვა არის საკონტრაქტო ვალდებულება.

ოფციონი „პურ"-ი უფლებას აძლევს მის მფლობელს (მყიდველს) შეიძინოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტის მიხედვით გათვალისწინებული საბაზისო საინვესტიციო აქტივის გარკვეული რაოდენობა. „პუტ" ოფციონის გამყიდველებისთვის ფინანსური აქტივის ასეთი შესყიდვა საკონტრაქტო ვალდებულება.

ორმაგი ოფციონი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას აძლევს იყიდოს ან გაყიდოს განსაზღვრულ დროში წინასწარ დათქმულ ფასში კონტრაქტებით გათვალისწინებული ოდენობის საბაზისო

საინვესტიციო აქტივი. გამყიდველისთვის მყიდველს მიერ უფლების არჩევა შეარჩიოს ორმაგი ოფციონის მყიდველი საკონტაქტო ვალდებულებაა.

ვალდებულების სიდიდის (უფლება) მიხედვით გამოყოფენ უბრალო და მოკლე ოფციონს. უბრალო ოფციონი მას მყიდველს (მფლობელს) უფლებას ანიჭებს მოითხოვს ოფციონის გამყიდველისაგან მისი ვალდებულების შესრულება იმ ოდენობით, რომ არ გადააჭარბოს დათქმული ოდენობის საბაზისო საინვესტიციო აქტივებს.

მოკლე ოფციონი მის მფლობელს (მყიდველს) უფლებას ანიჭებს მიიღოს განსაზღვრული დამატებითი პრემია, რომელსაც იხდის ოფციონის გამყიდველი და მოითხოვოს მისგან შეასრულოს მასზე დაკისრებული ვალდებულებები იმ ოდენობით, რომელიც რამდენადმე აჭარბებს კონტრაქტით გათვალისწინებულ საბაზისო საინვესტიციო აქტივების სიდიდეს. ეს სიდიდე შეიძლება 2-ჯერ, 3-ჯერ ოთხჯერიან მეტჯერ აღემატებოდეს თავდაპირველად დათქმულ სიდიდეს, მაგრამ უნდა თავსდებოდეს ოფციონური კონტაქტებით გათვალისწინებულ ჩარჩოებში.

რეალიზაციის დროის მიხედვით განასხვავებენ ამერიკული და ევროპული სახის ოფციონებს.

ამერიკული ოფციონი ახასიათებს ოფციონურ კონტრაქტს, რომელიც შეიძლება რეალიზებული იქნას მისი მფლობელის მიერ (მყიდველი) ნებისმიერ დროს მისი მოქმედების დროის ამოწურვამდე. ეეროპული ოფციონი ახასიათებს ოფციონურ კონტრაქტს, რომელიც შეიძლება რეალიზებული იქნას მისი მფლობელის (მყიდველის) მიერ მხოლოდ წინასწარ განსაზღვრულ დღეს (ოფციონის შესრულების თარიღი).

გამოდის რა როგორც მონაწილე ოფციონურ საინვესტიციო ბაზარზე, საწარმოს შეუძლია განახორციელოს მასზე შემდეგი ძირითადი სახის გარიგებები:

- ოფციონური გარიგება „კოლ“ ოფციონური კონტრაქტის შესყიდვაზე. ასეთი გარიგება ხასიათდება როგორც მყიდველის მიერ გრძელი პოზიციის „კოლ“-ის გახსნა (გრძელი „კოლი“). მოგება ამ გარიგებიდან შეიძლება მიღებული იქნას მყიდველის მიერ მხოლოდ შესაბამის საბაზრო საინვესტიციო აქტივზე ფასების ზრდის ტენდენციის შემთხვევაში დროის განსაზღვრულ პერიოდში. თუ კი ფასების დინამიკისათვის დამახასიათებელია საპირისპირო ტენდენცია, მყიდველს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით გარიგების შესრულებაზე უარის თქმის სახით. (მისი მაქსიმალური რისკი ამ შემთხვევაში შეზღუდულია იმ პრემიის სიდიდით, რომელსაც იხდის ოფციონური კონტრაქტის გამყიდველია;

  ოფციონური გარიგება ოფციონური კონტრაქტით „პუტ“. ასეთი გარიგება ასევე ხასიათდება როგორც მყიდველის მიერ გრძელი პოზიციის გახსნა (ამ შემთხვევაში — გრძელი „პუტ“-ი). მოგება ასეთი გარიგებიდან შეიძლება მიღებულ იქნას მყიდველის მიერ მხოლოდ ფასების შემცირების ტენდენციის პირობებში შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის პირობებში დროის განსაზღვრულ პერიოდში (ამ ფასების ზრდის პირობებში მყიდველს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით უარი თქვას გარიგების შესრულებაზე);

  ოფციონური გარიგება „კოლ“ ოფციონური კონტრაქტის გაყიდვაზე. ასეთი გარიგება ასევე ხასიათდება მყიდველის მიერ მოკლე „კოლ“ ოფციონის პოზიციის გაყიდვით (მოკლე „კოლ“). მოგება გამყიდველის გარიგების მიხედვით შეიძლება მიღებული იქნას ფასების შემცირების ტენდენციის პირობებში შესაბამისი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის მიხედვით დროის განსაზღვრულ პერიოდში. ოფციონის მყიდველის უარის უფლების გათვალისწინებით გარიგების შემსრულებლის წინაშე. ეს მოგება იზღუდება, როგორც წესი, მიღებული პრემიის სიდიდით;

  ოფციონური გარიგება ოფციონური „პუტ“ კონტრაქტის გაყიდვაზე. ასეთი გარიგება ხასიათდება როგორც გამყიდველის მიერ მოკლე „პუტ“ ოფციონს გახსნა (მოკლე „პუტ“-ი). მოგება ასეთი გარიგების მიხედვით (პრემიის ოდენობით) გამყიდველს მოუტანს მხოლოდ ფასების ზრდის ტენდენციის შემთხვევაში შესაბამის საბაზისო საინვესტიციო აქტივზე.

4. სვოპური გარიგება (გარიგება „სვოპ"-ი) swap transavtion) ახასიათებს შეთანხმებას ორ ან მეტ საინვესტიციო ბაზრის მონაწილეს შორის სხვადასხვა სახის სამომავლო გადახდების გაცვლის ჩატარების შესახებ ურთიერთხელსაყრელობის პირობებში. ასეთი გარიგებები ხორციელდება მხოლოდ არაორგანიზებული საინვესტიციო ბაზრის სისტემაში. ამ გარიგებების განმასხვავებელი ნიშანია მათი განხორციელება დროის ხანგრძლივ პერიოდში. ისინი რეალიზდება რამდენიმე თვიდან დაწყებული ათი და მეტი წლის ვადით. სვოპური გარიგებები ხორციელდება როგორც უშუალოდ ორ სამეურნეო სუბიექტს შორის, ასევე კომერციული ბანკების შუამავლობით.

სვოპური გარიგებების განხორციელების ინსტრუმენტია კონტრაქტი „სვოპი" (ან უბრალოდ „სვოპი"). იგი დგება სვოპური გარიგებების მონაწილეების მიერ საერთაშორისო და ეროვნული სტანდარტების რეკომენდაციების შესაბამისად. ამ კონტრაქტის ძირითადი პარამეტრები განისაზღვრება სვოპი-ს სახით, რომელიც ასახავს გარიგების საგანს.

თანამედროვე პრაქტიკაში შედარებითი გავრცელება ჰპოვეს სვოპის შემდეგმა ძირითადმა სახეებმა (ნახ. 13.8).



ნახ. 13.8 სვოპის ძირითადი სახეები, რომლებიც ასახავენ სვოპურ გარიგებას

სავალუტო სვოპი ახასიათებს სამომავლო გადახდების გაცვლას გარიგების მონაწილებს შორის უცხოურ ვალუტაში. სავალუტო სვოპის ჩარჩოებში საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპური გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

- უცხოური ვალუტის ყიდვა შესყიდვა „სვოპი" პირობებში კონტრაქტის ამჟამდროული დადებით მის გაყიდვაზე დროის გარკვეული პერიოდის შემდეგ „ფორვარდის" პირობით;
  უცხოური ვალუტის გაყიდვა „სვოპი" პირობებით კონტრაქტის იმავდროული დადებით მის შესყიდვაზე გარკვეული პერიოდის შემდეგ „ფორვარდის" პირობით;
  ერთი უცხოური ვალუტის გაცვლა მეორეზე ახლანდელ პერიოდში კონტრაქტის იმავდროული დადებით შებრუნებით გაცვლაზე მომავალ პერიოდში.

საპროცენტო სვოპი/ან ფინანსური ვალდებულებების „სვოპი" ახასიათებს მომავალი გადახდების გაცვლას გარიგების მონაწილეებს შორის, რაც დაკავშირებულია კრედიტების მოზიდვასა და მომსახურებასთან. ობლიგაციების ემისიასთან და მომსახურებასთან და ა.შ. (თვითონ საპროცენტო სვოპი ასეთი საკრედიტო შეთანხმებისას არ არის). ასეთი გაცვლის ეფექტიანობა გარიგების ყოველი მონაწილის მიხედვით განისაზღვრება იმით, რომ კრედიტუნარიანობის დონის სხვადასხვაობის გამო (მათი საკრედიტო რეიტინგით) ისინი აყალიბებენ ფინანსურ ვალდებულებებს თავიანთ საინვესტიციო ბაზრებზე პროცენტის სხვადასხვა დონის პირობებში (სხვადასხვა ღირებულების ნასესხები სახსრების მოზიდვა). გადახდების სახეების გაცვლა ვალის მომსახურების მიხედვით შესაძლებელს ხდიან გარკვეულ პირობებში მიიღონ ეკონომიკური სარგებელი ორივე პარტნიორმა სვოპური გარიგების პირობებში.

საპროცენტო სვოპის ჩარჩოებში (საფინანსო ვალდებულებების სვოპი) საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპების გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

- ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით ფიქსირებული განაკვეთით ვალდებულებებზე პროცენტების გადახდით მცურავი განაკვეთით;

ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით მცურავი საპროცენტო განაკვეთით ვალდებულებებზე პროცენტების გადახდით ფიქსირებული განაკვეთით;
ვალდებულებების გაცვლა პროცენტების გადახდით ერთი სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით ვალდებულებებზე მათი გადახდისას მცურავი საპროცენტო განაკვეთის სხვა სახეების მიხედვით.

საპროცენტო სვოპი შეიძლება მოემსახუროს საწარმოს ფინანსურ ვალდებულებებს როგორც ეროვნულ, ასევე უცხოურ ვალუტაში.

საინვესტიციო აქტივების სვოპი

საინვესტიციო აქტივების სვოპი ახასიათებს სამომავლო შემოსულობების გადახდებს გარიგებების მონაწილეებს შორის მათი კუთვნილი აქტივებიდან (ინვესტიციები, ფასიანი ქაღალდები, დეპოზიტები და ა.შ.). საპროცენტო სვოპისაგან განსხვავებით, რომელიც საშუალებას აძლევს გარიგების მონაწილეებს შეამციროს მოზიდული ნასესხები კაპიტალის ღირებულება, საინვესტიციო აქტივების სვოპი მათ საშუალებას აძლევს გაზარდოს ინვესტიციების შემოსავლიანობა მათი რისკის შესაბამისი გადიდების გარეშე. ასეთი გაცვლის ეფექტიანობა გარიგების ყოველი მონაწილისათვის ასევე განისაზღვრება ყოველი მათგანის შედარებით უპირატესობებით სხვადასხვა საინვესტიციო ბაზარზე.

საწარმოს საინვესტიციო აქტივების სვოპის ჩარჩოებში საწარმოს შეუძლია განახორციელოს სვოპური გარიგებების შემდეგი ძირითადი სახეები:

- ინვესტიციებიდან შემოსულობების გაცვლა ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთებით მათ შემოსულობებზე მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;
  ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლა მცურავი საპროცენტო განაკვეთით მათ შემოსულობებზე მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;
  ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლის ერთი სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით მათ შემოსულობებზე მეორე სახის მცურავი საპროცენტო განაკვეთით;
  ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსულობების გაცვლა ერთ ვალუტაში მათი შემოსულობებზე მეორე ვალუტაში.

საინვესტიციო აქტივების სვოპი შეიძლება მოემსახუროს საწარმოს შემოსავლების სამომავლო შემოსულობებს ინვესტიციებიდან როგორც ეროვნული, ისე უცხოური ვალუტის სხვადასხვა სახეების მიხედვით.

პროლონგაციური და პროლონგაციის უფლების მარეგი მარიგებები

III. გარიგების ვადის გაგრძელების შესაძლებლობების მიხედვით ისინი იყოფა ორ სახეობად: პროლონგაციის უფლებების გარეშე და პროლონგირებული გარიგებები.

გარიგება პროლონგირების უფლების გარეშე ითვალისწინებს ერთ-ერთ სავალდებულო პირობად მის სრულ დასრულებას გათვალისწინებულ კონკრეტულ ვადაში.

პროლონგაციური გარიგება ახასიათებს ვადიან გარიგებას, რომლის ერთ-ერთი პირობაა მისი გაგრძელების შესაძლებლობა. ასეთი შესაძლებლობა ეძლევა, როგორც წესი, ფიუჩერსულ და სვოპურ გარიგებებს.

ფიუჩერსული გარიგებების მიხედვით საბირჟო კონტრაქტის პროლონგაციაზე მოთხოვნა განისაზღვრება ყველაზე მეტად იმით, რომ გარიგების მონაწილის საპროგნოზო მოლოდინი საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების დინამიკასთან მიმართებაში კონტრაქტის მოქმედების ვადის ამოწურვისას არ განისაზღვრა, მაგრამ იგი იმედოვნებს, რომ ისინი რეალიზებული იქნებიან უახლოეს დროში.

არსებობს პროლონგირებული ფიუჩერსული გარიგების ორი სახესხვაობა: რეპორტი და დეპორტი.

რეპორტი ახასიათებს ფიუჩერსული გარიგების პროლონგაციას, რომელიც ორიენტირებულია საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების გადიდებაზე და შემოსავლების მიღებაზე სხვაობის სახით მისი სამომავლო გაყიდვის კურსებსა და მისი შესყიდვის ახლანდელ კურსს შორის.

დეპორტი ახასიათებს ფიუჩერსული გარიგების პროლონგაციას საბაზისო საინვესტიციო აქტივის ფასების დაწევაზე ორიენტაციით და შემოსელის მიღებაზე სხვაობის სახით მისი შესყიდვის ახლანდელ კურსსა და მისი გაყიდვის სამომავლო კურსს შორის.

IV. ფასების დაწესების წესის მიხედვით გამოყოფენ გარიგებებს ვაჭრობების ფასებით (კოტირებები) მისი დადების დღეს, გარიგებები ვაჭრობების ფასების მიხედვით მისი დასრულების დღეს; გარიგებები ვაჭრობების ფასების მიხედვით წინასწარ დათქმულ თარიღის მიხედვით.

გარდა ჩამოთვლილი ძირითადი სიშნებისა, საწარმოს გარიგებები საინვესტიციო ბაზრებზე შეიძლება კლასიფიცირებული იქნას შედარებით უფრო ნაკლებარსებითი ნიშნების მიხედვით: გარიგების ადგილის, გირაოს სახის, განსაკუთრებული პირობების და სხვათა მიხედვით.

13.3. საწარმოთა ძირითადი ოპერაციების დახასიათება ინვესტიციის ბაზარზე

ამა თუ იმ სახის გარიგების დადება ექვემდებარება განსაზღვრული ოპერაციების მიზნების განხორციელებას, რომელთაც საწარმოები ატარებენ საინვესტიციო ბაზარზე.

საწარმოების მიერ საინვესტიციო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციების ქვეშ მოიაზრება ცალკეული მმართველობითი გადაწყვეტილებების რეალიზაცია, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან ინოვაციური რესურსების ფორმირებასთან და გამოყენებასთან ამ ბაზრის სხვადასხვა სახეების სისტემაში, რომელიც უზრუნველყოფს აუცილებელი გარიგებების დადებს პარტნიორებს შორის ინვესტიციური ურთიერთობების მიხედვით.

ინოვაციური მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკაში გამოყოფენ საწარმოთა მიერ სხვადასხვა საბით საინვესტიციო ბაზრებზე განხორციელებული ოპერაციების შემდეგ ძირითად ჯგუფებს (ცხრ. 13.1.):

I. საკუთარი საინვესტიციო რესურსების გარე წყაროებიდან მოზიდვასთან დაკავშირებული ოპერაციები ამ ჯგუფის ერთ-ერთი ძირითადი სახის ოპერაციაა საწარმოს მიერ საკუთარი აქციების ემისია და განთავსება, რომელიც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზრებზე.

აქციების ემისია წარმოადგენს კანონმდებლობით რეგულირებულ პროცედურებს, რომლებიც დაკავშირებულნი არიან ამ სახის კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან. განასხვაევებენ აქციების პირველად და დამატებით ემისიას. აქციების პირველადი ემისია დაკავშირებულია სააქციო საზოგადოების შექმნა და მისი სააქციო კაპიტალის პირველსაწყის ფორმირებასთან. აქციების დამატებითი ემისია შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა საზოგადოების მიერ ადრე გამოშვებული აქციები სრულადაა ანაზღაურებული მათი ნომინალური ფასის მიხედვით.

საკანონმდებლო ნორმები ზედმიწევნით და თანმიმდევრულად არეგულირებენ გადაწყვეტილების მიღების წესს აქციების გამოშვებაზე. მათი სახელმწიფო რეგისტრაციის პროცედურებს, მოთხოვნებს ემისიის პროსპექტის შედგენასთან დაკავშირებით. მათი განთავსების წესს. კერძოდ, აქციების პირველადი ემისიისას განსაზღვრულია მათი განაწილების წესი სააქციო საზოგადოების დამფუძნებლებს შორის საზოგადოების დაარსების ხელშეკრულების შესაბამისად.

აქციების განთავსება, ანუ მათი განსხვავება ემიტენტის მიერ სხვა პირების სასარგებლოდ ხორციელდება მხოლოდ მათი გამოშვების რეგისტრაციის შემდეგ ღია, ან დახურული ხელმოწერის გზით. აქციებზე ღია ხელმოწერა ხორციელდება ღია ტიპის სააქციო საზოგადოების მიერ სააქციო საზოგადოების მიერ საჯარო განცხადების შემდეგ. დახურული ხელმოწერა გულისხმობს აქციების განთავსებას წინასწარ განსაზღვრულ ინვესტორებს შორის მის შესახებ წინასწარ საჯაროდ გამოცხადების გარეშე მასობრივი საინფორმაციო საშუალებების მიერ.

საწარმოთა მიერ სხვადასხვა სახის საინვესტიციო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები

ცხრილი 13.1.

საწარმოთა ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები	საინვესტიციო ბაზრების სახეები				
	საკრედიტო	ფასიანი ქაღალდების	სავალუტო	სადაზღვევო	ოქრო ან სხვა სახის ძვირფასი ლითონი
1. გარე წყაროებიდან საკუთარი საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან დაკავშირებული ოპერაციები		X			
2. გარე წყაროებიდან ნასესხები საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან დაკავშირებული ოპერაციები	X	X	X		
3. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია საინვესტიციო აქტივების გაყიდვასთან მათი გაცვლის ანდა კაპიტალის დეინვესტირების პროცესში	X	X			
4. კაპიტალის ინვესტირების ოპერაციები	X	X	X		
5. საინვესტიციო რისკების დაზღვევის ოპერაციები	X	X	X	X	X
6. სპეკულაციური ოპერაციები	X	X	X		X
7. საარბიტრაჟო ოპერაციები	X	X	X	X	X
8. ოპერაციების სხვა სახეები	X	X	X	X	X

ანდერრაიტერები

აქციების ემისიის განხორციელებაში და მათ განთავსებაში ემიტენტებს ძირითადად ეხმარებიან ანდერრაიტერები. ანდერრაიტერების მიერ გაწეული მომსახურების შემადგენლობაში შედის: ემიტენტების კონსულტირება ემისიის სიდიდესთან დაკავშირებით; აქციების ნომინალისა და ფასების შესახებ; ემისიის განხორციელების დროის განსაზღვრა, დახმარება აქციების განთავსებაში ინვესტორებს შორის და სხვა.

ანდერრაიტინგი შეიძლება განხორციელდეს ემიტენტისაგან მთელი აქციების ან მისი ნაწილი ემისიის შესყიდვის გზით (ამ შემთხვევაში ანდერრაიტერი თავის თავზე იღებს პირველად ბაზარზე აქციების რეალიზაციასთან დაკავშირებულ რისკს) ან აქტიური შუამავლობის გზით ემიტენტსა და ინვესტორებს შორის. (პრინციპით უდიდესი ძალისხმევა). ოღონდ ვალდებულების გარეშე შეისყიდოს ემიტირებული აქციების რაიმე ნაწილი. პირველ შემთხვევაში ანდერრაიტერის შემოსავალი ყალიბდება სხვაობით აქციების განთავსების ფასსა და მათი გამოსყიდვის ფასს შორის. (მას უწოდებენ ანდერრაიტინგული სპრედს ან დისკონტს). ხოლო მეორე შემთხვევაში — წინასწარ დათქმული საზღაური მომსახურების გაწევისათვის. ანდერრაიტინგის ერთ-ერთი თანამედროვე ფორმაა ასევე ანდერრეიტერის მიერ ემიტენტისაგან ხელმოწერაზე ოფციონის შეძენა (ემიტირებული აქციების რეალიზაციასთან დაკავშირებული სიძნელეების შემთხვევაში ანდერრეიტერს შეუძლია ისარგებლოს თავისი უფლებით და უარი თქვას გარიგებაზე).

აქციების ემისიის დიდი ოდენობის პირობებში მისი სრული გამოსყიდვის და განთავსების რისკის განაწილების მიზნით შეიძლება შეიქმნას ანდერრაიტინგული სინდიკატი. ანდერრაიტერების მიერ აქციების გაყიდვა ხორციელდება ჩვეულებრივ აუქციონური ვაჭრობების მექანიზმის მეშვეობით. საკუთარი საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის ოდენობა გარე წყაროებიდან განხილული ოპერაციის პროცესში შედგება ემიტირებული აქციების რეალიზაციის თანხისაგან მათი ნომინალური ღირებუ-

ლების მიხედვით და ემისირებული შემოსავლის თანხისგან სხვაობის სახით ანდერრაიტერების მიერ მათი გაყიდვების სიდიდესა გამოსყიდვით ფასით და ნომინალურ ფასს შორის, მინუს ის ხარჯები, რაც დაკავშირებულია აქციების გამოშვებასთან და განთავსებასთან.

II. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია ნასესხები საინვესტიციო რესურსების მოზიდვასთან გარე წყაროებიდან. ეს ოპერაციები საწარმოს შეუძლია განახორციელოს საკრედიტო ბაზარზე. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და სავალუტო ბაზარზე.

საბანკო კრედიტის მოზიდვა ეროვნულ ვალუტაში

საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა საკრედიტო ბაზარზე საბანკო კრედიტების ეროვნულ ვალუტაში მოზიდვაა. როგორც მოკლევადიანის, ასევე გრძელვადიანისაც. ასეთი კრედიტის მოზიდვის ღირებულება მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია საწარმოს კრედიტუნარიანობის დონეზე (საკრედიტო რეიტინგი), კრედიტის სახეზე, მისი უზრუნველყოფის ხასიათზე და ზოგიერთი სხვა პირობებზე. გარდა ამისა, საწარმოს ოპერაციის ნაწილი საკრედიტო ბაზარზე დაკავშირებულია ნასესხები ფულადი რესურსების მოზიდვასთან, ხასიათდება კრედიტების და სესხების მიღებასთან არასაბანკო საფინანსო დაწესებულებებთან. და ბოლოს, საწარმოს მიერ მოზიდული ფინანსური კრედიტის ერთ-ერთი სახე, ფინანსური ლიზინგი (თანამედროვე განმარტებით ფინანსური ლიზინგი აყალიბებს განსაკუთრებულ სეგმენტს საკრედიტო ბაზარზე, რომელშიც კრედიტი წარმოდგენილია ძირითადი საშუალებების სახით).

საკუთარი ობლიგაციების ემისია და განთავსება

საწარმოს მიერ განხორციელებული ოპერაციების ძირითადი სახეობა ნასესხები საინვესტიციო რესურსების ფორმირების სახით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამოდის საწარმოს მიერ საკუთარი ობლიგაციების ემისია და განთავსება. ობლიგაციების ემისიის პროცესში უნდა განისაზღვროს მოცემული ფასიანი ქაღალდის გამოშვების სიდიდე, სახეობა და ნომინალი გადახდის ფორმები და პროცენტების ოდენობა, დაფარვის პირობები და ვადები, რომლებიც აისახება გამოქვეყნებულ მემორანდუმში. ობლიგაციები შეიძლება გამოუშვან საქციო საზოგადოებებმა, ქონების ძირითადი, მესამე პირების უზრუნველყოფით და ასეთი უზრუნველყოფის გარეშეც. ობლიგაციების განთავსება და ანდერრაიტინგის პირობები ობლიგაციების გაყიდვისას ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე პრაქტიკულად საწარმოს მიერ განხორციელებული აქციებთან დაკავშირებული ანალოგიური ოპერაციების იდენტურია. განხილული ოპერაციის ძირითადი სახეობა, რომელსაც საწარმო ახორციელებს საეალუტო ბაზარზე, არის კრედიტების და სესხების მოზიდვა უცხოურ ვალუტაში. ასეთი კრედიტები შეიძლება მიღებული იქნას საწარმოს მიერ კომერციული ბანკებიდან, არასაბანკო ფინანსური დაწესებულებებიდან და ლიზინგური კომპანიებიდან (ფინანსური ლიზინგის ფორმით), რომლებიც საეალუტო ბაზრის მონაწილეები არიან.

კაპიტალის რეინვესტირება

III. ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია საინვესტიციო აქტივების გაყიდვასთან მათი გაცვლის პროცესში, ანუ კაპიტალის დეზინვესტირება. ოპერაციების ეს ჯგუფი შეიძლება განხორციელდეს საწარმოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, სავალუტო ბაზარზე, ოქროს ბაზარზე ან სხვა ძვირფასი ლითონების ბაზარზე. საწარმოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განხორციელებული განხილული ოპერაციების ძირითადი სახეა ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ცალკეული აქტივების გაყიდვა (აქციები, ობლიგაციები). ეს ოპერაცია შეიძლება გამოწვეული იყოს პორტფელის ცალკეული აქტივების შემოსავლიანობის შემცირებით ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებას ან ემიტენტების სამეურნეო საქმიანობის ნეგატიური შედეგებით, აგრეთვე, საწარმოს გადახდისუნარიანობა დონის ამაღლების აუცილებლობით ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ნაწილის კონვერსიის გზით ფულად ფორმაში. ასეთი ოპერაციები განპირობებულია, როგორც წესი, სალარო გარიგებებით („სვოპ" გარიგებები).

აღნიშნული ოპერაციების შედარებით გავრცელებული სახეობაა სავალუტო ბაზარზე საწარმოს

მიერ ამოღებული ექსპორტიდან მიღებული სავალუტო ამონაგების სავალდებულო გაყიდვა. უცხოური ვალუტის გაყიდვა ასეთი ოპერაციების დროს ჩვეულებრივ ფორმდება სალარო გარიგებების სახით (თუმცა ცალკეული საპროგნოზო სავალუტო შემოსულობები შეიძლება გაიყიდოს ფორსირებული გარიგებების გაფორმებით). ოქროს ბაზარზე და ძვირფასი ლითონების ბაზარზე შეიძლება გაიყიდოს საწარმოს შესაბამისი აუარები, რაც ადრე შექმნილ იქნა ტეზავრაციის მიზნით, საწარმოს ფულად სახსრებზე მოთხოვნის დროის ფაქტორებთან მიმართებაში, რაც აუცილებელია მისი გადახდისუნარიანობის უზრუნველსაყოფად ან საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად. ასეთი გაყიდვა შეიძლება გაფორმდეს სალარო ან ფორვარდული გარიგებებით.

კაპიტალის ინვესტიციების ოპერაციები

IV. ოპერაციების ეს ჯგუფი დიდ როლს ასრულებს საწარმოს საბაზისო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის საქმეში. საწარმოს ამ ოპერაციების დიაპაზონი საინვესტიციო ბაზარზე სავსებით ფართოა. საწარმოს ოპერაციები ფინანსური ინვესტიციების მიხედვით ხორციელდება საკრედიტო ბაზარზე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და სავალუტო ბაზარზე.

საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების ძირითადი სახეობა საკრედიტო ბაზარზე არის დეპოზიტური ანაბრები ეროვნულ ვალუტაში. ისინი შეიძლება იყოს როგორც მოკლევადიანი, ასევე გრძელვადიანი. ასეთი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობა განისაზღვრება სადეპოზიტო საპროცენტო განაკვეთის სიდიდით პროცენტების გადახდის პერიოდულობით და რიგი სხვა პირობებით.

შედარებით გავრცელებული ოპერაციების სახეობა, რასაც საწარმო ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, არის კაპიტალის ინვესტირება სხვადასხვა სახის საფონდო ინსტრუმენტებში (აქციები, ობლიგაციები და სხვა). ასეთი ინვესტირების პროცესში საწარმო აყალიბებს ფასიანი ქაღალდების მისთვის საჭირო და აუცილებელ პორტფელს მისი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდობის კრიტერიუმების მიხედვით. ასეთი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობა განისაზღვრება ერთის მხრივ, პორტფელის ცალკეული სახეობის ფასიანი ქაღალდის საკურსო ღირებულების ზრდით, ხოლო მეორეს მხრივ, დივიდენდების და პროცენტების თანხის მიღებით.

სავალუტო ბაზარზე საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების ძირითადის სახეობაა დეპოზიტური ანაბრები უცხოურ ვალუტაში. ასეთი ოპერაციების განხორციელების მექანიზმი მათი განხორციელების ანალოგიურია საკრედიტო ბაზარზე.

საინვესტიციო რისკების დაზღვევის ოპერაციები

V. ასეთი ოპერაციების ჩატარების შესაძლებლობა საწარმოს აქვს ყველა სახის საინვესტიციო ბაზრებზე ყოველგვარი გამონაკლისის გარეშე. ამ ბაზარზე მოცემული ჯგუფის ძირითადი ოპერაციებია საინვესტიციო ინსტრუმენტების დივერსიფიკაცია, ფასისმიერი (საკურსო) რისკების ჰეჯირება, ასევე ქონების (აქტივების) და პასუხისმგებლობათა პირდაპირი დაზღვევა.

საინვესტიციო ინსტრუმენტების დივერსიფიკაცია შესაძლებელს ხდის არსებითად შემცირდეს არასისტემური (სპეციფიკური) რისკების დონე, რაც გენერირებას უკეთებს ემიტენტი საწარმოებისა და საფინანსო ინსტიტუტების არაეფექტიან საქმიანობას.

დივერსიფიკაციის პროცესი გულისხმობს ინვესტიციური ინსტრუმენტების სახესხვაობათა რიცხვის გაფართოებას მისი დეპოზიტური, საინვესტიციო, სავალუტო და რიგი სხვა სახის პორტფელების შემადგენლობაში. დივერსიფიკაციის შესაძლებლობები განისაზღვრება საინვესტიციო ინსტრუმენტების (საინვესტიციო მომსახურება და პროდუქტები) სახესხვაობების რიცხვით, რომლებიც აქტიურად მიმოიქცევიან ამა თუ იმ ხარისხის საინვესტიციო ბაზარზე.

რისკების ფასისმიერი (საკურსო) ჰეჯირება ეფუძნება საწარმოო ფინანსური ინსტრუმენტების - ფიუჩერსების, ოფციონების, სვოპების, ასევე ფორვარდული გარიგებების გამოყენებას. ფასისმიერი (საკურსო) რისკების ჰეჯირება (დაზღვევა) მიმართულია საწარმოს ზარალის შედეგების თავიდან აცილებაზე. ფასების ცვლილების არახელსაყრელი გავლენისაგან ცალკეულ საინვესტიციო აქტივებზე, საპროცენტო განაკვეთები, სავალუტო კურსები და ა.შ. ახორციელებს რა ფასისმიერი (საკურსო) რისკების დაზღვევის ოპერაციებს, საწარმო გამოდის ბაზარზე როგორც „ჰეჯერი".

შედარებით რთულია ნებისმიერი რისკის ჰეჯირება ფიუჩერსების გამოყენებით. ასეთი ოპერაცია მოითხოვს განხორციელდეს სამი სახის საბირჟო ოპერაცია:

- საინვესტიციო აქტივის ყიდვა (გაყიდვა) მიწოდებით მომავალ პერიოდში (გარიგება „ფორვარდი");
- ფიუჩერსული კონტრაქტების გაყიდვა (და შესაბამისად ყიდვა) იგივე (ანალოგიური) რაოდენობის საინვესტიციო აქტივებზე;

პოზიციების ლიკვიდაცია ფიუჩერსული კონტრაქტების მიხედვით ოფსეტური გარიგების დადების გზით.

საბირჟო გარიგებების პირველი ორი სახე ხორციელდება ფასისმიერი რისკის დაზღვევის ოპერაციის საწყის სტადიაზე, ხოლო მესამე სახე - დასრულების სტადიაზე ჰეჯირების ოპერაციის ტიპი ეფუძნება იმას, რომ თუ კი მისი მონაწილე განიცდის ფინანსურ დანაკარგებს საბირჟო ფასების ცვლილებისაგან, როგორც რეალური საინვესტიციო აქტივების გამყიდველი, მაშინ იგი მოიცავს იგივე ოდენობით როგორც ფიუჩერსული კონტრაქტების მყიდველი იგივე ოდენობის აქტივების მიხედვით და პირიქით.

ამასთან დაკავშირებით საფონდო (სავალუტო) ბაზარზე, ბირჟაზე განასხვავებენ ფასისმიერი (საკურსო) რისკის დაზღვევის ორ სახეს - შესყიდვების ჰეჯირება და გაყიდვების ჰეჯირება. შესყიდვების ჰეჯირება ითვალისწინებს საბირჟო ოპერაციების, რომლის პროცესში რეალური საინვესტიციო აქტივების გამყიდველი, რომელიც დებს გარიგებას მათ გაყიდვაზე, ამავდროულად ახორციელებს ფიუჩერსული კონტრაქტების შესყიდვას ამ აქტივების ანალოგიურ რაოდენობაზე. გაყიდვების ჰეჯირება ხასიათდება ოპერაციის საპირისპირო მიმართულებით - რეალური საინვესტიციო აქტივების შესყიდვა და ფიუჩერსული კონტრაქტების შესაბამისი გაყიდვებით.

ჰეჯირების ანალოგიური მექანიზმი დამახასიათებელია სვოპური გარიგებების გამოყენებისათვის.

რაც შეეხება ოფციონურ გარიგებებს, აქ ფასისმიერი რისკის დაზღვევა იზღუდება გადახდილი (მიღებული) ოფციონური პრემიის სიდიდით.

ქონების (აქტივების) და პასუხისმგებლობის პირდაპირი დაზღვევა ხორციელდება სადაზღვეო ბაზრის სისტემაში - მას ახორციელებენ სპეციალიზებული და უნიკალური სადაზღვეო კომპანიები.

სპეკულაციური ოპერაციები

VI. ასეთი ოპერაციები მიმართულია მოგების მიღებაზე ფასების ცვლილების ხარჯზე ცალკეულ საინვესტიციო აქტივზე, საკრედიტო ბაზრებზე, საპროცენტო განაკვეთებზე, უცხოური ვალუტის კურსებზე დროის მოცემულ პერიოდში. დროის დიაპაზონი, რომლის დროსაც შეიძლება განხორციელდეს სპეკულაციური ოპერაციები, ძალზე ფართოა იგი შეიძლება იყოს რამდენიმე საათი ერთი სავაჭრო სესიის განმავლობაში ბირჟაზე რამდენიმე თვემდე და რამდენიმე წელიც.

საინვესტიციო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციებიდან ყველაზე რთული სპეკულაციური ოპერაციებია. ისინი მოითხოვენ საინვესტიციო ბაზრის მექანიზმის სიღრმისეულ ცოდნას მისი პროგნოზირების უნარს ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საბირჟო გარიგებების განხორციელების ტექნიკის ფლობით და ა.შ. სწორედ ამ ოპერაციებს შეუძლიათ მოიტანონ შედარებით მნიშვნელოვანი მოგება საინვესტიციო ბაზარზე, მაგრამ მათი წარუმატებლობის შემთხვევაში მათ შეუძლიათ მოიტანონ ასევე საგრძნობი ფინანსური დანაკარგები. ამ ოპერაციების სირთულის გამო და ასევე იმის გამო, რომ დიდია მოითხოვნა მათი ჩატარების პროფესიონალიზმისადმი, ეკონომიკის რეალური სექტორის საწარმოები ძალზე იშვიათად გამოდიან საინვესტიციო ბაზრებზე „სპეკულანტების" როლში, რაც რა თქმა უნდა, არ გამორიცხავს მათი განხორციელების შესაძლებლობებს საწარმოში მაღალპროფესიული საინვესტიციო მენეჯერებიც და „სარისკო კაპიტალის" გარკვეული ოდენობის პირობებში.

სპეკულაციური ოპერაციების განხორციელების ინსტრუმენტად შეიძლება გამოიცდეს პრაქტიკულად ყველა სახის ვადიანი გარიგება საინვესტიციო ბაზარზე — ფორვარდული, ფიუჩერსული, ოფციონური, სვოპური. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ გარიგებათა ეს სახეები ასახავენ ფასების ცვლილების პროგნოზირების შედეგებს სხვადასხვა საინვესტიციო აქტივებზე. შესაბამისად, სპეკულაციური ოპერაციები შეიძლება განხორციელდეს საინვესტიციო ბაზრის ყველა სახეობაზე.

ამასთან, ამ ოპერაციების სპეკულანტი მონაწილეები შეიძლება თამაშობდნენ როგორც ფასების გაზრდაზე (გამოვიდნენ „ხარების" როლში), ასევე ფასების შემცირებაზე (გამოვიდნენ „დათვების" როლში).

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში საინვესტიციო ბაზარი მონაწილეთა სპეკულაციური ოპერაციები ასრულებენ რიგ პოზიტიურ ფუნქციებს. ისინი, ხელს უწყობენ, კერძოდ:

- საინვესტიციო ბაზრის კონიუნქტურის მეთოდური აპარატის პროგნოზირების სრულყოფას. ამ პროგნოზირებისათვის ფართო ინფორმაციის მოზიდვის სხვადასხვა წყაროებიდან;
  ფასების გამოთანაბრებად სტაბილიზაცია საინვესტიციო ბაზრებზე, მათი დაუსაბუთებელი რყევების ხელისშეშლა სუბიექტური ფაქტორების გაულენით;
- ინვესტიციური რესურსების გადანაწილებას დროის მიხედვით;
- ჰეჯირების მექანიზმის განხორციელებას ვინაიდან პეჯერების რისკს სპეკულანტები თავის თავზე იღებენ.

ასე რომ, შეიძლება დაეასკვნათ შემდეგი, სპეკულაციური ოპერაციების განხორციელებიდან მიღებული მოგება საინვესტიციო ბაზარზე არის თავისებური გადასახდელი გაღებული საინვესტიციო რისკების საპასუხოდ, რაც დაკავშირებულია დროში ფასების (პროცენტების, კურსების) ცვლილებებთან.

საარბიტრაჟო ოპერაციები

VII. ამ ჯგუფის ოპერაციები მიმართულია მოგების მიღებაზე ფასებზე სხვაობის სახით სხვადასხვა ბაზრებზე ცალკეული საინვესტიციო ინსტრუმენტის მიხედვით. თავისი ეკონომიკური არსით ისინი ასევე არიან სპეკულატიური სახის ოპერაციები. მაგრამ ადრე განხილული ოპერაციებისაგან განსხვავებით, ემყარებიან არა ფასების ცვლილების პროგნოზულ დინამიკას, არამედ უპირატესად მათ სტატისტიკას. საარბიტრაჟო ოპერაციების განხორციელების მექანიზმი მდგომარეობს პოზიციების გახსნაში ორ ან რამდენიმე ბაზარზე, რომელზეც ფიქსირდება ერთი დასახელების საინვესტიციო ინსტრუმენტებზე სხვადასხვა ფასები.

საარბიტრაჟო ოპერაციის შედარებით მარტივი და გავრცელებული ფორმაა ე.წ. „გავრცობილი არბიტრაჟი" [spacial arbitrage], რომლის პროცესშიც გამოიყენება ფასების დონეებს შორის სხვაობა ერთიდაიგივე დასახელების საინვესტიციო ინსტრუმენტებზე ცალკეულ რეგიონულ ბაზრებზე. რამდენადაც არბიტრაჟული გარიგებები (ფინანსური აქტივების შესყიდვაზე „იაფ" ბაზარზე და მათი გაყიდვა „ძვირ" ბაზარზე) ხორციელდება დროის ძალზე მოკლე დროში (პრაქტიკულად ერთდროულად), არბიტრაჟებს უფლება აქვს და შეუძლია ამ მიზნით გამოიყენოს ნასესხები კაპიტალი მოკლე ვადით (ე.ი. მინიმუმამდე დაიყვანოს მის გამოყენებასთან დაკავშირებული ხარჯები), და ამავდროულად არსებითად შეამციროს ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებული რისკი. (ამ რისკის დონე უმნიშვნელოა სპეკულაციური ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებულ რისკთან შედარებით).

ასე რომ, არბიტრაჟების მოგება შეიძლება მიღებული იქნას იმ პირობით, რომ სხვაობა ფასებს შორის საარბიტრაჟო ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებით ზრდის ხარჯებს, დაკავშირებულს კაპიტალის მოზიდვასთან და გამოყენებასთან, ასევე ტრანსაქციონერულ ხარჯებს არბიტრაჟულ გარიგებებთან მიმართებაში.

გავრცობილ არბიტრაჟთან ერთად საინვესტიციო ბაზარზე ოპერაციების ეს ჯგუფი მოიცავს ასევე „დროებით არბიტრაჟს", არბიტრაჟს კომბინაციური ფინანსური ინსტრუმენტებით და მის სხვა სახეებს.

ოპერაციების სხვა სახეები

VIII. ასეთი ოპერაციების რიცხვს მიეკუთვნება ოპერაციები, რომლებიც განპირობებულია საწარმოთა გარიგებებით ფინანსურ ბაზრებზე. მათ მიეკუთვნება:

- საინვესტიციო აქტივების რესტრუქტურიზაცია;
- ფინანსური ვალდებულებების რესტრუქტურიზაცია;
- საწარმოთა რეორგანიზაცია (შერწყმა, გაერთიანება, განსახელმწიფოებრიობა) და რიგი სხვები;

საწარმოს ძირითადი ოპერაციები საინვესტიციო ბაზარზე გვიჩვენებს, რომ ისინი შეადგენენ საინვესტიციო მენეჯერების საქმიანობის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მიმართულებას მისი საბაზრო ღირებულების გადიდების უზრუნველყოფის მიმართულებით.

მეთოთხმეტე თავი. საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მექანიზმი საბაზრო ეკონომიკაში

14.1. ინვესტიციის ბაზარი, როგორც საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების საშუალება

ნებისმიერი ტიპის ეკონომიკაში საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელება მთელი რიგი პირობების არსებობას მოითხოვს, რომელთაგან ძირითადია: საინვესტიციო სფეროს ფუნქციონირებისათვის საკმარისი სარესურსო პოტენციალი; საჭირო მასშტაბებით საინვესტიციო საქმიანობის უზრუნველყოფის უნარის მქონე ეკონომიკური ობიექტების არსებობა; საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტებად საინვესტიციო რესურსების ტრანსფორმირების მექანიზმი.

საბაზრო მეურნეობაში საინვესტიციო საქმიანობა ხორციელდება ინვესტიციის ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით. იგი წარმოადგენს საინვესტიციო საქმიანობის იმ ცალკეულ ობიექტებს შორის ურთიერთობათა ფორმას, რომლებიც დამოუკიდებლად იღებენ ეკონომიკურ გადაწყვეტილებებს.

ინვესტიციის ბაზარი რთული და დინამიკური ეკონომიკური მოვლენაა, რომლის მდგომარეობის დამახასიათებელი ძირითადი ელემენტებია საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება, კონკურენცია და ფასი.

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პირობები

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პირობები საბაზრო ეკონომიკაში იძენენ სპეციფიკურ ფორმებს, რომლებიც ასახავენ ინვესტიციების სუბიექტების ურთიერთმოქმედების თავისებურებებს საბაზრო ურთიერთობათა სისტემაში და გვევლინებიან როგორც:

- მნიშვნელოვანი საინვესტიციო კაპიტალის არსებობა, რომელსაც საკუთრების ფორმებით დიფერსიფიცირებული სტრუქტურა აქვს. ამ სტრუქტურას ახასიათებს კერძო საინვესტიციო კაპიტალის სიჭარბე სახელმწიფო კაპიტალთან შედარებით;

  საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მრავალფეროვნება საკუთრების ურთიერთობათა და ინსტიტუციური ორგანიზაციის ასპექტით, სახელმწიფოსა და კერძო ინვესტორების ფუნქციების დანაწილება საინვესტიციო პროცესში, საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების უნარის მქონე საფინანსო შუამავლების განშტოებული ქსელის არსებობა;

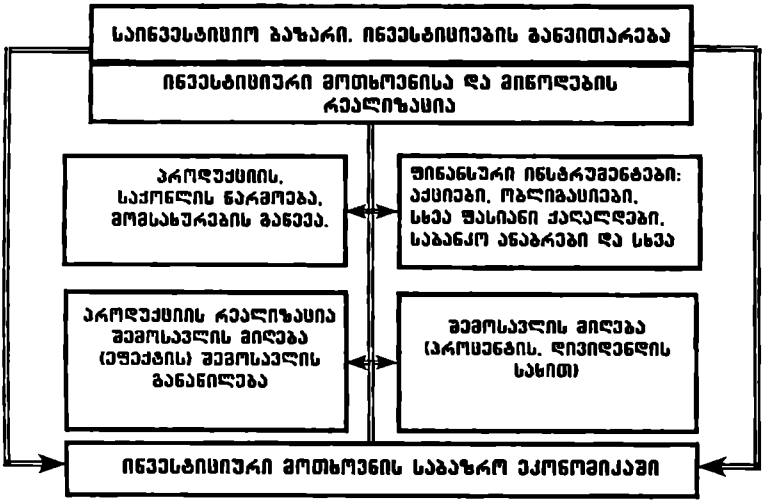
  საინვესტიციო საქმიანობის იმ ობიექტების განვითარებული მრავალსეგმენტიანი ბაზრის არსებობა, რომლებიც საინვესტიციო საქონლის ფორმით გამოდიან;

  საინვესტიციო კაპიტალის განაწილება ინვესტირების ობიექტების მიხედვით, რაც ინვესტიციების მიმზიდველობის შეფასების ეკონომიკური კრიტერიუმების შესაბამისად ხდება ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით.

საქართველოს ეკონომიკაში საბაზრო ურთიერთობათა დამკვიდრების პროცესში საბაზრო ელემენტები საინვესტიციო სფეროშიც ყალიბდება. საინვესტიციო სფეროს და მისი განუყოფელი შემადგენელი ნაწილის – ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მდგომარეობისა და პერსპექტივების შეფასების დროს ჩვენს ქვეყანაში მიზანშეწონილია გაეანალიზოთ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების ძირითადი პირობები და საბაზრო მეურნეობაში მისი განვითარების არსებითი ტენდენციები. ეს მოითხოვს საბაზრო ეკონომიკაში საინვესტიციო პროცესის ფუძემდებლური მახასიათებლების და ინვესტიციის ბაზრის თანამედროვე მოდელების ფუნქციონირების მსოფლიო გამოცდილების შესწავლას.

ჩვენი აზრით, ინვესტიციის ბაზარი უნდა განვიხილოთ საინვესტიციო საქმიანობის იმ სუბიექტების ურთიერთმოქმედების ფორმად, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების პერსონიფიცირებას ახდენენ. მას ახასიათებს მოთხოვნის, მიწოდების, ფასების დონის, კონკურენციისა და რეალიზაციის მოცულობების გარკვეული თანაფარდობა. ინვესტიციის ბაზრის მეშვეობით საბაზრო ეკონომიკაში ხორციელდება ინვესტიციების წრებრუნვა, საინვესტიციო რესურსების (საინვესტიციო

მოთხოვნა) გარდასახვა იმ დაბანდებებად, რომლებიც განსაზღვრავენ კაპიტალური ღირებულების მომავალ ზრდას (რეალიზებული საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება). ამ დროს ინვესტიციების მოძრაობა შემდეგი სქემით მიმდინარეობს (ნახ. 14.1).



ნახ. 14.1 ინვესტიციის მოძრაობა საბაზრო ეკონომიკაში

ერთმანეთისგან განასხვავებენ პოტენციურ და რეალურ საინვესტიციო მოთხოვნას. პოტენციური საინვესტიციო მოთხოვნა ასახავს ეკონომიკური სუბიექტების მიერ აკუმულირებულ იმ შემოსავლის სიდიდეს, რომელიც ინვესტირებაზე შეიძლება წარიმართოს და პოტენციურ საინვესტიციო კაპიტალს შეადგენს. რეალური საინვესტიციო მოთხოვნა ახასიათებს მეურნე სუბიექტების ნამდვილ მოთხოვნას ინვესტირებაზე და წარმოადგენს იმ საინვესტიციო რესურსებს, რომლებიც უშუალოდაა განკუთვნილი საინვესტიციოდ. ესაა დაგეგმილი, ანუ განზრახული ინვესტიციები.

საინვესტიციო მიწოდება შეადგენს ყველა ფორმის ინვესტირების ობიექტების ერთობლიობას: ახლად შექმნილი და რეკონსტრუირებული ძირითადი ფონდები, საბრუნავი სახსრები, ფასიანი ქაღალდები, სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია, ქონებრივი და ინტელექტუალური უფლებები და სხვა. საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტები წარმოადგენს მოთხოვნას საინვესტიციო კაპიტალზე. საინვესტიციო კაპიტალი და საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტები, რომლებიც საინვესტიციო საქონლის ფორმით გამოდიან, ხორცს ასხამენ საინვესტიციო მოთხოვნასა და მიწოდებას და ინვესტიციის ბაზრის სხვადასხვა, ურთიერთსაპირისპირო პოლუსებზე იმყოფებიან. ანალიზის საწყის პოზიციაზე დამოკიდებულებით, ინვესტიციის ბაზარი ორი ასპექტით შეგვიძლია განვიხილოთ: როგორც ინვესტორების მიერ განთავსებული საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარი და როგორც იმ საინვესტიციო საქონლის ბაზარი, რომელიც ინვესტორების დაბანდებათა ობიექტს წარმოადგენს. ამ მიდგომას განაპირობებს ინვესტიციების ზემოგანხილული ორმაგი ხასიათი, რომლებიც, ერთი მხრივ, რესურსებად გვევლინება (საინვესტიციო კაპიტალი), ხოლო, მეორე მხრივ, დაბანდებებია (საინვესტიციო საქონელი), და ასახავს ინვესტიციების ხსენებული სპეციფიკის გამოვლინებას საბაზრო პირობებში.

ინვესტიციების მოძრაობა ბაზარზე

საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარზე ხორციელდება ინვესტიციების მოძრაობა. მას ახასიათებს საინვესტიციო კაპიტალის მიწოდება გამყიდველების როლში გამოსული ინვესტორების მხრიდან და ინვესტიციებზე მოთხოვნა მყიდველების როლში გამოსული საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების მხრიდან. საინვესტიციო კაპიტალს შეადგენს კაპიტალურ ფასეულობათა ელემენტები, რომლებსაც შეიძლება ჰქონდეს როგორც მატერიალური, ისე ფულადი ფორმა. ინვესტიციების ფორმათა მრავალფეროვნების მიუხედავად, ყველა ისინი კაპიტალის დაგროვების შედეგია. ინვესტიციების გაცელა საინვესტიციო კაპიტალის ბაზარზე მიმდინარეობს მათგან მომავალში მოსალოდნელი უკუგებიდან გამომდინარე, რომელიც არსებულ შემოსავალს უნდა აღემატებოდეს.

საინვესტიციო საქონლის ბაზარი გულისხმობს საინვესტიციო საქმიანობის ობიექტების გაცელას. ამ ბაზარზე საინვესტიციო მოთხოვნას ამყარებენ საინვესტიციო საქონლის მყიდველების როლში მყოფი ინვესტორები, ხოლო საინვესტიციო მიწოდებას ასრულებენ საინვესტიციო საქონლის მწარმოებლები ან საინვესტიციო საქმიანობის სხვა მონაწილეები, რომლებიც ინვესტორებისათვის დაბანდებათა ობიექტების გამყიდველებად გვევლინებიან.

საინვესტიციო ობიექტების თავისებურებები

საინვესტიციო დაბანდებათა ობიექტები განსაკუთრებული სახის საქონელია, რომლებიც კაპიტალური ქონების ელემენტებადაა წარმოდგენილი. სამომხმარებლო საქონლისგან განსხვავებით მათ იყენებენ ეკონომიკური საქმიანობის ამათუ იმ სფეროში პერსპექტივაში შემოსავლის (ეფექტის) მიღების მიზნით. ისევე, როგორც ინვესტიციებს. ისინი შეიძლება არსებობდნენ მატერიალური ფორმით (ფიზიკური კაპიტალის ელემენტები), ფულადი ფორმით (ფული, მიზნობრივი ფულადი ანაბრები, პაი, ფასიანი ქაღალდები), აგრეთვე, მატერიალურ-ფულადი ფორმითაც (ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალი, სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია და ა.შ.). მათი განმაზოგადებელი მახასიათებელია შემოსავლის მოტანის უნარი.

გარკვეული სახის ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს საწარმოო სფეროში მათი ჩაბმულობის გამო უშუალოდ მიმოქცევა არ შეუძლია ინვესტიციის ბაზარზე. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ბაზარზე, ჩვეულებრივ, ხდება მათი შენაცვლება საკალო ვალდებულებებით ან კაპიტალის დაბანდების შესახებ მოწმობებით, რომლებიც შემოსავლის მითვისების უფლებას იძლევიან (საკალო და წილობითი ფასიანი ქაღალდებით). ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც რეალური კაპიტალის საფუძველზე აღმოცენდებიან და მისივე წარმომადგენლები არიან, ინვესტიციის ბაზრებზე ბრუნვისას იძენენ დამოუკიდებელ მნიშვნელობას, საკუთარ ფორმებსა და ფუნქციონირების კანონზომიერებებს.

ამასთან, ხდება ინვესტიციების ბაზრის ფუნქციონირების ორი ძირითადი ფორმის გამოყოფა: პირველადის – რეალური კაპიტალის ბრუნვის ფორმით, და მეორადის – რეალური კაპიტალის გადადინების ხელშემწყობი ფინანსური აქტივების მიმოქცევის ფორმით. საზოგადოებრივ კვლაცწარმოებაში სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის როლის ზრდის კვალობაზე წარმოიშობა ინვესტიციების ბაზრის ინოვაციური სეგმენტი, რომელიც უკავშირდება გარკვეული სახის რეალურ არამატერიალურ აქტივებში – სამეცნიერო-ტექნიკურ პროდუქციასა და ინტელექტუალურ პოტენციალში – განხორციელებულ დაბანდებებს.

ინვესტიციებისა და ინვესტიციური საქონლის ფორმების მრავალფეროვნება განაპირობებს ინვესტიციის ბაზრების რთულ სტრუქტურას, რომელთა კლასიფიცირება სხვადასხვა კრიტერიუმების მიხედვით შეგვიძლია მოვახდინოთ. მათი კლასიფიკაციის განმაზოგადებელი ნიშანთვისებაა ინვესტირების ძირითადი ობიექტების გამოყოფა. აქედან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზარი შეგვიძლია განვიხილოთ რეალური და ფინანსური ინვესტირების ობიექტების ბაზრების ერთობლიობად. რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი, თავის მხრივ, მოიცავს მოძრავი და უძრავი ქონების

ბაზარს, ხოლო ფინანსური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი – საფონდო ბაზარს, ფულის ბაზარს და სხვებს.

ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირება მეტად რთული ეკონომიკური მოვლენაა, რადგან მისი ჩამოყალიბება განსხვავებული ხასიათისა და მიმართულების მქონე უძრავი ფაქტორის ზემოქმედებით ხდება. ინვესტიციების ბაზრის მდგომარეობისა და მასშტაბების საერთო მდგომარეობის საბოლოო განმსაზღვრელი მთავარი ფაქტორია ერთობლივი საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირება.

ინვესტიციის ბაზრის თეორიები

ინვესტიციების პრობლემების ანალიზისას დასავლეთის ეკონომიკური თეორიები[1] გამოდიან სრულყოფილი კონკურენციის ბაზრის მოდელიდან, რომელსაც შინაგანად ახასიათებს ინვესტიციური მოთხოვნისა და მიწოდების ცვალებადობა და დისკრეტულობა. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკური აზრის განსხვავებული მიმართულებები არაერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრავენ მიზეზ-შედეგობრივი კავშირების ხასიათს საკვლევ ეკონომიკურ პროცესებში. თუ კეინსური თეორიის საწყისი პუნქტი საინვესტიციო მოთხოვნის ცვალებადობაა, ნეოკლასიკური კონცეფცია და მიწოდების ეკონომიკის თეორია განმსაზღვრელ როლს ანიჭებენ მიწოდებას, მათ შორის – საინვესტიციო რესურსებისა. მაგრამ იმ განსხვავებათა მიუხედავად, რომლებიც კვლევის ობიექტის შერჩევისადმი მიდგომებსა და, ბუნებრივია, ძირითადი საბაზრო კავშირებისა და დამოკიდებულებების ფორმულირებაში არსებობს, ნებისმიერ შემთხვევაში ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების იმ ფუძემდებლურ პირობად, რომელიც მისი დაბალანსებისა და რეგულაციის შესაძლებლობას უზრუნველყოფს, განიხილავენ მოთხოვნისა და მიწოდების უნარს, რეაგირება მოახდინოს ცვალებად საბაზრო ვითარებაზე და მათ დინამიზმს.

14.2. საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება

მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიზმი ინვესტიციის ბაზრის განვითარების ზოგად კანონზომიერებად გვევლინება თავისუფალი კონკურენციის პირობებში. რეალურ ეკონომიკურ სინამდვილეში ამ კანონზომიერების რეალიზაციის შესაძლებლობა დამოკიდებულია ბაზრის მონოპოლიზაციის ხარისხზე. კონკურენციის შეზღუდვის პირობებში, როცა ბაზრის ელემენტებს არსებითად აქვთ დაკარგული მოქნილობა, იგი ტენდენციის სახით ვლინდება.

განხილული კანონზომიერების ანალიზი გულისხმობს ინვესტიციის ბაზარზე წონასწორობის ჩამომყალიბებელი და შემცველი მექანიზმების, აგრეთვე, საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების ცვლილების განმაპირობებელი ფაქტორების მოქმედების გამოვლენას.

საინვესტიციო მოთხოვნის ფაქტორები

როგორც დასავლეთის ქვეყნებში ჩატარებული ფართო თეორიული და პრაქტიკული კვლევების შედეგები მოწმობენ, საინვესტიციო მოთხოვნას ახასიათებს ხშირი ცვალებადობა და მას მთელი რიგი ფაქტორების კომპლექსი აყალიბებს, რომელთა პირობითად შეგვიძლია გამოვყოთ მაკრო- და მიკროეკონომიკური ფაქტორები.

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური მაჩვენებელია წარმოებული ეროვნული პროდუქტის მოცულობა. მისი გადიდება, სხვა თანაბარ პირობებში, საინვესტიციო მოთხოვნის მატებას იწვევს და პირიქით. ამავე მიმართულებით მოქმედებენ მოსახლეობის დაგროვებისა და ფულადი შემოსავლების ცვლილებები. ამასთან, განმსაზღვრელი მნიშვნელობა აქვს არა იმდენად ამ მაჩვენებლების აბსოლუტურ სიდიდეებს, რამდენადაც მათ შეფარდებით

[1] Firer S., Williams M. Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate performance. 2005; Amire E., Lev B., Sougiannis T. What value analysts? http://papers.ssrn.com/sol3; Zambon S. Accounting, financial analysis and audit in the intangible economy. PRISM Final Report. 2003, 31 March და ა.შ.

მნიშვნელობებს: დაგროვებასა და მოხმარებას შორის თანაფარდობას გამოყენებული ეროვნული პროდუქტის ფარგლებში, მიღებული შემოსავლის განაწილებას დაგროვებასა და მოხმარებაზე.

როგორც ცნობილია, დანაზოგებს საბაზრო ეკონომიკაში უწოდებენ შემოსავლის იმ ნაწილს, რომელსაც მოხმარებისთვის არ იყენებენ. ისინი საინვესტიციო რესურსების წყაროა. დანაზოგებისთვის იმ რეალური რესურსების სიდიდე, რომლებიც ეკონომიკაშია მისი განვითარების ყოველ კონკრეტულ ეტაპზე, მეტწილადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ რა პრიორიტეტები უდევს საფუძვლად წარმოებული პროდუქტის განაწილებას – მიმდინარე მოხმარება თუ დაგროვება.

დანაზოგების ნორმის ცვალებადობა და ინვესტიციები

დანაზოგების ნორმის ცვლილება, თავის მხრივ, არსებითად მოქმედებს საზოგადოებრივი პროდუქტის სტრუქტურაში მიმდინარე ცვლილებებზე. დანაზოგების ნორმის შემცირების დროს მიმდინარეობს მოხმარების ზრდა და ინვესტიციების დონის შემცირება, რის გამოც კაპიტალის ამორიცხვა აჭარბებს ინვესტიციებს. ეს არღვევს წონასწორობას ეკონომიკაში. დანაზოგების შემცირების კვალობაზე, ასევე, იკვეცება წარმოების, ინვესტიციებისა და მოხმარების მოცულობები. ხდება წონასწორობათა აღდგენა სხვა ტექნოლოგიურ დონეზე.

დანაზოგების ნორმის გაღიდება ეკონომიკური განვითარების სხვა სცენარს განაპირობებს, რომელსაც ახასიათებს მოხმარების დონის დაქვეითება და ინვესტიციების დონის მომატება. ინვესტიციების გადიდება გარკვეული დროითი დაყის შემდეგ იწვევს კაპიტალის დაგროვებას წარმოებაში. დაგროვებისა და ინვესტიციების დონე მანამ მაღლდება, ვიდრე მიღწეული არ იქნება ოპტიმალური მნიშვნელობა ეკონომიკის მდგრადობის თვალსაზრისით. ამ დროს დანაზოგების ზრდის შედეგად უზრუნველყოფილია მოხმარების უფრო მაღალი დონე.

განვითარებული ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ, სადაც ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნის განხორციელების დროს საზოგადოებაში შექმნილი შემოსავლის მნიშვნელოვან ნაწილს დანაზოგებში წარმართავდნენ და მათ ინვესტიციებად აქცევდნენ, საშუალო სულადობრივი შემოსავლის მაღალ დონეს აღწევდნენ. შეიმჩნევა საკმაოდ მჭიდრო დადებითი კავშირი ინვესტიციებისთვის გამოყენებული საბოლოო პროდუქტის წილსა და საშუალო სულადობრივი შემოსავლის დონეს შორის.

ინვესტიციების დინამიკაზე ანალოგიურად მოქმედებს მოსახლეობის შემოსავლების განაწილება დაზოგვასა და მოხმარებაზე. ჯ.მ. კეინსის ცნობილი დებულება მიღებული შემოსავლის მატების კვალობაზე დანაზოგების ზრდის შესახებ ვერ დაადასტურა ამ სფეროში ჩატარებულმა სტატისტიკურმა გამოკვლევებმა მოხმარებასა და დაზოგვაზე შემოსავლის განაწილების დროს მისი აბსოლუტური სიდიდის სიმცირის შესახებ დასკვნა ჯ. დიუზენბერისა და ფ. მოდილიანის ნაშრომებშიცაა გამოტანილი. ინვესტიციების ზრდა მიიღწევა მიღებულ შემოსავლებში დანაზოგების ხვედრითი წილის გადიდების დროს. ამასთან, დანაზოგების, როგორც საინვესტიციო რესურსის როლი დიდადაა დამოკიდებული ისეთი ფაქტორების გავლენაზე, როგორიცაა „ნაღდი ფულის მზარდი მჯობინება, იმ ინსტიტუციური დანაზოგების სისტემის განვითარება (დაზღვევა, სოციალური დაზღვევა), რომელთა ძირითადი ნაწილი არ ხვდება კაპიტალით დაინტერესებული საწარმოების განკარგულებაში, სახელმწიფოს მზარდი მნიშვნელობა, რომელიც კრედიტის ნაწილს აკონტროლებს". ჩვენი ეკონომიკის თანამედროვე პირობებისთვის დიდი მნიშვნელობის მქონე ამ ფაქტორების ზემოქმედება უფრო დაწვრილებით შემდგომ თავებში იქნება განხილული.

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი ფაქტორები

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მნიშვნელოვნად მოქმედებს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი. ყველაზე უფრო ზოგადი აზრით, ინფლაციის ტემპების დაჩქარება იმ შემოსავლებს აუფასურებს, რომელთა მიღებას ინვესტიციებიდან მოელიან. გარდა ამისა, ინფლაცია ნეგატიურად მოქმედებს ინვესტიციების მოცულობაზე მთელი რიგი მიმართულებებით. გრძელვადიან ასპექტში ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი ძალების შეფერხების გზით, დაგროვებისა და წარმოების გაფართოების

პროცესების შეზღუდვის მეშვეობით, ყველა ფუნქციური ფორმის საწარმოო ფონდების გაუფასურებით, მოგების ინფლაციური დაბეგვრით, წარმოების სფეროდან მიმოქცევის სფეროში ფულადი სახსრების გადადინებით, რეალური შემოსავლებისა და დანაზოგების შეკვეცით, შიდა ბაზრის ტევადობის კლებით და ა.შ. ამიტომ ინფლაციის ტემპებისა და ინფლაციური მოლოდინის მატება წინ ეღობება საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებას, სტიმულს უკარგავს ინვესტიციების გაფართოებას.

საინვესტიციო მოთხოვნის ფორმირება საბაზრო ეკონომიკის პირობებში უკავშირდება ფინანსების ბაზრის ფუნქციონირებას, რომელიც ხელს უწყობს საინვესტიციო კაპიტალის და აგრეთვე, დაბანდებული აქტივებიდან მიღებული შემოსავლების მოძრაობას.

ცალკეული ინვესტიციების დანაზოგების აკუმულირებით საფინანსო საკრედიტო სისტემა საინვესტიციო მოთხოვნის ძირითად კაპიტალს აყალიბებს. ამ დროს განსაკუთრებით მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ ბანკები, რომლებსაც შეუძლიათ გამოიყენონ არამარტო დანაზოგები, არამედ მიმოქცევაში მყოფი ფულადი სახსრებიცა და ემისიაც. საფონდო და საკრედიტო ბაზრის კონიუნქტურა განსაზღვრავს საინვესტიციო დაბანდებათა პირობებს და გაველენას ახდენს ინვესტიციების მოცულობის სტრუქტურაზე. ინვესტირებით მიღებული შემოსავლების საშუალებით, რომლებიც ფინანსურ ბაზარზე დივიდენდისა და პროცენტის ფორმას იღებენ, პოტენციური საინვესტიციო მოთხოვნის კულაწარმოება ხდება, რომლის რეალიზება რეინვესტირების გზით შეიძლება მოხდეს.

საპროცენტო განაკვეთი და ინვესტიციები

ინვესტირების დინამიკაზე არსებით გავლენას ახდენს სახელმწიფოს საპროცენტო და საგადასახადო პოლიტიკა. საპროცენტო და საგადასახადო განაკვეთების რეგულირება საინვესტიციო მოთხოვნაზე სახელმწიფოს მოქმედების ბერკეტად გვეელინება. მოგების გადასახადის შემცირება თანაბარ პირობებში იწვევს საწარმოთა იმ დაგროვებების ხვედრით წილის გადიდებას, რომლებსაც ინვესტირებისათვის იყენებენ.

სასესხო პროცენტის განაკვეთი განსაზღვრავს სასესხო სახსრების ფასს ინვესტირებისათვის. საპროცენტო განაკვეთის შემატება აძლიერებს დანაზოგების მოტივაციას და იმავდროულად ზღუდავს და არარენტაბელურს ხდის ინვესტიციებს. სასესხო პროცენტის განაკვეთის დაწევის დროს ინვესტირება უფრო რენტაბელური აღმოჩნდება, რის გამოც სასესხო პროცენტის განაკვეთის შემცირება ინვესტიციების ზრდას იწვევს და პირიქით. მაგრამ პროცენტის განაკვეთის დაწევას, როგორც ინვესტიციების გააქტიურების ფაქტორს, თავისი ობიექტური საზღვრები აქვს, რადგან ამ დაწევას გარკვეულ ეტაპზე ეკონომიკური აგენტები უფრო მეტად ამჯობინებენ ფულის შენახვას უფრო ლიკვიდური ნაღდი ფორმით (ჯ.მ. კეინსის ლიკვიდურობის თეორია)[1], ამით კი ფართოვდება სახსრების გადადინება ფასიანი ქაღალდების სპეკულაციების სფეროში. ამასთან დაკავშირებით ჩნდება მოცემულ პირობებში საპროცენტო განაკვეთის ოპტიმალური დონის განსაზღვრის პრობლემა, რადგან საპროცენტო განაკვეთის მეტისმეტად აწევას ან დაწევას ზარალი მოაქვს საინვესტიციო აქტივობისთვის. ამგვარად, საინვესტიციო მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის გაველენა მთლიანობაში არაერთგვაროვანია.[2]

მოგების ნორმა და ინვესტიციები

საინვესტიციო მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის გაველენის განსაზღვრა სრული არ იქნება მოსალოდნელი მოგების ნორმასთან მისი შედარების გარეშე. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს არსებით როლს თამაშობს საპროცენტო განაკვეთის არა ნომინალური, არამედ რეალური განაკვეთი, რადგან ინფლაციის ფაქტორი ამახინჯებს ნამდვილ

[1] Кейнс Дж. М. Общая теория занятости и денег. с. 288-300.

[2] მთელი რიგი ემპირიული კვლევების შედეგები გვიჩვენებს, რომ პროცენტის ნორმის ცვლილებაზე ინვესტიციების დინამიკის დამოკიდებულება მკვეთრად გამოხატული ხასიათის არაა (იხ., მაგალითად The Brooklings Quarterly econometric model of the United States. Chicago, 1995).

ორიენტირებს და არის გაუთვალისწინებლად მოსალოდნელი მოგების ნორმასთან სასესხო პროცენტის განაკეთის შედარებისას შესაძლებელია არასწორი შედეგის მიღება.

აღსანიშნავია, რომ მოგება ორმაგ როლს თამაშობს საინვესტიციო საქმიანობაში. იგი, ერთი მხრივ შეგვიძლია განვიხილოთ ინვესტიციების წყაროდ, ხოლო, მეორე მხრივ, ინვესტიცირების მიზნად. თანამედროვე გამოკვლევები, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნის დონისა და დინამიკის მათემატიკური ფორმალიზების რთული ამოცანების გადაწყვეტას, საინვესტიციო მოთხოვნის განსაზღვრული ძირითადი პარამეტრების გამოყენებას უკავშირდება, ადასტურებენ მოგებასა და ინვესტიციებს შორის გარკვეული დამოკიდებულების არსებობას. მაგალითად, აშშ-ის პრეზიდენტთან არსებული ეკონომიკური კონსულტაციების საბჭოს მიერ ჩატარებული ანალიზის შედეგების შესაბამისად, ინვესტირების დინამიკაზე მოქმედი უმნიშვნელოვანესი მაკროეკონომიკური ფაქტორებია:

- წმინდა მოგება და საამორტიზაციო ანარიცხები, რომლებიც მშპ-ის მიმართ არის გაანგარიშებული.
- მოგების ნორმა საამორტიზაციო აქტივების მიმართ (ანგარიშობენ მთლიანი მოგების შეფარდებით საამორტიზაციო ანარიცხებთან და ითვალისწინებენ ფასების და გადახდილი სასესხო პროცენტის ცვლილებას ამორტიზებული აქტივების სიდიდესთან მიმდინარე აღდგენითი ფასებით);
  მოგების ნორმა საკაპიტალო კაპიტალზე გაანგარიშებით (ანგარიშობენ წმინდა მოგების შეფარდებით ძირითადი კაპიტალის ნარჩენი აღდგენითი ღირებულებასთან მიმდინარე ფასებით);
  გამოშვებული აქციების საბაზრო ფასი აქტივების აღდგენითი ღირებულების მიმართ (ანგარიშობენ ჯამური საკაპიტალო კაპიტალის შეფარდებით აქტივების ნარჩენ აღდგენით ღირებულებასთან მიმდინარე ფასებით).

საინვესტიციო ფუნქციები და მოგება

ანალიზის ამოცანებზე დამოკიდებულებით საზღვარგარეთულმა მკვლევარებმა მიიღეს განსაზღვრული საინვესტიციო ფუნქციები, სადაც საინვესტიციო ცვლილების ერთ-ერთი წამყვანი პარამეტრია წმინდა მოგება, მოგების ნორმის დინამიკა ან მოსალოდნელი მოგების სიდიდე. საინვესტიციო ფუნქციები ყველაზე ზოგადი სახით შემდეგნაირად შეიძლება წარმოვადგინოთ:

$$I_t = F\left(I^{t-1}P^{t-1}K^{t-1}\right) \qquad (14.1.)$$

$$I_t = F\left[I^{t-1}, K^{t-1}\left(P^t - N^t + D^t\right)/i^t\right] \qquad (14.2)$$

$$I_t = F\left[\left(V^t - V^{t-1}\right) + I_t^t\right] \qquad (14.3)$$

სადაც, I_t წმინდა ინვესტიციებია;

p_{t-1} - წმინდა მოგების მოცულობა, რომლის დროითი ლაგია t;

p^t-წმინდა მოგების მოცულობა;

K^{t-1} - დაგროვილი ძირითადი კაპიტალი t-ს პერიოდის ბოლოს;

N^t- სახელმწიფოსთვის გადახდილი გადასახადები და ტრანსფერტები მიმდინარე ფასებით;

D^t - საამორტიზაციო ანარიცხების მოცულობა;

i^t - ფასების ინდექსი საინვესტიციო საქონელზე;

V^t - აქციების კურსის საბირჟო კოტირების მაჩვენებელი;

I_t^t - ამორიცხული ძირითადი კაპიტალის შესავსები, აღსადგენი ინვესტიციები.

I^{t-1}- წმინდა ინვესტიციები t-1 პერიოდში;

V^{t-1} - საბირჟო კოტირების მაჩვენებელი t-1 პერიოდში.

(14.1) და (14.2) საინვესტიციო ფუნქციები ახასიათებენ წმინდა ინვესტიციების დამოკიდებულებას წინა პერიოდის ინვესტიციების მოცულობაზე, დაგროვილი ძირითადი კაპიტალის და წმინდა მოგების

სიდიდეზე. კვლევის მიზნებზე დამოკიდებულებით შესაძლებელია მათი შეესაბა და პარამეტრების შემადგენლობაში ისეთი მაჩვენებლის შეყვანა, როგორიცაა ბანკების გრძელვადიანი სესხებზე არსებული პროცენტის განაკვეთი.

(14.1) და (14.2) საინვესტიციო ფუნქციებში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს ეკონომიკაში დაგროვილ ძირითადი კაპიტალის პარამეტრს, რომელიც უარყოფითი უკუკავშირის მქონე საინვესტიციო განტოლებებში შეაქვთ. იგი ასახავს კაპიტალის დაგროვებისა და ჭარბად დაგროვების პროცესებს ეკონომიკური ციკლის განმავლობაში და მათ კავშირს მოგების ნორმის დინამიკასთან. ეს მექანიზმი მიახლოებითი სახით შემდეგში გამოიხატება: მოგების ნორმის ზრდა აქტიურებს საინვესტიციო მოთხოვნას და წმინდა ინვესტიციების გადიდებას, რაც აჩქარებს ძირითადი კაპიტალის ზრდას. ძირითადი კაპიტალის ზრდა გარკვეული დროითი ლაგის შემდეგ ზემოქმედებას იწყებს მოგების ნორმის მისი დაწევის მიმართულებით, რაც, თავის მხრივ, ავიწროებს ინვესტიციებს და ამით ანელებს ძირითადი კაპიტალის მზარდ ტემპებს. ძირითადი კაპიტალის შემცირება წინაპირობას ქმნის ეკონომიკაში მოგების ნორმის შემდგომ ციკლური მატების, რაც მომდევნო ციკლის განვითარებას იწვევს. ამგვარად კაპიტალში ინვესტირების მექანიზმი ახდენს საქმიანი კონიუნქტურის ციკლის გენერირებას და საბაზრო ეკონომიკაში დადებითი უკუკავშირების ერთ-ერთი მექანიზმია.

(14.3) საინვესტიციო ფუნქცია ასახავს ინვესტირების იმ მოდელს, რომელიც მოსალოდნელი მოგების სიდიდიდან იღებს სათავეს. მომავალში მოსალოდნელი მოგების საზომად იყენებენ კომპანიების აქციათა კურსის საბირჟო კოტირებების მაჩვენებელს. იგი წარმოადგენს შესაბამისი კომპანიის შემოსავლების მომავალი ნაკადის მიმდინარე შეფასებას ფასიანი ქაღალდების საბირჟო მაჩვენებლების საფუძველზე. ყველა კერძო კომპანიის აქციათა საბირჟო კოტირებების აგრეგირებული მაჩვენებლის შედეგნის სირთულე განაპირობებს მოცემული საინვესტიციო ფუნქციის გამოყენების საკმაოდ ვიწრო სფეროს-ცალკეული ფირმების დონეზე.

მოსალოდნელი მოგების ნორმა იმ ფაქტორებს ეკუთვნის, რომლებიც საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედებს მიკროეკონომიკურ დონეზე. მასვე უნდა მივაკუთვნოთ ინვესტიციების განხორციელების ხარჯები, მოლოდინები, ტექნოლოგიაში მომხდარი ცვლილებები და სხვა.

მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს მიკროეკონომიკური ფაქტორების სისტემაში. ამას განაპირობებს ის, რომ სწორედ მოგებაა ინვესტიციების განხორციელების ბიძგის მიმცემი მოტივი. ინვესტორები მხოლოდ მაშინ ახდენენ დაბანდებებს, როდესაც მოელიან, რომ ინვესტირებიდან მიღებული შემოსავალი გადააჭარბებს ხარჯებს. ამიტომ, რაც უფრო მაღალია მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმა, მით უფრო მეტია საინვესტიციო მოთხოვნა. ამავე დროს, ინვესტირება მხოლოდ მაშინ იქნება ეფექტიანი, თუკი მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმა აჭარბებს პროცენტის რეალურ განაკვეთს. სასესხო სახსრების მოზიდვა სხვაგვარად ეკონომიკურ აზრს კარგავს.

სასესხო პროცენტის განაკვეთთან მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმის შედარებას საწარმოები ახორციელებენ საკუთარი სახსრების გამოყენების დროსაც. როგორც ვ. რეპკე აღნიშნავს, მოგებას საკუთარ ფირმაში მაშინ დაბანდებენ, თუკი ინვესტიციებიდან მიღებული უკუგების დონე სასესხო პროცენტის მანძილზე უფრო მაღალი აღმოჩნდება. წინააღმდეგ შემთხვევაში მას კაპიტალების ბაზარზე განათავსებენ.[1]

ამგვარად, საპროცენტო განაკვეთი ინვესტირების ეფექტიანობის კრიტერიუმია. საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობა არ შეიძლება დაეშვას სასესხო პროცენტის განაკვეთზე ქვემოთ. საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო აქტივების როგორც კაპიტალის დაბანდების ობიექტების შეფასების საფუძველია, კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციასაც ასრულებს. ი.ფიშერი პროცენტს ახასიათებდა როგორც ყველა დანარჩენი შემოსავლის „აქტუალიზაციის“ საშუალებას, როგორც

[1] Bussey L.E. The economic analysis of industrial pojects. Englewood clifts. N.Y. Prentice – hall, 1978 p.g. 3

ყოველი შემოსავლის დროში შეფასების მეთოდს.[1]

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი სხვა ფაქტორები

საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი შემდეგი ფაქტორია მისი განხორციელების ხარჯები. ამ ფაქტორს ითვალისწინებენ თითოეული საინვესტიციო პროექტისგან მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმის გამოთვლის დროს. დანახარჯების ზრდა ამცირებს მოსალოდნელი წმინდა შემოსავლის ნორმას და პირიქით. ამასთან, რადგან საინვესტიციო დაბანდებათა მნიშვნელოვანი ნაწილი გრძელვადიანი ხასიათისაა, მხედველობაში იღებენ დროის ფაქტორსაც. მთლიანობაში, რაც უფრო მეტია ინვესტიციების განხორციელებაზე გაწეული ხარჯები და მათი გამოსყიდვის ვადა, მით უფრო ნაკლებია საინვესტიციო მოთხოვნის დონე.

ინვესტიციების მოცულობაზე მოქმედებენ, ასევე, მეწარმეთა ის მოლოდინები, რომლებიც მომავალი მოთხოვნის, გაყიდვათა მოცულობისა და რენტაბელობის პროგნოზებს ეყრდნობა. ინვესტირებიდან მიღებული უკუგება დამოკიდებული იქნება ამ მაჩვენებლების გადიდებაზე. აქედან გამომდინარე, ოპტიმისტური მოლოდინების ზრდა იწვევს საინვესტიციო მოთხოვნის გადიდებას.

ყველაზე დიდი უკუგება მოსდევს ინოვაციურ პროდუქციაში განხორციელებულ ინვესტიციებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ წარმოების დანახარჯების შემცირებას, პროდუქციის ხარისხის გაუმჯობესებასა და მოსალოდნელი წმინდა მოგების ნორმის გადიდებას. ამიტომ ტექნოლოგიაში მომხდარი ცვლილებები საინვესტიციო მოთხოვნის წამახალისებელი ფაქტორია.

ამგვარად, საინვესტიციო მოთხოვნას აყალიბებს განსხვავებული სახისა და მიმართულების ფაქტორების ზემოქმედება, რომლებიც მის მოქნილობასა და დინამიზმს განსაზღვრავენ.

საინვესტიციო მიწოდების ფორმირებას მთელი რიგი თავისებურებები აქვს. ერთი მხრივ, როგორც საქონლის მიწოდებას, მას განაპირობებს ისეთი ძირითადი ფაქტორები, როგორიცაა ფასი და, აგრეთვე, არაფასისმიერი დეტერმინანტები: ხარჯები, ტექნოლოგიის სრულყოფა, საგადასახადო პოლიტიკა, მოლოდინები, კონკურენციის დონე და სხვა. მეორე მხრივ, საინვესტიციო მიწოდება განიხილება საქონლის სპეციფიკურ მიწოდებად, რადგან საინვესტიციო საქონელს შემოსავლის მოტანის უნარი გამოარჩევს. ეს განსაზღვრავს იმ ფაქტორის თავისებურებას, როგორიცაა საინვესტიციო საქონლის ფასი, რომელიც შემოსავლიანობის დონეზე დამოკიდებულებით ყალიბდება.

შემოსავლიანობის ნორმა და ინვესტიციები

შემოსავლიანობის ნორმა საფუძვლად უდევს იმ ფინანსური ინსტრუმენტების ფასებს, რომლებიც რეალური კაპიტალის მოძრაობას უწყობენ ხელს. ფინანსური აქტივების საბაზრო ფასი გვიჩვენებს საინვესტიციო საქონელში დაბანდებების მიმზიდველობის ხარისხს.

საინვესტიციო მიწოდებაზე არსებითად მოქმედებს საბანკო სისტემაში სადეპოზიტო ანაბრებზე პროცენტის განაკვეთი, რომლის სიდიდე განსაზღვრავს საოჯახო მეურნეობათა დანაზოგების ნაკადს. ამგვარად, საფონდო ბაზრისა და სასესხო კაპიტალების ბაზრის განვითარება საინვესტიციო მიწოდების სტიმულირების მნიშვნელოვანი პირობაა.

რადგან საინვესტიციო მიწოდების გარკვეული შემადგენლობისას საინვესტიციო მოთხოვნა უფრო შემოსავლიან აქტივებზეა ორიენტირებული, აქედან გამომდინარეობს, რომ საინვესტიციო მიწოდების მოცულობა და სტრუქტურა საინვესტიციო მოთხოვნის მოცულობასა და სტრუქტურაზე ახდენს გავლენას. ამ ასპექტით, საინვესტიციო მიწოდება ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მასშტაბების განსაზღვრელი ძირითადი ფაქტორია, რადგან იგი იწვევს საინვესტიციო საქონელზე არსებული მოთხოვნის ცვლილებას. უკუკავშირის შექანიზმი იმდენად არაა გამოხატული. იგი ვლინდება მხოლოდ თავისუფალი კონკურენტული ბაზრის პირობებში.

საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსების მიღწევა შესაძლებელია ინვესტიციის ბაზრის მხოლოდ საერთო მასშტაბებით. მათი გამოთანაბრება საბაზრო სისტემაში ხდება წონასწორული

[1] **Фишер И.** Покупательная сила денег. М., 1976- გვ. 42.

ფასების დადგენის მეშვეობით. წონასწორული ფასების მექანიზმის მოქმედება მარტო თავისუფალ კონკურენტულ ბაზარს არ ახასიათებს. ეს მექანიზმი მოითხოვს საინვესტიციო საქონელსა და კაპიტალზე ფასების ცვლილებას მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსების საფუძველზე მანამდე, ვიდრე ინვესტიციის ბაზარზე არ დამყარდება დინამიკური წონასწორობა, ე.ი. მიღწეული არ იქნება წონასწორული ფასები საინვესტიციო კაპიტალსა და საინვესტიციო საქონელზე და მათი ყიდვა-გაყიდვის შესახებ გადაწყვეტილებათა სინქრონიზაცია.

წონასწორული ფასების მექანიზმი

ინვესტიციის ბაზარზე წონასწორული ფასების მექანიზმის მოქმედება ასახავს საინვესტიციო საქონლის სპეციფიკას. როგორც აღვნიშნეთ, ესაა საინვესტიციო საქონლის მიერ შემოსავლის მოტანის უნარი. ნაკლები დანახარჯებით მეტი შემოსავლის მიღებისკენ სწრაფვა საფუძვლად უდევს ეკონომიკური სუბიექტების მიერ გადაწყვეტილებათა მიღებას ინვესტირების შესახებ. საინვესტიციო მიწოდების გარკვეული სტრუქტურის დროს ინვესტორები იმ საინვესტიციო საქონელს მიანიჭებენ უპირატესობას, რომლებიც დაბანდებულ კაპიტალზე წმინდა მოგების მაქსიმალურ ნორმას უზრუნველყოფენ დაბანდებათა მინიმალური რისკის პირობებში. საინვესტიციო საქონლის მაღალი საბაზრო ფასი, რომელსაც მისი შემოსავლიანობა განაპირობებს, დაბანდების ამ ობიექტებში საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვანი მასის წარმართვის იმპულსია. საინვესტიციო კაპიტალის გადანაცვლება თავის მხრივ, მოცემული საქონლის მიწოდებაზე უფრო მეტად აფართოებს საინვესტიციო მოთხოვნას, რაც სხვა თანაბარ პირობებში აჩენს ფასის ამაღლების ეფექტს და მიწოდების გადიდების ეფექტს. მოცემული საინვესტიციო საქონლის მიწოდების გადიდების დროს საბაზრო მექანიზმი გამოიწვევს მათი ფასების შემცირებას. ამიტომ მოხდება საინვესტიციო კაპიტალის გადადინება საინვესტიციო საქმიანობის უფრო შემოსავლიან სფეროებში. საბოლოოდ, განხილული პროცესი დასრულდება ინვესტიციის ბაზარზე დინამიკური წონასწორობის დამყარებით.

ამგვარად, წმინდა კონკურენტული ბაზრის პირობებში წონასწორობა გულისხმობს იმას, რომ სასესხო პროცენტის განაკვეთის მოსალოდნელი დონისა და კაპიტალის მარჟინალური ეფექტიანობის შედარებიდან გამომდინარე ინვესტირების შესახებ მიღებული გადაწყვეტილებები განაპირობებს დაგეგმილი ინვესტიციების ოპტიმალურად განაწილებას რენტაბელობის ზრდის პერსპექტივის შესაბამისად.

ამგვარად გაგებული წინასწორობა ის იდეალური ეკონომიკური სისტემაა, რომელსაც ახასიათებს საინვესტიციო რესურსებისა და მათი გამოყენების ერთობლივი პროპორციულობა, საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების ეკონომიკური ინტერესების ოპტიმალური რეალიზება.

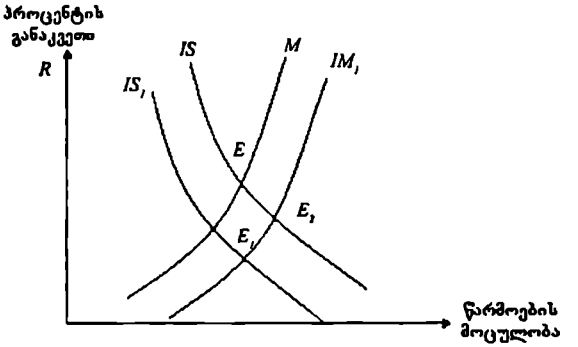
ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურა და რეალობა

ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურა რეალურ სინამდვილეში შორსაა იდეალური მოდელისაგან. წმინდა კონკურენციის არარსებობა ზღუდავს საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიზმს, რომელიც მხოლოდ ტენდენციის სახით ვლინდება, ამცირებს მათი დაბალანსების და, შესაბამისად, წონასწორულ დონეზე ფასების დადგენის შესაძლებლობებს. საინვესტიციო საქმიანობის პოტენციურ მონაწილეებს ერთნაირად არ მიუწვდებათ ხელი ინვესტიციების ბაზარზე. მათ განსხვავებული შესაძლებლობები აქვთ საიმისოდ, რომ საბაზრო ფასებით მიიღონ საინვესტიციო საქონელი. მსხვილი ოლიგოპოლისტური ინვესტორები უფრო ხელსაყრელ მდგომარეობაში არიან, ვიდრე ისინი, რომლებიც კონკურენციას უწევენ ერთმანეთს. ეს იმიტომ, რომ მსხვილი ინვესტორები აკონტროლებენ მიწოდებას და მანიპულირებენ ფასებით, ამ გზით კი შეუძლიათ მომხმარებლებს გადააკისრონ თავიანთი ხარჯები. გარდა ამისა, მათ მაღალი რეიტინგები აქვთ და ამის წყალობით იმ სხვა ფირმებთან შედარებით უფრო ხელსაყრელი პირობებით იყენებენ ფინანსების ბაზრის სახსრებს, რომელთა მოსალოდნელი წმინდა მოგების მეტი შეიძლება იყოს.

ამგვარად, რეალურ ეკონომიკურ პრაქტიკაში ინვესტიციის ბაზარი იდეალურად ვერ თამაშობს

ინვესტიციების ოპტიმალურად განაწილების ფუნქციას. თუმცა, ეს არ გამორიცხავს ეკონომიკური პროცესების აბსტრაქტული მოდელირების საჭიროებას, რადგან სწორედ ამ საფუძველზე შეგვიძლია გამოვავლინოთ არსებითი კავშირები და კანონზომიერებები, განვსაზღვროთ იმ ელემენტების წონასწორობის პირობები, რომლებიც შეადგენენ ეკონომიკური მოვლენების ერთობლიობას თავისუფალი კონკურენციის კანონის თანახმად.

ინვესტიციების ბაზარზე წონასწორობა ნაწილობრივ მაკროეკონომიკურ წონასწორობად გვეელინება. ამასთან, იგი უფრო ზოგადი ეკონომიკური წონასწორობის არსებითი პირობაცაა. მაგალითად, ჯ. ჰიქსის ცნობილ მოდელში „IS-LM" („ინვესტიციები-დანაზოგები – ლიკვიდობა –ფული")[1] ინვესტიციების ბაზარზე დამყარებული წონასწორობა საქონლის ბაზრების წონასწორობაც ნიშნავს, რის გამოც ამ მოდელმა შეიძინა საქონლისა და ფულის ბაზრების ორმაგი წონასწორობის მოდელის სახელი (ნახ. 14. 2).



ნახ. 14. 2. ინვესტიციის მოძრაობა საბაზრო ეკონომიკაში

„IS-LM" მოდელი ასახავს ინვესტიციებისა და ფულის ბაზრებს შორის ჩამოყალიბებულ არსებით კავშირებს. ეს დამოკიდებულება, ჩვენი აზრით, ინვესტიციების ბაზრის უმნიშვნელოვანესი თავისებურებაა.

მას საფუძვლად უდევს ინვესტიციებისა და ფულის ბაზრებისთვის საერთო პარამეტრების გამოყენება ამ ბაზრების ძირითად მაკროეკონომიკურ მახასიათებლად. ესაა საპროცენტო განაკვეთი და საზოგადოებრივი წარმოების მოცულობა.

ინვესტიციების ბაზარზე წონასწორობა მყარდება ინვესტიციებისა და დანაზოგების ტოლობისას. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ინვესტიციების მოცულობას მრავალი ფაქტორი განსაზღვრავს. მაგრამ ეკონომიკური დამოკიდებულებების კვლევის დროს შესასწავლ კავშირს ადგენენ არა ცვლადების მთელი ერთობლიობის, არამედ მხოლოდ რამდენიმე მათგანის ფუნქციურად გაერთიანებით (ამ ერთობლიობას ცეტერის პარიბუს-ად მიიჩნევენ).

ინვესტიციებზე მოქმედი მაკროეკონომიკური ფაქტორების სიმრავლიდან ენდოგენურ ცვალებად იყენებენ Q-ს (საზოგადოებრივი წარმოების მოცულობას) და r-ს (საპროცენტო განაკვეთს). დანარჩენ ფაქტორებს ეგზოგენურ ცვლადებად მიიჩნევენ. ამ დროს ინვესტიციების ფორმულა შემდეგ სახეს იღებს:

$$I = I + I(Q,r) \text{ ანუ } I = I + I(Q) + I(r), \qquad (14.4)$$

სადაც I ინვესტიციების ის ნაწილია, რომელიც ეგზოგენური ცვლადებითაა განსაზღვრული.

IS მრუდი გამოხატავს ეროვნული წარმოების მოცულობისა და საპროცენტო განაკვეთის ისეთ

[1] Hicks J.R. Mr. Keynes and The Classics: A Suggested interpretation. Econometrica 5. 1937

კომბინაციას, რომლის დროსაც ინვესტიციები დანაზოგების ტოლია.

ფულის ბაზარზე წონასწორობა გულისხმობს ფულის მიწოდებისა (Ms) და ფულის არსებული მოთხოვნის (Md) გათანაბრებას. ამ უკანასკნელს აყალიბებს გარიგებათა მხრიდან ფულზე არსებული მოთხოვნა. იგი პირდაპირაა დამოკიდებული ეროვნული წარმოების მოცულობაზე (Q) და აქტივების მხრიდან ფულზე არსებულ მოთხოვნაზე, რომელიც სასესხო პროცენტის განაკვეთის (r) უკუპროპორციულია. აქედან გამომდინარე, ფულის ბაზარზე წონასწორობის პირობები გულისხმობს:

$$Ms = Md + Md(Q) + Md(r) \qquad (14.5)$$

სადაც Md დამატებულია Md-ზე გაელენის გასათვალისწინებლად.

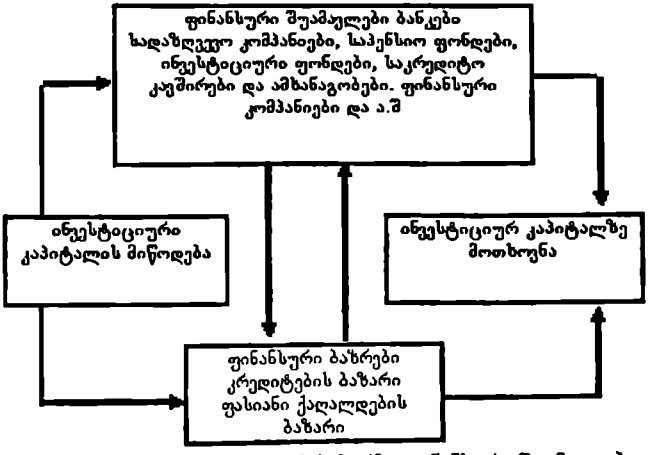
Lm მრუდი ასახავს Q-სა და r-ს შორის ყველა იმ თანაფარდობას, რომელთა დროსაც წონასწორობა ყალიბდება ფულის ბაზარზე. IS და LM მრუდების შეთავსება გამოხატავს ბაზრების ორმაგი წონასწორობის პირობებს, რომლებიც ახასიათებენ საინვესტიციო და ფინანსური კონიუნქტურის ოპტიმალურ მდგომარეობას.

ენდოგენური ცელადების ცელილების დროს IS-LM სისტემა მოძრაობაში მოვა, მრუდების წანაცვლება გამოიწვევს წონასწორობის ახალი პირობების ჩამოყალიბებას. ამიტომ მოცემული მოდელის მეშვეობით შეგვიძლია გავაანალიზოთ ზოგიერთი საბაზრო ფაქტორისა და სახელმწიფოს ჩარევის გაელენა, რასაც ქვემოთ განვიხილავთ.

ფინანსური შუამაელები და კაპიტალის ბაზარი

ინვესტიციებისა და ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის გარდაქმნის ურთიერთკავშირი განსაზღვრავს ამ უკანასკნელის არსებით როლს ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირებაში. იგი პირველ რიგში აისახება იმით, რომ საწარმოებისა და ფირმების მოთხოვნა ძირითადი და საბრუნაო კაპიტალის ფორმის ფინანსურ სახსრებზე ელინდება მისი შესაძენი ფინანსურ რესურსებზე მოთხოვნის ფორმით. ამ დროს საინვესტიციო საქონლის მიწოდება ფულად-საკრედიტო ფორმას იძენს. იგი ოჯახური მეურნეობებისა და ფირმების დანაზოგების სახით გამოდის, რომლებიც საბანკო სისტემის დაწესებულებებშია თავმოყრილი და გარკეეული პროცენტითაა გაცემული.

აქედან გამომდინარეობს ინვესტიციის ბაზრის შემდეგი თავისებურებაც. ესაა იმ ფინანსური შუამაელების განვითარებული ქსელის არსებობა მისი ეფექტიანად ფუნქციონირებისათვის, რომლებიც კავშირს ახორციელებენ საინვესტიციო კაპიტალის გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის.



ნახ.14.3. ინვესტიციური კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური შუამაელები

ფინანსური შუამავლები თავს უყრიან ოჯახური მეურნეობებისა და ფირმების ცალკეულ დანაზოგებს საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვან მასად, რომლის განთავსება შემდეგ ხდება ინვესტიციების მომხმარებლებს შორის (ნახ. 14.3.).

არსებითი საინვესტიციო პოტენციალი კონცენტრირდება საბანკო სისტემის დაწესებულებებში, რომლებსაც სხვა მრავალი საშუამავლო ინსტიტუტისგან განსხვავებით ტრადიციული ფულადი სახსრებისა და საკრედიტო ემისიის გამოყენების განსაკუთრებული შესაძლებლობები აქვთ. ფინანსური შუამავლების მიერ მობილიზებული კაპიტალის განთავსება შეიძლება სესხების, აქციების გამოშვების, ობლიგაციების შეძენის, სხვა ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და ა.შ. ფორმით.

ᲓᲘᲕᲘᲓᲔᲜᲓᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲞᲠᲝᲪᲔᲜᲢᲘᲡ ᲗᲐᲜᲐᲤᲐᲠᲓᲝᲑᲐ ᲓᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲛᲝᲗᲮᲝᲕᲜᲐ

ამა თუ იმ ფინანსური აქტივიდან მიღებული შემოსავალი იყოფა დივიდენდად და პროცენტად. ეს დამოკიდებულია იმაზე, თუ კაპიტალის რომელ ფორმას წარმოადგენენ ისინი - სამეწარმეოს თუ სასესხოს. მთლიანობაში ისინი ასახავენ წარმოებული კაპიტალური ფასეულობების შემოსავლიანობის ნორმას. დივიდენდისა და პროცენტის თანაფარდობა გვიჩვენებს საინვესტიციო მოთხოვნის სტრუქტურას, მის განაწილებას ფირმებსა და საბანკო სისტემას შორის. ფინანსების ბაზარზე ამ თანაფარდობას აქვს ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო ღირებულების (კურსის) ფორმა.

კაპიტალურ ფასეულობათა მოძრაობისათვის ხელშეწყობით ფინანსური ინსტრუმენტები აჩქარებენ ფასების რეაქციას შემოსავლიანობის ნორმის ცვლილებაზე და ამით უზრუნველყოფენ სწრაფად გადადინებას. საინვესტიციო საქმიანობის დინამიზმის შედეგად მათი საბაზრო ღირებულების სიდიდე საქმიანი კონიუნქტურის თავისებურ ინდიკატორად გვევლინება. ამგვარად, ფინანსების ბაზარზე წონასწორული ფასების მექანიზმი გამოვლენის უფრო მკვეთრ ფორმებს იძენს.

ინვესტიციების ბაზრის არსებითი თავისებურებაა ის როლი, რომელსაც მასზე თამაშობს საპროცენტო განაკვეთი. როგორც ზემოთაც ვაჩვენეთ, საპროცენტო განაკვეთის სიდიდე განაპირობებს, ჯერ ერთი, საკრედიტო სისტემის მიერ მოზიდული ოჯახურ მეურნეობათა დანაზოგების სიდიდეს, მეორე, საინვესტიციო დაბანდებათა შემოსავლიანობის ნორმას. საპროცენტო განაკვეთის მეშვეობით აფასებენ ფირმების საკუთარ პოტენციურ რესურსებსაც კი: თუ მოსალოდნელი უკუგება საპროცენტო განაკვეთზე მაღალია, მაშინ მათ ინვესტირებისკენ წარმართავენ, წინააღმდეგ შემთხვევაში კი განათავსებენ ფინანსურ ბაზარზე – საბანკო სისტემაში ანაბრების, ფასიანი ქაღალდების ყიდვის და სხვა სახით.

ყოველივე ზემოთქმულიდან გამომდინარეობს ის, რომ ინვესტიციის ბაზარს ეფექტიანად ფუნქციონირება შეუძლია მხოლოდ ფინანსების განვითარებული ბაზრის მდგრადი და საიმედო საბანკო სისტემის პირობებში. ამ დროს ინვესტიციისა და ფინანსური ბაზრის ურთიერთმოქმედების მნიშვნელოვანი პირობებია საპროცენტო განაკვეთის საბაზრო ჩამოყალიბება, ინვესტირების თანაბარი პირობები რეგიონული და დარგობრივი ასპექტით, გრძელვადიანი დაბანდებების მიმზიდველობა და ინფლაციის რეგულირებადი დონე.

საბაზრო მექანიზმს თავისთავად არ შეუძლია უზრუნველყოს ეს პირობები, რაც განაპირობებს საბაზრო სტიმულებზე სახელმწიფოს ზემოქმედების ზომების საჭიროებას. სახელმწიფოებრივი რეგულირება უნდა შეესაბამებოდეს იმ ეკონომიკურ კანონზომიერებებს, რომელთა საფუძველზეც საბაზრო მექანიზმი რეაგირებს პირობების შეცვლაზე, ითვალისწინებდეს ზემოქმედების ღონისძიებათა კომპლექსის მრავალმხრივი შედეგების პროგნოზებს, ქმნიდეს საბაზრო მექანიზმის პოტენციურ შესაძლებლობათა რეალიზაციის პირობებს ანტიმონოპოლიურ ღონისძიებათა გზით.

თავი მეთხუთმეტე. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურა და მისი გამოკვლევის მექანიზმი

15.1. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ცნება და მისი კვლევის პრინციპები

ინვესტიციური საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობათა თანაფარდობა და მათი ფასები მუდმივად იცვლება როგორც მთლიანად ინვესტიციის ბაზარზე, ისე მის ცალკეულ სახეებსა და სეგმენტებზე. ინვესტიციის ბაზრის ცალკეული ელემენტების დინამიკის ეს საერთო მდგომარეობა მეტისმეტად რთული ეკონომიკური მოვლენაა, რადგან მას აყალიბებს უამრავი სხვადასხვაგვარი და განსხვავებულად მოქმედი შიდასაბაზრო და მაკროეკონომიკური ფაქტორი.

ამასთან, ინვესტიციის ბაზარზე ხან მყიდველის, ხან გამყიდველის როლში გამოსული ინვესტიციური მენეჯერისათვის მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, თუ მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის, მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების აქტიურობის რომელ ხარისხზე უნდა აიღონ მათ ორიენტაცია ინვესტიციების დარგში სტრატეგიისა და პოლიტიკის შემუშავებისას, საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის წყაროების შერჩევისას, რეალური და საფინანსო ინვესტიციების პროგრამის ჩამოყალიბებისას და ა.შ. თუკი ინვესტიციის ბაზრის მომჯალი ხასიათი იმ სეგმენტების ფარგლებში, რომლებშიც თავისი საინვესტიციო საქმიანობას განხორციელებას აპირებს საწარმო, სწორად არაა განსაზღვრული, გარდაუვლად მოხდება ცდომილებები: რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევაში, ფინანსური ინსტრუმენტების კონკრეტული რეალური პროექტების გამოყენებაში, აგრეთვე, ადგილი ექნება საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის დაქვეითება, ცალკეულ შემთხვევაში კი კაპიტალის დიდ დანაკარგებს, რაც გაკოტრებას გამოიწვევს.

ინვესტიციის ბაზრის აქტიურობის ხარისხს მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში, მისი ცალკეული ელემენტების, საინვესტიციო საქონლის, ინსტრუმენტებისა და მომსახურების მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობისა და ფასების დონის,— თანაფარდობას მისი კონიუნქტურის შესწავლის გზით განსაზღვრავენ.

ინვესტიციური ბაზრის კონიუნქტურა იმ ფაქტორების პირობების სისტემის გამოვლენის ფორმაა, რომლებიც ახასიათებენ მოთხოვნის, მიწოდების, ფასებისა და კონკურენციის მდგომარეობას მთლიანად ბაზარზე, მის ცალკეულ სახეებსა და სეგმენტებზე.

ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის დინამიკას ახასიათებს მისი ცალკეული ელემენტების მუდმივად რყევა. ეს რყევები განსხვავებული ხასიათისაა, სხვადასხვა ფორმას იღებენ და მათი კლასიფიცირება შემდეგი ძირითადი ნიშან—თვისებების მიხედვით ხდება (ნახ.15.1):

კონიუნქტურის რყევები მასშტაბის მიხედვით

1. კონიუნქტურის რყევების მასშტაბის მიხედვით გამოყოფენ ამ რყევათა შემდეგ ძირითად სახეებს:

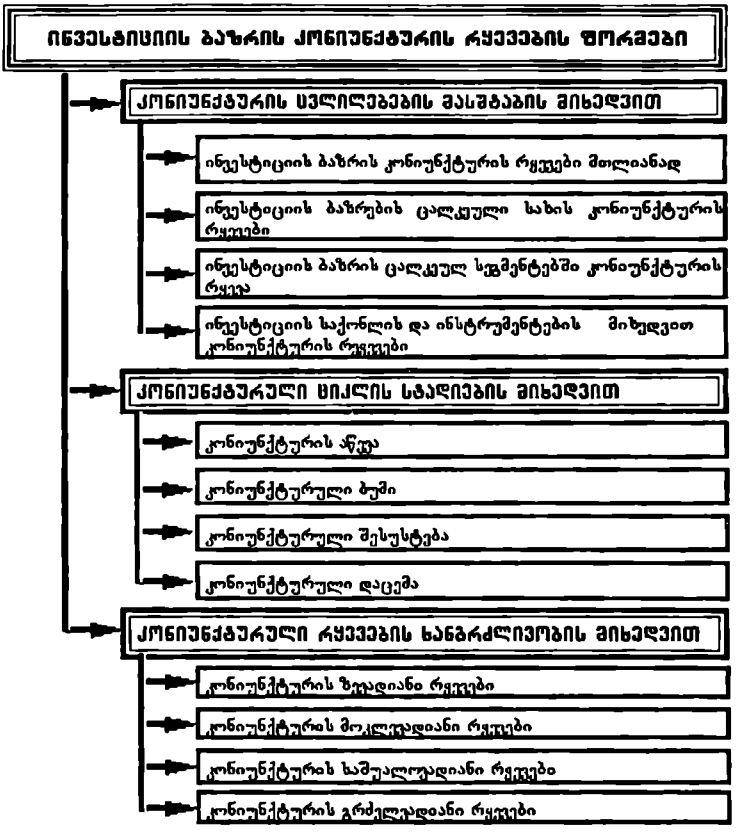
ა) მთლიანად ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევები. ეს ყველაზე უფრო მასშტაბური ხასიათის. რყევებია, რომლებსაც იწვევს მაკროეკონომიკური ფაქტორების მოქმედება და ამ ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმათა არსებითად ცვლილება. ისინი ერთდროულად და ერთი მიმართულებით ხდება ინვესტიციის ყველა სახის ბაზარზე.

ბ) ინვესტიციის ცალკეული ბაზრების კონიუნქტურის რყევები. მათ იწვევს ცალკეული მაკროეკონომიკური ფაქტორების ზემოქმედება ან ინვესტიციების კონკრეტული ბაზრების სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმების ცვლილება. ინვესტიციების ამა თუ იმ ბაზრის კონიუნქტურის რყევებს ცალკეული პერიოდების ფარგლებში განსხვავებული მიმართულება შეიძლება ჰქონდეს.

გ) კონიუნქტურის რყევები ინვესტიციების ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებში. ასეთ რყევებს შესაძლოა იწვევდეს ცალკეული მაკრო და მიკროეკონომიკური ფაქტორების მოქმედება და მათი მიმართულება

შეიძლება არ ემთხვეოდეს ინვესტიციის კონკრეტული ბაზრის განვითარების ტენდენციებს.

დ) ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტზე კონიუნქტურის რყევები. ასეთ რყევებს უფრო მეტად განაპირობებს მიკროეკონომიკური ფაქტორების გავლენა და, უპირველეს ყოვლისა,



ნახ.15.1. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

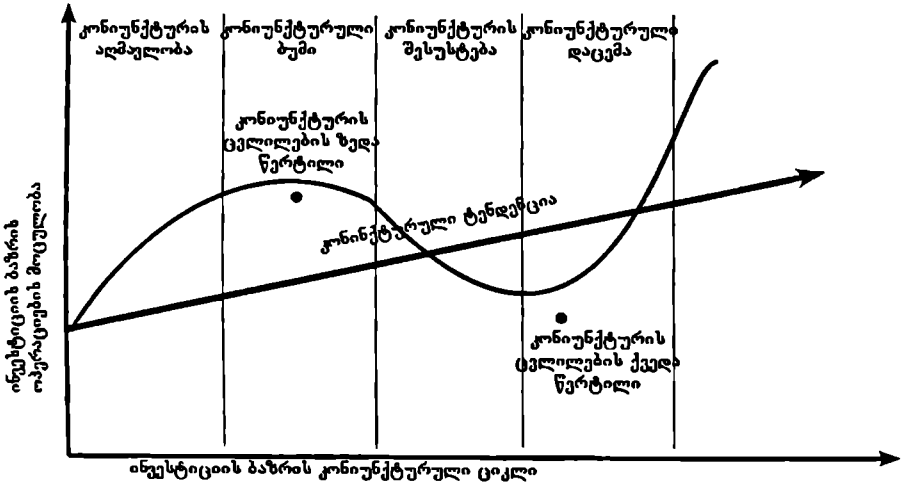
ცალკეული კაპიტალური საქონლის წარმოების მოცულობის მატება ან კლება, ამ ინსტრუმენტების გამყიდველების (ცალკეული ბანკების და სხვა საკრედიტო—საფინანსო დაწესებულებების, ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი საწარმოების და ა.შ.) ფინანსური მდგომარეობის ცვლილება.

კონიუნქტურის რყევები ციკლის სტადიების მიხედვით

2. კონიუნქტურული ციკლის სტადიების მიხედვით ეს რყევები მოიცავს ინვესტიციის ბაზრის ყველა დონეს და მათ ხანგრძლივი ხასიათი აქვთ. ინვესტიციის მთელ ბაზარსა და მის ცალკეულ დონეებს ახასიათებს კონიუნქტურული ციკლის შემდეგი ოთხი სტადია (ნახ. 15.2):

ა) კონიუნქტურის აღმავლობა დაკავშირებულია საბაზრო პროცესების აქტიურობის მომატებასთან მთლიანად ეკონომიკის გამოცოცხლების გამო. კონიუნქტურის აღმავლობის გამოვლენას ახასიათებს ცალკეულ საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის მოცულობის ზრდა, მათზე

არსებული ფასების (პროცენტის განაკეთის) დონის აწევა, ინვესტიციის ბაზრის ოპერატორებსა და საინვესტიციო შუამავლებს შორის კონკურენციის მომატება და ა.შ. კონიუნქტურის აღმავლობის პერიოდში საფონდო ბაზარი „ხარის ბაზარი“.



ნახ. 15.2. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურული ციკლის სტადიები

ბ) კონიუნქტურულ ბუმს ახასიათებს ძირითად საინვესტიციო საქონელსა და ინსტრუმენტებზე, განსაკუთრებით კი – ინვესტირების ობიექტებზე არსებული მოთხოვნის მკვეთრად გადიდება, რომლის მთლიანად დაკმაყოფილებაც მიწოდებას არ შეუძლია (მისი ზრდის მიუხედავად). ამ პერიოდში მატულობს ინვესტირების ობიექტების ფასები (პროცენტის განაკეთები), მაღლდება ინვესტორების, საინვესტიციო შუამავლებისა და ინვესტიციის ბაზრის ოპერატორების შემოსავლები. „ხარის ბაზარი“ ამ პერიოდში თავის პიკს აღწევს.

გ) ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის შესუსტებას განაპირობებს საინვესტიციო აქტივების დაქვეითება მთლიანად ეკონომიკაში ვარდნის დაწყების გამო, ამა თუ იმ საინვესტიციო საქონლის, ინსტრუმენტისა და მომსახურების შედარებით ფართოდ მიწოდება მათზე მოთხოვნის შეზღუდვის პირობებში. ამ სტადიას ახასიათებს საინვესტიციო საქონლისა და მომსახურების ფასების ჯერ სტაბილიზაცია, შემდეგ კი შემცირების ტენდენცია. ამ პერიოდში საფონდო ბაზარი „დათვის ბაზრად“ იწყებს ჩამოყალიბებას.

დ) კონიუნქტურული დაქვეითება ინვესტიციის ბაზარზე მისი ყველაზე უფრო არასასურველი პერიოდია საინვესტიციო აქტივების, საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების გაყიდვის მოცულობისა და მათი შემოსავლიანობის თვალსაზრისით (გარდა სავალო ფასიანი ქაღალდებისა და დეპოზიტური ანაბრებისა). ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ამ სტადიაზე არსებითად იკლებს ინვესტირების ობიექტების ფასები, „დათვის ბაზარი“ კი თავის პიკს აღწევს.

კონიუნქტურული რყევები ხანგრძლივობის მიხედვით

3. კონიუნქტურის რყევების ხანგრძლივობის მიხედვით ამ რყევათა შემდეგ სახეებს გამოყოფენ:

ა) **კონიუნქტურის ზედაპირული რყევები.** ასეთი რყევების ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე საათიდან (ერთი საბირჟო ვაჭრობის ფარგლებში) რამდენიმე დღემდეა. მათ იწვევს შემთხვევითი ფაქტორების მოქმედება; როგორც წესი, ბაზარზე მცდარი ინფორმაციის შემოსვლა და მათი წინასწარ განჭვრეტა შეუძლებელია ხოლმე.

ბ) კონიუნქტურის მოკლევადიანი რყევები. ასეთი რყევების ხანგრძლივობა რამდენიმე დღიდან რამდენიმე კვირამდეა. მათ იწვევს ბაზრის ცალკეული მონაწილის აქტიური სპეკულაციური თამაში (ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების საკურსო ღირებულების აწევ-დაწევაზე თამაში); რეაქცია ინვესტიციის საზღვარგარეთული ბაზრების კონიუნქტურის იმ არსებით ცვლილებებზე, რომელთა გავლენის გამოცნობაც ძნელია ეროვნული ბაზრისათვის; სხვა შემთხვევითი ფაქტორების მოქმედება.

გ) კონიუნქტურის საშუალოვადიანი რყევები. ასეთ რყევათა ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე კვირიდან რამდენიმე თვემდეა. მათ „საბაზრო ტალღების" ხასიათი აქვთ და მას იწვევს იმ სეზონური და სხვა ფაქტორების მოქმედება, რომლებიც ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების ფასების დონის ტრენდული ანალიზის პროცესში შეიძლება გამოვლინდნენ.

დ) კონიუნქტურის გრძელვადიანი რყევები. ასეთი რყევების ხანგრძლივობის პერიოდი რამდენიმე თვიდან რამდენიმე წლამდეა. მათ, ჩვეულებრივ, იწვევს: მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების ფაზების ცვლილება; კონიუნქტურული ციკლის სტადიების შეცვლა, ცალკეული საინვესტიციო საქონლისა და ინსტრუმენტების სასიცოცხლო ციკლის სტადიების შეცვლა; ინვესტიციის ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულირების ფორმების კარდინალურად შეცვლა სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის შეცვლის გამო და გრძელვადიანი ხასიათის სხვა ანალოგიური არსებითი ფაქტორები.

ინვესტიციის ბაზრის ინდიკატორები

კონიუნქტურის რყევათა ყველა ფორმის ხასიათს ინვესტიციის ბაზრის სხვადასხვაგვარი ინდიკატორები ასახავს. ინვესტიციის ბაზრის ინდიკატორები მიმდინარე საბაზრო ფასების დინამიკის აგრეგირებული ინდექსებია, რომლებიც კონიუნქტურის მდგომარეობას ასახავენ მისი ცალკეული სახეებისა და სეგმენტების ჭრილში. ამგვარი ინდიკატორების სისტემა ყველაზე უფრო ფართოდაა წარმოდგენილი განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების – აშშ-ის (დოუ-ჯონსის, სთენდარდ ენდ პურზ, მუდიზ და სხვა ინდექსები), დიდი ბრიტანეთის (რეიტერის ინდექსის), გერმანიის (frankfurterc algemaine caitdeng-ის ინდექსი), იაპონიის (nike-ს ინდექსი) და სხვათა – საფონდო ბაზარზე.

მსოფლიო პრაქტიკაში გამოყენებული ინდექსების მთელი მრავალფეროვნებიდან ყველაზე უფრო პოპულარულია დოუ-ჯონსის ინდექსი (სამრეწველო). იგი ახასიათებს აშშ-ის 30 წამყვანი სამრეწველო კომპანიის აქციათა მიმდინარე კურსების დინამიკის გასაშუალებულ მაჩვენებელს. ეს მაჩვენებელი აშშ-ის ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ძირითადი ინდიკატორია, რომელზეც მრავალი ქვეყნის ინვესტორები იღებენ ორიენტაციას.

ინვესტიციის ბაზრის მთელი რიგი ინდექსები პოსტსაბჭოთა ქვეყნებშიც არის შემოთავაზებული ცალკეული კომერციული და საკონსულტაციო ინსტიტუტების მიერ. მაგრამ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობა, ამ ინდექსების დაბალი წარმომადგენლობა, საფონდო ინსტრუმენტების დაბალი ლიკვიდობა, და სხვა ფაქტორები ართულებს მათი გამოყენების ეფექტიანობას სამამულო ინვესტიციურ პრაქტიკაში.

კონიუნქტურის შესწავლის სამი ეტაპი

ინვესტიციების ბაზრის ციკლური განვითარებისა და ინვესტიციის ბაზრის მუდმივად ცვალებადობის გამო საჭიროა მისი კონიუნქტურის მდგომარეობის სისტემატურად შესწავლა იმისათვის, რომ მოხდეს ეფექტიანი საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირება, საინვესტიციო პოლიტიკის კორექტირება ცალკეული ასპექტების მიხედვით, ეკონომიკურად დასაბუთებული მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება. ეს შესწავლა შემდეგ სამ ეტაპს მოიცავს.

- მიმდინარე დაკვირვება ინვესტიციების ბაზრის მდგომარეობაზე იმ სეგმენტებში, რომლებშიც საწარმო აზორციელებს საინვესტიციო საქმიანობას. ასეთი დაკვირვება მოითხოვს მაჩვენებლების მიზანმიმართული სისტემის ფორმირებას, მისი ცალკეული ელემენტების მახასიათებელი (მოთხოვნა, მიწოდება, ფასები, კონკურენცია), აგრეთვე, მათი მუდმივი მონიტორინგის მოწყობას. ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურაზე

მიმდინარე დაკვირვების შედეგები ცხრილის ან გრაფიკის ფორმით ფიქსირდება.

• ინვესტიციების ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურის ანალიზი და მისი განვითარების თანამედროვე ტენდენციების გამოვლენა. ეს ანალიზი მდგომარეობს ინვესტიციის ბაზრის კონკრეტული სეგმენტების თავისებურებების და იმ ცვლილებების გამოვლენაში, რომლებიც დაკვირვების მომენტში ხდება ბაზარზე წინა პერიოდთან შედარებით. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ანალიზს ორ ეტაპად ატარებენ. ანალიზის პირველ ეტაპზე ანგარიშობენ იმ საანალიზო მაჩვენებლების სისტემას, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურას ახასიათებენ (მიმდინარე დაკვირვების ინფორმაციული მაჩვენებლების საფუძველზე). მეორე ეტაპზე აკვლევენ ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის მიმდინარე სტადიის ცვლილების წანამძღვრებს.

კონიუნქტურის პროგნოზირება

• ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირება არის საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითად მიმართულებათა შერჩევისა და საინვესტიციო პროგრამის (პორტფელის) ფორმირებისთვის. ასეთ პროგნოზს შემდეგ სამ ეტაპად ახორციელებენ:

ა) პროგნოზირების პერიოდის შერჩევა. ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის მოკლევადიან (ერთ თვემდე), საშუალოვადიან (მომდევნო რამდენიმე თვისთვის) და გრძელვადიან (2 წლამდე) პროგნოზს. მოკლევადიანი პროგნოზის მიზანია მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შემუშავება საინვესტიციო რესურსების ფორმირების, ძირითად საშუალებათა აქტიური ნაწილის მიმდინარე რენოვაციის პროგრამის, მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებების პორტფელის ჩამოყალიბების და ა.შ. მიზნით; მას ამუშავებენ იმ მოკლევადიანი ფაქტორების გაანგარიშების გათვალისწინებით, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებზე კონიუნქტურის მოკლევადიანი რყევების ანალიზის პროცესშია გამოვლენილი. საშუალოვადიანი პროგნოზი ემსახურება საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით მოქმედი საინვესტიციო პოლიტიკის კორექტირებას; გრძელვადიან ფინანსურ დაბანდებათა და რეალური ინვესტირების არაკაპიტალტევადი ობიექტების პორტფელის ფორმირებას. გრძელვადიანი პროგნოზი უკავშირდება, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტიციური სტრატეგიის შემუშავებასა და მსხვილი (კაპიტალტევადი) რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის შესახებ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ფორმირებას;

ბ) პროგნოზულ გაანგარიშებათა სიღრმის განსაზღვრა. ამ სიღრმეს განსაზღვრავს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნები და იგი უკავშირდება ინვესტიციის ბაზრის (რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზრის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის და ა.შ.) სათანადოდ გაღრმავებულ სეგმენტაციას;

გ) პროგნოზირებისა და პროგნოზულ გაანგარიშებათა განხორციელების მეთოდების შერჩევა. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირებას თანამედროვე პირობებში ორი ძირითადი ჯგუფის მეთოდებით ახორციელებენ: „ტექნიკურით“ (სხვანაირად - „გამოყენებითი“ ან „ტრენდული“) და „ფუნდამენტურით“ („ფაქტორული“). ტექნიკური ანალიზის მეთოდები ეყრდნობა კონიუნქტურული ტენდენციის წინა კვლევის პროცესში გამოვლენილი ფასების დონის ცვლილების გავრცელების მომავალ პერიოდზე (ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის სტადიის მომავალი ცვლილების გათვალისწინებით); ეს მეთოდები საკმარისად ზუსტი არაა და მათი გამოყენება შესაძლებელია მხოლოდ მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი პროგნოზირებისთვის. ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები ეყრდნობა იმ ცალკეული ფაქტორების შესწავლას, რომლებიც მოქმედებენ ინვესტიციების ბაზარზე მოთხოვნის, მიწოდებისა და ფასების დონეზე, აგრეთვე მომავალ პერიოდებში ამ ფაქტორების შესაძლო ცვლილებათა განსაზღვრას. ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ტექნიკური და ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებს უფრო დაწვრილებით ქვემოთ განვიხილავთ.[1] ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების დროს ორივე ჯგუფის მეთოდებს შესაძლებელია საექსპერტო შეფასებათა მეთოდი დაემატოს.

[1] აღნიშნულ საკითხებს მაღე იხილავს ამ საკითხებით დაინტერესებული მკითხველი ახალ წიგნში „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“

15.2. ინვესტიციის პროცესის ინფრასტრუქტურა

ბაზრის ობიექტური კანონზომიერებების შესაბამისად, ინვესტირება განვითარებული ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირებას გულისხმობს. ინვესტიციისა და ფინანსური ბაზრების ურთიერთმოქმედება საბაზრო მეურნეობაში მაკროეკონომიკური წონასწორობის მნიშვნელოვან პირობას წარმოადგენს. ფინანსური ბაზარი უზრუნველყოფს ბაზრის ერთი წევრი სუბიექტების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულირებას და სხვების მიერ მათ ეფექტიანად გამოყენებას, ფინანსური რესურსების შეუფერხებლად ფორმირებას, მათ ყველაზე უფრო ეფექტიანად ინვესტირებას და მიზანმიმართულად გამოყენებას.

საფინანსო შუამავლების ცნება, სახეები და როლი საინვესტიციო პროცესში

საფინანსო შუამავლობის თეორიის დებულების თანახმად, საინვესტიციო რესურსების ძირითადი მესაკუთრეები არიან მოქალაქეები, ძირითადი მომხმარებლები კი – საწარმოები და ორგანიზაციები.

მოსახლეობის დანაზოგების საინვესტიციო მნიშვნელობის ანალიზის დროს მიღებულია დანაზოგების ორგანიზებული და არაორგანიზებული ფორმების გამოყოფა. ორგანიზებულს უწოდებენ იმ დანაზოგებს, რომლებსაც ახორციელებენ ბანკებსა და ფასიან ქაღალდებში ანაბრების სახით. ამ სახის დანაზოგები ის ფულადი რესურსებია, რომლებიც ფინანსების ბაზრის ამა თუ იმ ინსტიტუტის მიერაა აკუმულირებული და შედარებით ადვილად გარდაისახება ინვესტიციებად. არაორგანიზებულია ნაღდი ვალუტის ფორმით არსებული დანაზოგები, რომლებიც მოსახლეობის ხელში რჩება. ამ ფორმის მქონე დანაზოგები პოტენციურ საინვესტიციო რესურსს წარმოადგენს.

შინამეურნეობები ფულადი რესურსების ერთადერთი მიმწოდებლები არ არიან ფინანსურ ბაზარზე. საინვესტიციო კაპიტალის წყაროები შეიძლება იყოს საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების საკუთარი რესურსები, საწარმოებისა და ორგანიზაციების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები, სახელმწიფოსა და უცხოელი ინვესტორების სახსრები და სხვა.

საინვესტიციო მოთხოვნისა და მიწოდების რეალიზებას ახორციელებენ საფინანსო შუამავლები, რომლებსაც ეკონომიკური სუბიექტების საინვესტიციო და საფინანსო მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების ფართო შესაძლებლობები აქვთ. საინვესტიციო რესურსების მობილიზებისა და მათი ეფექტიანად განთავსების საბაზრო მექანიზმი გულისხმობს საინვესტიციო პროცესის იმგვარად განვითარებული ინფრასტრუქტურის, ინვესტორთა საბაზრო ეკონომიკის შესაბამისი ამა თუ იმ ინსტიტუციური ორგანოების არსებობას.

განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკას ახასიათებს იმ ინსტიტუტების რთული და მრავალფეროვანი სტრუქტურა, რომლებიც საინვესტიციო რესურსების მობილიზებასა და სამეწარმეო საქმიანობაში მათ დაბანდებას ეწევიან. საფინანსო შუამავლების ფუნქციების შემსრულებელი ეს ინსტიტუტები თავს უყრიან შინამეურნეობათა და ფირმების ცალკეულ დანაზოგებს საინვესტიციო კაპიტალის მნიშვნელოვან მასებად და შემდეგ ინვესტიციების მომხმარებლებს შორის განათავსებენ მათ.

საფინანსო ინსტიტუტები ყველაზე უფრო ზოგადი სახით შემდეგ ტიპებს მოიცავს:

- კომერციულ ბანკებს (უნივერსალურსა და სპეციალიზებულს);
- არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტებს (საფინანსო და სადაზღვევო კომპანიებს, საპენსიო ფონდებს, ლომბარდებს, საკრედიტო კავშირებსა და ამხანაგობებს);
  საინვესტიციო ინსტიტუტებს (საინვესტიციო კომპანიებსა და ფონდებს, საფონდო ბირჟებს, საფინანსო ბროკერებს, საინვესტიციო კონსულტანტებს და სხვა).

ინსტიტუციური ინვესტორების ყველა ჯგუფის საერთო მახასიათებელია მათ მიერ დროებით თავისუფალი სახსრების (სახელმწიფო, ფირმების, მოსახლეობის) აკუმულირება და შემდგომში მათი დაბანდება ეკონომიკაში.

ამავე დროს, ყოველ ხსენებულ ჯგუფს საკუთარი სპეციფიკა აქვს, როგორც მათთვის ჩვეული ფუნქცი-

ების განხორციელებაში, ისე საინვესტიციო რესურსების აკუმულაციის მექანიზმსა და მათ განთავსებაში.

ბანკები

მნიშვნელოვანი საინვესტიციო პოტენციალი საბანკო სისტემის დაწესებულებებშია თავმოყრილი, რომლებსაც სხვა შუამავალი ინსტიტუტებისგან განსხვავებით განსაკუთრებული შესაძლებლობები აქვთ ტრანსაქციული ფულადი სახსრების და საკრედიტო ემისიის გამოყენების სფეროში. აკუმულირებულ დროებით თავისუფალ საფინანსო რესურსებს ბანკები საკრედიტო სისტემის არხების მეშვეობით წარმართავენ წამყვან, ყველაზე უფრო დინამიკურად განვითარებად სექტორებსა და დარგებში და ამით ხელს უწყობენ ეკონომიკის სტრუქტურულად გარდაქმნას. საბანკო სისტემა საინვესტიციო მოთხოვნის დაკმაყოფილების მნიშვნელოვანი წყაროა. განვითარებული საბაზრო სისტემის მქონე ქვეყნებში თვითდაფინანსების შედარებით მაღალი დონის მიუხედავად, შიდა რესურსები ვერ ფარავენ ინვესტიციებზე არსებულ საერთო მოთხოვნილებებს. დეფიციტი ყველაზე უფრო თვალში საცემია ქვეყნების სამეურნეო ორგანიზაციაში მიმდინარე მსხვილი სტრუქტურული ძვრების განხორციელების დროს, როცა მკვეთრად მატულობს ინვესტიციებზე არსებული მოთხოვნა.

საბანკო სისტემის საფუძველთა საფუძველია უნივერსალური კომერციული ბანკები, რომლებიც ფინანსების ბაზრის სხვადასხვა სექტორში მოღვაწე მრავალფუნქციური დაწესებულებებია. ამასთან, საბანკო მომსახურების სპეციალიზაციის ტენდენციის განვითარებამ გამოიწვია სპეციალიზებული საინვესტიციო ბანკების გამოყოფა. ამ ბანკების თავისებურებაა მათი ორიენტაცია გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზებასა და მის გაცემაზე აქციების, ობლიგაციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და განთავსების, აგრეთვე, გრძელვადიანი დაკრედიტების გზით, არასაფინანსო კომპანიების საემისიო – სადამფუძნებლო საქმიანობის მომსახურება და მონაწილეობა.[1]

საინვესტიციო ბანკების სახეები

თანამედროვე საერთაშორისო საკრედიტო სისტემაში არსებობის ორი სახის საინვესტიციო ბანკები. პირველი სახის ბანკები ახორციელებენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების განთავსებასა და ვაჭრობასთან დაკავშირებულ მომსახურებას, ხოლო მეორე ტიპისა – საშუალო და გრძელვადიანი კრედიტების გაცემასთან დაკავშირებულს.

პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები გავრცელებულია ინგლისში, ავსტრალიაში, კანადასა და აშშ-ში. ამ ტიპის საინვესტიციო ბანკებს, როგორც წესი, აკრძალული აქვთ მოსახლეობისა და ფირმებისგან ანაბრების მიღება. მათი რესურსები ყალიბდება საკუთარი საემისიო საქმიანობისა (ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და სხვა საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების კრედიტების მოზიდვის ხარჯზე. საინვესტიციო ბანკები ორგანიზატორების ან კონსულტანტების ფუნქციებს შეიძლება ასრულებდნენ. ისინი ხელმძღვანელობენ მესამე პირების ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორეულ მიმოქცევას, გვეულინებიან ემისიის გარანტების, შუამავლებისა და კრედიტორების როლში; საფონდო ოპერაციების განხორციელების დროს, შერწყმისა და შთანთქმის ბაზრის აქტიურ მონაწილეებად, კომპანიების მიერ განუთავსებელი ფასიანი ქაღალდების ნაწილის მყიდველ აგენტებად, საფინანსო კონსულტანციებს ეწევიან ფასიან ქაღალდებზე და ფირმებისა და კორპორაციების საქმიანობის სხვა ასპექტებზე.

პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები ძირითადად საქმიანობენ ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო პირველად ბაზარზე და მათ განთავსებაში შუამავლის ფუნქციას ასრულებენ. განთავსების ძირითად მეთოდებად ისინი იყენებენ ანდერრაიტინგს (ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვების შეძენა და ბაზარზე მათი განთავსების ორგანიზება), პირდაპირ განთავსებას (რომლის დროსაც ბანკები მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებისა და მყიდველების კონსულტირებას ახდენენ), საუკეთესო განთავსებას (როდესაც საინვესტიციო ბანკები აყალიბებენ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების განთავსების ჯგუფებს), საკონკურენტო ვაჭრობას (სადაც საინვესტიციო ბანკები აუქციონის ორგანიზატორებია). ფასიანი ქაღალდების მსხვილი ემისიების განხორციელების დროს ბანკები ქმნიან სინდიკატებსა

[1] ცალკეულ ქვეყნებში ამგვარი ფუნქციების შემსრულებელ დაწესებულებებს სავაჭრო, საქმიან ბანკებს უწოდებენ.

და კონსორციუმებს. პირველი ტიპის საინვესტიციო ბანკები ამჟამად წარმოადგენენ მძლავრ და დინამიკურად განვითარებად საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებს.

მეორე სახის საინვესტიციო ბანკები განვითარებულია დასავლეთ ევროპის მთელ რიგ ქვეყნებსა (იტალია, ესპანეთი, ნიდერლანდები, ნორვეგია, პორტუგალია, საფრანგეთი, შვედეთი) და განვითარებად ქვეყნებში. ამ ბანკების ძირითადი ამოცანებია ეკონომიკის დარგებისა და სექტორების საშუალო და გრძელვადიანი დაკრედიტება, სპეციალური მიზნობრივი პროექტების რეალიზაცია მოწინავე ტექნოლოგიების დარგში, აგრეთვე, ეკონომიკის სტაბილიზაციისა და სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სახელმწიფო პროგრამების განხორციელება. ისინი მრავალფეროვან ოპერაციებს ასრულებენ სასესხო კაპიტალის ბაზარზე, თავს უყრიან ფიზიკური და იურიდიული პირების დანაზოგებს, სესხებს (საშუალო და გრძელვადიან კრედიტებს) გასცემენ ფირმებზე, დაბანდებებს ახორციელებენ კერძო და სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში, ეწევიან სხვა ფინანსურ მომსახურებას.

აღსანიშნავია, რომ საინვესტიციო ბანკები მთელ რიგ ქვეყნებში ასრულებენ ორიენ სახის საინვესტიციო ბანკებისთვის დამახასიათებელ ფუნქციებს, ინგლისში, კანადასა და აშშ-ში მეორე სახის საინვესტიციო ბანკები არ არსებობს; გრძელვადიან დაკრედიტებას ახორციელებენ სხვა ტიპის საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები; ზოგ ქვეყანაში (გერმანია, ფინეთი, შვეიცარია) საინვესტიციო ბანკების ფუნქციებს კომერციული ბანკები ასრულებენ.

სპეციფიკური საინვესტიციო ინსტიტუტია იპოთეკური ბანკები. ისინი სახსრების მოზიდვას და ხანგრძლივი ვადით განთავსებას ახორციელებენ უძრავი ქონების – მიწისა და ნაგებობების – საწინდრით. ძირითადი საქმიანობის გვერდით იპოთეკურ ბანკებს შეუძლიათ სახსრები დააბანდონ ფასიან ქაღალდებში, სესხები გასცენ ფასიანი ქაღალდების საწინდარით, განახორციელონ სხვა საფინანსო მომსახურება. იპოთეკური ბაზრების რესურსებს მნიშვნელოვანწილად აყალიბებს იპოთეკური ობლიგაციებისა და საგირავნო ფურცლების გამოშვებით მოზიდული სახსრები. ეს საკმაო ვალდებულებები საიმედო, მყარპროცენტიანი ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც ბანკის მიერ გაცემული იპოთეკური კრედიტების ერთობლიობითაა უზრუნველყოფილი.

არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები

არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებს ეკუთვნის ლომბარდები, საკრედიტო ამხანაგობები, საკრედიტო კავშირები, ურთიერთკრედიტის საზოგადოებები, სადაზღვეევო საზოგადოებები, საპენსიო ფონდები, საფინანსო კომპანიები და სხვა.

ლომბარდები ისეთი საკრედიტო დაწესებულებებია, რომლებიც სესხებს გასცემენ ქონების გირაოთი. ისტორიულად ისინი აღმოცენდნენ, როგორც სავაჭრო კაპიტალის კერძო საწარმოები. თანამედროვე პირობებში მრავალ ქვეყანაში ლომბარდების კაპიტალის ფორმირებასა და ფუნქციონირებაში სახელმწიფო მონაწილეობს. მათ საქმიანობაში სახელმწიფოსა და კერძო კაპიტალის მონაწილეობის ხარისხზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ სახელმწიფო და კომუნალურ, კერძო და შერეული ტიპის ლომბარდებს. ლომბარდები სპეციალიზდებიან მოძრავი ქონების გირაოთი უზრუნველყოფილი სამომხმარებლო კრედიტის გაცემაზე. სრულდება, აგრეთვე, კლიენტების ფასეულობათა შენახვისა და დაგირავებული ქონების საკომისიო წესით გაყიდვის ოპერაციები. ამ წრის ოპერაციები განსაზღვრავს ლომბარდების ორგანიზაციული სტრუქტურის სპეციფიკას: ფილიალებისა და განყოფილებების გარდა მსხვილ ლომბარდებს შეუძლია ჰქონდეთ საწყობებისა და მაღაზიების ქსელი.

ლომბარდებში მიმდინარე საკრედიტო ოპერაციების თავისებურებაა კლიენტთან საკრედიტო ხელშეკრულებისა და საგირავნო ვალდებულების უქონლობა. გირაოთი სესხის გაცემის დროს კლიენტი იღებს საგირავნო ბილეთს, როგორც წესი, წარმომდგენზე, რომელსაც აქვს სარეგისტრაციო ნომერი რეგისტრაციის ჟურნალში. მასში მითითებულია მსესხებლის რეკვიზიტები და გარიგების ძირითადი პირობები. საკრედიტო გარიგებათა უმრავლესობა ითვალისწინებს შეღავათიან ვადას, რომლის გასვლის შემდეგ შეიძლება დაგირავებული ქონების გაყიდვა.

საკრედიტო ამხანაგობები იქმნება საკუთარი წევრების – კოოპერატივების, საიჯარო საწარმოების,

მცირე და საშუალო ბიზნესის საწარმოების, ფიზიკური პირების – საკრედიტო-საანგარიშსწორებო მომსახურების მიზნით. საკრედიტო ამხანაგობების კაპიტალს აყალიბებენ პაიების შეძენისა და საუალდებულო საწევრო შესატანის გადახდის გზით. საკრედიტო ამხანაგობების ძირითადი ოპერაციებია სესხების გაცემა, საკომისიო და საშუამავლო ოპერაციები.

საკრედიტო კავშირები კერძო პირების ან წერილი საკრედიტო ორგანიზაციების ჯგუფების მიერ შექმნილი საკრედიტო კოოპერატივებია. ისინი ორი ძირითადი ტიპისაა: პირველი ტიპის საკრედიტო კავშირებს ქმნიან პროფესიული ან ტერიტორიული ნიშნით გაერთიანებულ ფიზიკურ პირთა ჯგუფები, ხოლო მეორეს – დამოუკიდებელი საკრედიტო ამხანაგობების ნებაყოფლობითი გაერთიანებები. საკრედიტო კავშირების კაპიტალს აყალიბებენ პაიების გადახდის, პერიოდული საწევრო შენატანების, აგრეთვე, სესხების გამოშვების გზით. საკრედიტო კავშირები ასრულებენ ისეთ ოპერაციებს, როგორიცაა: ანაბრებიას მოზიდვა, სესხების გაცემა კავშირის წევრებზე (უზრუნველყოფით), თამასუქების განაღდება, საეჯრო-საშუამაელო და საკომისიო ოპერაციები, საკონსულტაციო და აუდიტორული მომსახურება.

ურთიერთკრედიტის საზოგადოებები საქმიანობის ხასიათით იმ კომერციული ბანკების მსგავსი საკრედიტო ორგანიზაციებია, რომლებიც საშუალო და წერილ ბიზნესს ემსახურებიან. საზოგადოების წევრები შეიძლება იყვნენ ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომლებიც საზოგადოების კაპიტალს აყალიბებენ საწევრო შენატანების ხარჯზე. ურთიერთკრედიტის საზოგადოებაში მიღების დროს მიმღები კომიტეტი ამოწმებს მისაღები პირის კრედიტუნარიანობას, მის მიერ წარმოდგენილ გარანტიებს ან თავდებობას, ქონებრივ უზრუნველყოფას და განსაზღვრავს მისთვის გახსნილი კრედიტის მაქსიმალურად შესაძლო სიდიდეს.

საზოგადოებაში შესვლის დროს მის წევრს საპაიო შესატანის სახით შეაქვს მისთვის გახსნილი კრედიტის გარკვეული პროცენტი. იგი ვალდებულებას იღებს, პასუხი აგოს საკუთარ ვადებზე, აგრეთვე, საზოგადოების ოპერაციებზე მისთვის გახსნილი კრედიტის ოდენობით. ურთიერთკრედიტის საზოგადოებიდან გასვლის დროს მისი მონაწილე ფარავს ძირითადი ვალის თანხას, საზოგადოების ვალების მასზე მოსულ ნაწილს, რის შემდეგაც მას უბრუნებენ საწევრო შენატანსა და დაგირავებულ ქონებას.

სადაზღვეო საზოგადოებები ახდენენ სადაზღვეო პოლისების რეალიზებას და მოსახლეობისგან რეგულარული შენატანების სახით იღებენ დანაზოგებს, რომლებსაც შემდეგ ათავსებენ საცხოვრებელი ნაგებობებით დაწინდულ სახელმწიფო და კორპორაციულ ფასიან ქაღალდებში. შენატანების, სადაზღვეო კომპანიების კუთვნილ ობლიგაციებზე საპროცენტო შემოსავლებისა და აქციებზე დივიდენდების რეგულარულად შემოსვლა უზრუნველყოფს მდგრადი და მსხვილი ფინანსური რეზერვების დაგროვებას.

სადაზღვეო საზოგადოებების ორგანიზება შეიძლება სააქციო საზოგადოების ან კომპანიის ფორმით. ამ ბოლო შემთხვევაში სადაზღვეო პოლისების მფლობელები ფირმის თანამფლობელებსაც წარმოადგენენ; სადაზღვეო პოლისის მფლობელის დაგროვილი შენატანები განიხილება როგორც მისი პაი თანაზიარ კომპანიაში.

კერძო საპენსიო ფონდები იურიდიულად დამოუკიდებელი ფირმებია, რომლებსაც მართავენ სადაზღვეო კომპანიები ან კომერციული ბანკების ტრასნ-განყოფილებები. მათი რესურსები ყალიბდება ფირმების მომუშავეთა რეგულარული შენატანებისა და ანარიცხების საფუძველზე, რომლებიც საპენსიო ფონდს ქმნის, აგრეთვე, ფონდების კუთვნილ ფასიან ქაღალდებზე მიღებული შემოსავლების ხარჯზე. საპენსიო სახსრებს აბანდებენ ყველაზე უფრო შემოსავლიან კერძო ფასიან ქაღალდებში, სახელმწიფო ობლიგაციებში, უძრავ ქონებაში. ისინი აქციების უმსხვილესი ინსტიტუციური მფლობელებია. მათში აქციონერული კონტროლის კონცენტრაცია, ჩვეულებრივ, აჭარბებს საინვესტიციო და სადაზღვეო კომპანიების ერთი და იმავე ფირმის აქციების თავმოყრის ხარისხს. შედარებით მცირეა მაღალლიკვიდურ აქტივებში (მიმდინარე ანაბრები, ხაზინის თამასუქები და ა.შ.) დაბანდებათა ხვედრითი წილი. საპენსიო ფონდები გამოირჩევა მდგრადი ფინანსური მდგომარეობით, გააზრებული საინვესტიციო სტრატეგიით.

საფინანსო კომპანიები სპეციალიზდება სამომხმარებლო საქონლის განვადებით გაყიდვის დაკრედიტებაზე და სამომხმარებლო სესხების გაცემაზე. ფინანსური კომპანიების რესურსების წყაროა ბაზარზე განთავსებული საკუთარი მოკლევადიანი ვალდებულებები და ბანკების კრედიტები.

საინვესტიციო ინსტიტუტები

საინვესტიციო ინსტიტუტები იმ მეურნე სუბიექტებით (ან ფიზიკური პირებით) არის წარმოდგენილი, რომელთა მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განხორციელებული საქმიანობა სპეციფიკური ხასიათისაა, დაშვებული არაა მისი შეთავსება სხვაგვარ საქმიანობასთან. საინვესტიციო ინსტიტუტებს ეკუთვნის გარკვეული სახის სპეციალური საპენსიო — საკრედიტო ინსტიტუტები (პირველი სახის საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები), აგრეთვე, საფონდო ბირჟები, საინვესტიციო ბროკერები, დილერები, კონსულტანტები და სხვა.

საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები იმ საფინანსო — საკრედიტო ინსტიტუტების სახესხვაობებია, რომლებიც საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით უყრიან თავს კერძო პირების სახსრებს და სხვა ემიტენტების ფასიან ქაღალდებში განათავსებენ მათ. მათი გამოშვების საზღვრები შეზღუდულია კომპანიის ფასიანი ქაღალდების პორტფელით უზრუნველყოფილი დაფარვის სიდიდით.

საინვესტიციო კომპანიები ისეთი გაერთიანებებია (კორპორაციები), რომლებიც ფასიან ქაღალდებზე ასრულებენ ოპერაციებს და კომერციული ბანკების ზოგიერთ ფუნქციასაც ახორციელებენ. მათ ფუნქციონირება შეუძლიათ საფინანსო ჯგუფების, პოლდინგური და საფინანსო კომპანიების სახით. საინვესტიციო ფონდებს აფუძნებენ სააქციო საზოგადოების ფორმით.

რესურსების ჩამოყალიბების მეთოდებზე დამოკიდებულებით ერთმანეთისგან განასხვავებენ დახურული და ღია ტიპის საინვესტიციო კომპანიებს (ფონდებს). ღია ტიპის საინვესტიციო კომპანიების აქციების რაოდენობა, რომელიც აქციონერულ კაპიტალს აყალიბებს, იცვლება აქციებზე მოთხოვნის შესაბამისად. კომპანია ნებისმიერ მომენტში მზადაა გაყიდოს ახალი აქციები ან მათი გაყიდვის მოსურნე პირებისგან გამოისყიდოს საკუთარი აქციები, რაც უზრუნველყოფს მეანაბრეთა დაბანდებების მაღალ ლიკვიდობას. ამ კომპანიების აქციები მეორეულ ბაზარზე არ მიმოიქცევა. დახურული ტიპის საინვესტიციო კომპანიების აქციონერული კაპიტალის სიდიდე ფიქსირებულია. აქციების კურსს განსაზღვრავს მეორეულ ბაზარზე მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის ჩამოყალიბებული თანაფარდობა.

საინვესტიციო კომპანიების ის მნიშვნელოვანი უპირატესობა, რაც მეანაბრეებს იზიდავს, არის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაციის ფართო შესაძლებლობები, საფონდო აქტივების კვალიფიციურად მართვა, რაც უზრუნველყოფს რისკების განაწილებას და ინვესტირებული სახსრების ლიკვიდობის ამაღლებას. წვრილი და საშუალო ინვესტორები, რომლებსაც არა აქვთ მნიშვნელოვანი თავისუფალი ფულადი სახსრები და, მაშასადამე, თავიანთი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობები, საინვესტიციო კომპანიების აქციების შეძენით იმის შესაძლებლობას იღებენ, რომ გამოიყენონ საფონდო ღირებულებათა უფრო დაბალანსებული ნაკრები. საინვესტიციო კომპანიების აქციონერთა შორის ბოლო დროს იმატა ინსტიტუციური ინვესტორების, პირველ რიგში — სადაზღვევო კომპანიებისა და საპენსიო ფონდების ხვედრითმა წილმა.

საფონდო ბირჟა ფასიანი ქაღალდების განსაკუთრებული, ინსტიტუციონურად ორგანიზებული ბაზარია. იგი ფუნქციონირებს საბირჟო ბროკერების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა — გაყიდვის შესახებ ინსტიტუციონური და ინდივიდუალური ინვესტორების დაკვალებით; ორგანიზებულად შემოტანილი წინადადებების მნიშვნელოვანი ნაწილი საბაზრო ეკონომიკაში საფონდო ბირჟის მეშვეობით ხორციელდება.

ბირჟის საფონდო ოპერაციები ხელს უწყობს ფულადი რესურსების მოზიდვას და მათ გადანაწილებას ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებსა და დარგებს შორის. საფონდო ბირჟაზე ყალიბდება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებათა დადების მუდმივი და ერთგვაროვანი წესები. იგი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საეჭვრო, პროფესიული, ნორმატიული და ტექნოლოგიური „ბირთვია“. საფონდო

ბირჟის ფუნქციებში შედის ბაზრის მუდმივობის, ლიკვიდობისა და რეგულირების უზრუნველყოფა, საბაზრო კონიუნქტურის აღრიცხვა, აქციების კოტირება. საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების კურსების დინამიკა კაპიტალის ეფექტიანად დაბანდების მიმართულებებს ასახავს და მთლიანად ბაზრის მდგომარეობის ინდიკატორად გვევლინება.

საინვესტიციო დილერები და ბროკერები წარმოდგენილია იმ პროფესიული ორგანიზაციებით, რომლებიც საშუამავლო საქმიანობას ეწევიან საფონდო ბაზარზე, ან ცალკეული ფიზიკური პირებით. საინვესტიციო დილერი საკუთარი სახელითა და საკუთარი ხარჯით იძენს ფასიან ქაღალდებს შემდგომში ინვესტორებს შორის მათი განთავსების მიზნით. საინვესტიციო ბროკერი ერთმანეთს ახვედრებს ფასიანი ქაღალდების მყიდველებსა და გამყიდველებს და ამ ქაღალდებზე გარიგებებს ახორციელებს საკომისიო ჯილდოს ფასად.

ინვესტირების საკრედიტო და საფონდო ვარიანტები

საფინანსო შუამავლების მიერ მობილიზებული საინვესტიციო კაპიტალის განთავსება სხვადასხვა ფორმით შეიძლება: სესხების, აქციების გამოშვების, ობლიგაციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების შეძენის და ა.შ. ინვესტიციებად დანაზოგების გარდასახვის ხერხებზე დამოკიდებულებით გამოყოფენ ფინანსების ბაზრის ორ სეგმენტს: კრედიტების ბაზარს, სადაც ფულადი სახსრების გადაცემაში საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები შუამავლობენ, და საფონდო ბაზარს, სადაც საინვესტიციო კაპიტალის გადანაწილება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და გაყიდვის გზით ხორციელდება.

ინვესტირების პირველი ვარიანტი შესამჩნევ როლს თამაშობს განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, სადაც მეურნეობის ხარჯების დაფინანსებაში კრედიტის ხვედრითი წილი 25-30%-დან 50-60%-მდე მერყეობს საფონდო და საკრედიტო ბაზრების მეშვეობით, დაფინანსების მოცულობათა თანაფარდობაზე დამოკიდებულებით. აქ მნიშვნელოვანი ხვედრითი წილი უჭირავს მოსახლეობის ანაბრებს ბანკების პასივებში. მაგალითად, იაპონიაში იგი საბანკო სისტემის რესურსების 79%-ს აღწევს. დანაზოგების გადაცემის ამ ხერხის მიმზიდველობას მათი მფლობელებისათვის ის განაპირობებს, რომ იგი უზრუნველყოფს დაბანდებათა მაღალ ლიკვიდობას, მათ საიმედოობასა (დაბანდებული სახსრების ვერდაბრუნების რისკი საფინანსო-საკრედიტო ინსტაციებზეა გადაკისრებული) და წვრილ მეანაბრეთა ფართო მასების ხელმისაწვდომობას, რაც ფარავს ფასიან ქაღალდებში დაბანდებებთან შედარებით ნაკლებ შემოსაელიანობას.

საფონდო ბაზრის – საბაზრო ეკონომიკაში სახსრების მობილიზების ამ მნიშვნელოვანი ფორმის – გამოყენება მნიშვნელოვანი მოცულობის სახსრების ხანგრძლივად ან შეუზღუდავი ვადებით (აქციების ემისიის შემთხვევაში) აკუმულირების შესაძლებლობას უქმნის ფირმებს. ინვესტირების ამ წყაროს ხვედრითი წილი აშშ-ის კორპორაციების კაპიტალურ დაბანდებათა მთლიანი მოცულობის 18%-ს შეადგენს.

ინვესტირების მოდელი შემდეგნაირად შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ: საინვესტიციო რესურსების მობილიზება – მათი დაბანდება კრედიტებში, საწარმოო, საფინანსო, სახელმწიფო და მუნიციპალური ორგანოების ფასიან ქაღალდებში. იგი ეფექტიანად მოქმედებს მხოლოდ რეალური კვლავწარმოების დროს. ამ დროს ხდება სახსრების გადანაწილება ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებს შორის, დაბანდებათა მიმზიდველობის იმ საბაზრო კრიტერიუმებიდან გამომდინარე, რომლებიც რისკის დასაშვები დონისას მაქსიმალური მომგებიანობის მიღწევაზეა ორიენტირებული. გარდა ამისა, თვით სექტორებში გამოიკვეთებიან ის ლიდერები, რომლებიც ყველაზე უფრო პერსპექტიულ და ხარისხიან საქონელს სთავაზობენ ბაზარს. ამის შედეგად კვლავწარმოების განსხვაებულ ქვედანაყოფებს შორის შენარჩუნებულია გარკვეული თანაფარდობა, რომელიც ასახავს, თუ რას ანიჭებენ უპირატესობას ეკონომიკური სუბიექტები ინვესტირების პროცესში.

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

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

ინვესტიციების ბაზრის მეშვეობით საბაზრო ეკონომიკაში ხორციელდება ინვესტიციების წრებრუნვა, საინვესტიციო რესურსების გარდაქმნა (საინვესტიციო მოთხოვნა) დაბანდებებად, რომლებიც კაპიტალური ღირებულების მომავალ ზრდას განაპირობებენ (რეალიზებული საინვესტიციო მოთხოვნა და მიწოდება).

✓ ინვესტიციის ბაზარი აქტიურად მონაწილეობს ფინანსური ინვესტიციების ფორმირების სტადიაზე, სადაც ხდება სხვადასხვა სახის საინვესტიციო საქონლის შეძენა: ა) მატერიალურ-ნივთობრივი ფორმით - შენობა-ნაგებობები, სატრანსპორტო საშუალებები, მანქანა-დანადგარები, მოწყობილობები, ნედლეული, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესის პროდუქცია (პროექტები, რეკომენდაციები, ახალი ტექნოლოგიები და სხვ.) და ა.შ. ბ) ფულადი ფორმით (ანაბრები, პაი, ფასიანი ქაღალდები და ა.შ.).

✓ ინვესტიციური მიწოდება მოიცავს ინვესტორების ახალ და სარეკონსტრუქციო ობიექტებს, მშენებარე და ფუნქციონირებად საწარმოების ძირითად კაპიტალს, საბრუნავ საშუალებებს, ფასიან ქაღალდებს, ქონებას, ძირითად არასაწარმოო კაპიტალს და ა.შ. ინვესტიციის ბაზარზე, სადაც ფორმირდება საინვესტიციო მიწოდება, გამყიდველები ყიდიან ფასიან ქაღალდებს და საინვესტიციო საქონელსაც აწოდებენ მომხმარებლებს.

✓ ინვესტიციების ბუნებიდან გამომდინარე, ინვესტიციის ბაზრის ორ ძირითად სახეობას — ფინანსური და მატერიალური, ანუ რეალური ინვესტიციების ბაზრებს თანამედროვე პირობებში შეიძლება დაემატოს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზარიც. ეს უკანასკნელი ფუნქციონირებს ლიცენზიების, საინჟინრო-საკონსულტაციო მომსახურების, ნოუ-ჰაუს, მეცნიერული დამუშავებების, პროექტებისა და სხვათა ყიდვა-გაყიდვის გზით.

✓ ინტელექტუალურ კაპიტალში დაბანდებები მოცულობით განსხვავდება ადამიანისეულ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციებისგან. იგი მოიცავს აგრეთვე სტრუქტურული კაპიტალის ელემენტებს, რომელიც გულისხმობს მოწყობილობებში, კომპიუტერებში, პროგრამებში, პატენტებსა და სავაჭრო მარკებში განხორციელებულ დაბანდებებს. ინტელექტუალური კაპიტალის თეორიის საფუძველზე ჩამოყალიბდა კონცეფცია სოციალური პარტნიორობის შესახებ. ეს კონცეფცია ეყრდნობა სოციალურ კაპიტალში დაბანდებულ ინვესტიციებს. სოციალური კაპიტალის თეორია გულისხმობს ურთიერთდახმარებისა და ნდობის ურთიერთობების განვითარებას ცალკეულ ჯგუფებში ან გაერთიანებებში მონაწილეობისათვის მზადყოფნას. უფრო განათლებულ და კვალიფიციურ მუშაკებს პოტენციურად მეტი შესაძლებლობები აქვთ ფირმის სოციალური კაპიტალისა და ეკონომიკის მაკროსისტემის ფორმირებისათვის. სოციალურ კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების ბაზაზე ჟალიბდება მიმზიდველი საინვესტიციო გარემოს სუბიექტური წანამძღვრები, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ინტელექტუალური ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაზე. „ინვესტიციის ბაზრის“ ცნების განმარტებისას საჭიროდ მიგვაჩნია შემდეგ პრინციპულ დებულებებ-ზე დაყრდნობა:

1) „ინვესტიციის ბაზრის“ ცნება უნდა მოიცავდეს როგორც რეალური, ისე ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) მიმოქცევას;

2) ინვესტიციის ბაზრის მიმოქცევის ობიექტები (ინსტრუმენტები) უნდა იყოს ყველა სახის ინვესტიციური საქონელი და ინსტიტუტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საწარმოს (და სხვა ინვესტორების) ინვესტიციების მთელ სპექტრს მათი მრავალფეროვანი ფორმით;

3) ინვესტიციურ საქონელთან და ინსტრუმენტებთან ერთად ინვესტიციის ბაზარზე მიმოქცევის ობიექტი უნდა იყოს ის საინვესტიციო მომსახურებაც, რომელსაც ინვესტორებს უწევენ მათი რეალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

მოყვანილ დებულებათა გათვალისწინებით, „ინვესტიციის ბაზრის“ ცნება ამგვარად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ: ინვესტიციების ბაზარი ის ბაზარია, სადაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებია მრავალფეროვანი ინვესტიციური საქონელი და ინსტრუმენტები, აგრეთვე, საინვესტიციური მომსახურება, რომელიც უზრუნველყოფს რეალური, ინტელექტუალური და ფინანსური ინვესტირების პროცესს.

✓ საბაზრო პრინციპებზე დამყარებული ქვეყნის ეკონომიკურ სისტემაში ინვესტიციის ბაზარი თამაშობს დიდ როლს და მას შემდეგი ძირითადი ფუნქციები განსაზღვრავს:

1) რესურსების (დანაზოგების) გადაცემა;

2) კაპიტალების გაერთიანება;

3) პროექტების შერჩევა;

4) კონტრაქტების შესრულების მონიტორინგი;

5) რისკების გადაცემა, დანაწილება და გაერთიანება;

6) დროებით თავისუფალი კაპიტალის აქტიური მობილიზაცია სხვადასხვა წყაროებიდან. საზოგადოების დანაზოგებს;

7) აკუმულირებული თავისუფალი კაპიტალის ეფექტიანად განაწილება მის მრავალრიცხოვან საბოლოო მომხმარებლებს შორის;

8) ინვესტიციების სფეროში კაპიტალის გამოყენების ყველაზე უფრო ეფექტიანი მიმართულებების განსაზღვრა;

9) ცალკეულ ინვესტიციურ საქონელზე, ინსტრუმენტებსა და მომსახურებაზე ისეთი საბაზრო ფასების ჩამოყალიბება;

10) ინვესტიციური საქონლისა და მომსახურების გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის კვალიფიციური შუამავლობის განხორციელება;

11) საინვესტიციო და კომერციული რისკების მინიმიზების პირობების შექმნა;

12) კაპიტალის ბრუნვის დაჩქარება, რაც ხელს უწყობს ეკონომიკური პროცესების გააქტიურებას. ინვესტიციის ბაზარი უზრუნველყოფს თავისუფალი კაპიტალის მობილიზებას.

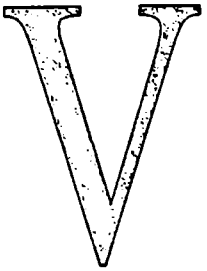
? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო პროცესის განხორციელების სპეციფიკური ფორმები საბაზრო ეკონომიკის პირობებში.
- ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციის ბაზრის საყოველთაოდ მიღებული განმარტება.
- სად ხდება კაპიტალით ვაჭრობა?
- დაასახელეთ ინვესტიციების შერჩევის კრიტერიუმები.
- რა თვისებები ახასიათებს საინვესტიციო რესურსებს?
- დაახასიათეთ ინვესტიციური რესურსების წრებრუნვა.
- რა არის ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების მიზანი?
- როგორ ფორმირდება ინვესტიციის ბაზარზე საქონლის ფასები?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის სტრუქტურული ელემენტები.
- ჩამოაყალიბეთ ინტელექტუალური ბაზრის თვისებურებები.
- რატომაა აუცილებელი ინტელექტუალური კაპიტალის ბაზრის გამოყოფა?
- რა არის ინტელექტუალური პროდუქტების ფასი?
- რა არის ინჟინირინგი?
- დაახასიათეთ ინვესტიციების წრებრუნვა.
- რა განსხვავებაა ინვესტიციებსა და საინვესტიციო საქონელს შორის?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი დებულებები.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ფუნქციები.
- ინვესტიციური ბაზრების სისტემატიზაცია რომელი ძირითადი ნიშნების მიხედვით წარმოებს?
- დაასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის მდგენელები.
- ვინ არიან ინვესტიციის ბაზრის მონაწილენი?
- ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილენი.
- ჩამოთვალეთ ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის მონაწილენი.
- ჩამოთვალეთ ვალუტის ბაზრის მონაწილენი.
- ჩამოთვალეთ ოქროს ბაზრის მონაწილენი.
- რა არის ინფრასტრუქტურის სუბიექტები?
- როგორია ინვესტიციის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით?
- რასთან არის კავშირში და რაზეა დამოკიდებული ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირება?
- რა თამაშობს ძირითად როლს ინვესტიციის ბაზრის ძირითადი ელემენტების სისტემაში?
- რა თვისებურებებით ხასიათდება ინვესტიციის ბაზარზე ფასების ფორმირების პროცესი?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ეფექტიანობის სამი დონე.
- რაში მდგომარეობს ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი თვისებურებები?
- დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ფასსა და მიწოდების ფასზე მოქმედი ფაქტორები.
- ცალ-ცალკე დაახასიათეთ ზემოთაღნიშნული ფაქტორები: რისკის დონე, კრედიტის ლიკვიდობის დონე, მართვის დონე.
- დაასახელეთ უცხოური სავალუტო კურსის დონეზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორები.
- ჩამოთვალეთ საწარმოთა გარიგებების კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები.
- დაახასიათეთ ფორვარდული, ფიუჩერსული, ოპციონური, სვოპური გარიგებები.
- დაახასიათეთ საწარმოთა ოპერაციების ძირითადი ჯგუფები.

- რა ფუნქციებს ასრულებენ ანდერრაიტერები?
- როგორ ხორციელდება ნასესხები საინვესტიციო რესურსების მოზიდვა გარე წყაროებიდან.
- როგორ ხდება საკუთარი ობლიგაციების ემისია და განთავსება?
- რას ნიშნავს კაპიტალის დეზინვესტორება?
- დაახასიათეთ საინვესტიციო რისკების დაზღვევის ოპერაციები.
- დაახასიათეთ სპეკულაციური ოპერაციები.
- დაახასიათეთ საარბიტრაჟო ოპერაციები.
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პირობები.
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო სფეროში საბაზრო ელემენტების ჩამოყალიბების მექანიზმი.
- დაახასიათეთ საბაზრო ეკონომიკაში ინვესტიციების მოძრაობის სქემა.
- რა არის საინვესტიციო ობიექტების თავისებურებები?
- რა არის საინვესტიციო მოთხოვნის ფაქტორები?
- რაოდენ დამოკიდებულება არსებობს დანაზოგების ნორმის ცვალებადობასა და ინფლაციას შორის?
- რა არის საინვესტიციო მოთხოვნაზე მოქმედი ფაქტორები?
- რა გავლენას ახდენს საპროცენტო და საგადასახადო პოლიტიკა ინვესტიციებზე?
- რა როლს თამაშობს მოგების ნორმა საინვესტიციო საქმიანობაში?
- რა დამოკიდებულება აქვთ საინვესტიციო ფუნქციებთან მოგებას, მოგების ნორმის დინამიკასა და მოსალოდნელი მოგების სიდიდეს?
- კიდევ რა ფაქტორები მოქმედებენ საინვესტიციო მოთხოვნაზე?
- რა დამოკიდებულებაა შემოსავლიანობის ნორმასა და საინვესტიციო მოთხოვნას შორის?
- რას ნიშნავს წრნასწორული ფასების მექანიზმი?
- რას ნიშნავს ჯ.ჯიქსის „IS-LM“ მოდელი?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის რყევების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით.
- კონიუნქტურის ცვლილების მასშტაბის მიხედვით რა სახეებს განიხილავენ?
- რყევების რა სახეებს განიხილავენ კონიუნქტურული ციკლის სტადიების მიხედვით?
- რყევების რა სახეებს განიხილავენ მათი ხანგრძლივობის მიხედვით?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურული ციკლის სტადიები.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ინდიკატორები.
- კონიუნქტურის შესწავლის რომელ სამ ეტაპს გამოყოფენ?
- რა იგულისხმება კონიუნქტურის პროგნოზირებაში?
- ინვესტიციების ტენდენციური ანალიზისათვის გამოყენებულ რომელ ძირითად გრაფიკებს დასახელებთ?
- ახსენით დოუს თეორიის არსი.
- ახსენით ელიოტის ტალღების თეორიის არსი.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდები.
- დაასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზირების მეთოდები.

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერჟე", 2007.
2. გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.
3. კოვზანაძე ი. საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.
4. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სიახლე". 2002. გვ. 20-71.
5. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
6. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
7. ქოქიაური ლ., შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
8. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
9. **Алехин Б.И.** Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика", 1991, გვ.159.
10. **Бригхем Ю. Эрхардт М.** Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2005.
11. **Гойло В.** Интеллектуальный капитал. «МЭиМО», 1998, №11, გვ. 68-77.
12. **Дятлов С.** Основы теории человеческого капитала. М., СПБ, 1994, გვ. 160.
13. **Флекснер К.** Просвещенное общество экономика с человеческим лицом. М., «Международные отношения», 1994 и др.
14. **Игонина Л.** Инвестиции М.: Экономисть. 2004.
15. **Иноземцев В.В.** В поисках богатства общества. «МЭиМО», 1998, №3, გვ. 151-153.
16. **Ковалев В.В.** Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006.
17. **Миловидов В. Д.** Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, გვ.15, 20.
18. **Сакс Дж., Ларрен Ф.** Макроэкономика. Глобальный подход. М., «Дело», 1996, გვ.132.
19. **Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.** Инвестиции. М.: Инфра. 2001.
20. **Хайек Ф.** Прибыль, процент и инвестиции. М.: Прогресс. 1988.
21. **Bodi Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Edication Company. 2000. gv.229-260.
22. **Coleman I.S.** Foundations of Social Theory. Cambridge (Mass), 1990.
23. **Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's Edicational Series, inc. New York. 1995.
24. **Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc., 1991.
25. **Fridman M.A.** Theory of Consumption Function. Printen. 1963.
26. The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965.
27. **Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.
28. **Rosenberg Jerry M.** Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.
29. SecuritiesMarkets in OECD Countries. Organisation and regulation. OECD Documents, 1995.
30. **Stiglitz J.E.** Finantial Sistems for Fastern Europe's Emerging Democracies. San Francisco, California: An International Center for Fconomic Crouth Publication, 1993. გვ. 81.
31. **Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec.
32. **Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.



განყოფილება

ფასიანი ქაღალდები: არსი, ბაზარი. ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზი

ალნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გაეცნობით:

- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განმარტებას, ეკონომიკურ შინაარსს, ამოცანებს, მის საზოგადოებრივ და სპეციალურ ფუნქციებს;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, აგრეთვე ბაზრის მონაწილეთა კლასიფიკაციას სხვადასხვა ნიშნების მიხედვით; მის მარეგულირებელ საკანონმდებლო ბაზასა და ფასიანი ქაღალდების მართვასთან დაკავშირებულ საქმიანობას;
- ფასიანი ქაღალდების ეკონომიკურ არსს, ფასიანი ქაღალდის, როგორც ეკონომიკური კატეგორიის ბუნების აზსნას, მის ფუნქციებს; ფასიანი ქაღალდების სახეებს სხვადასხვა საკლასიფიკაციო ნიშნების მიხედვით;
- ფასიანი ქაღალდების ყველა უმთავრესი სახეობის: აქციების, ობლიგაციების, თამასუქების, დეპოზიტური (შემნახველი) სერტიფიკატების, კონოსამენტების, ვარანტების, ფიუჩერსების, ოპციონების ეკონომიკურ არსს და დახასიათებას;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიკური ფუნდამენტური ანალიზი ყველა არსებითი კოეფიციენტის მიხედვით;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარების აუცილებლობის დასაბუთებასა და მისი ფუნდამენტური ანალიზის უახლეს და ცნობილ ძირითად მეთოდებს;
- ძირითად ფუნდამენტურ კორპორაციულ ფასეულობებს, კომპანიის ღირებულებას, წმინდა აქტივების სიდიდის შეფასებას, ფინანსურ კოეფიციენტებს, საკუთრების სტრუქტურას;
- ფასიანი ქაღალდების ტექნიკური ანალიზის არსს, ამოცანებს, ბაზრის ანალიზის ტრენდულ მაჩვენებლებს, მძიმე რყევებისა და ტენდენციის ინტენსივობის ინდიკატორებს; აგრეთვე ინდიკატორების კლასიფიკაციას პროგრამული უზრუნველყოფის მიხედვით.

მეთექვსმეტე თავი. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი მონაწილეები

16.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი, ფუნქციები და სახეები

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი – ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და მიმოქცევასთან დაკავშირებული ეკონომიკურ ურთიერთობათა სფეროს განეკუთვნება. მისი როლი ფინანსური რესურსების აკუმულაციასა და მისი გადანაწილების შესაძლებლობების უზრუნველყოფაში მდგომარეობს, ბაზრის სხვადასხვა მონაწილეთა მიერ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციების განხორციელების გზით, ე.ი. ადგილი აქვს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მოძრაობას ინვესტორებიდან ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებამდე, შუამავლების საშუალებით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ფინანსური ბაზრის ნაწილია და იკავებს შუალედურ ადგილს კაპიტალის ბაზრებსა და ფულად ბაზრებს შორის.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამოცანები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამოცანებია:

- დროებით თავისუფალი ფინანსური რუსურსების მობილიზაცია კომერციული ინვესტიციების განხორციელებისათვის;

  მსოფლიო სტანდარტების შესაბამისი საბაზრო ინფრასტრუქტურის შექმნა;

  ახალი სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და ბრუნვა (მიმოქცევა);

  საბაზრო მექანიზმის, მართვის სისტემისა და ფასწარმოქმნის სრულყოფა;

  სახელმწიფო, საბირჟო რეგულირების გზით რეალური კონტროლის განხორციელება;

  თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების სრულყოფა, რომლებიც თავის მხრივ ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა საქმიანობას არეგულირებენ;

  პორტფელური სტრატეგიათა შემუშავება;

  საინვესტიციო რისკის შემცირება;

  მარკეტინგული კელევების ჩატარება, რომელთა საფუძველზე ხორციელდება ბაზრის განვითარების პერსპექტიული მიმართულებების პროგნოზირება.

განვითარებულ ქვეყნებში დღეისათვის 1000-ზე მეტი საკანონმდებლო და ნორმატიული დოკუმენტი არსებობს, რომელიც არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვადასხვა მიმართულებებს და მის მონაწილეთა საქმიანობას, მათგან საქართველოში ძირითადია კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ რომელიც მიღებულია 1998 წლის 24 დეკემბერს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასრულებს რიგ საერთო საზოგადოებრივ ფუნქციებს (რომელიც დამახასიათებელია ყველა ფინანსური ბაზრისთვის) და სპეციფიკურ ფუნქციებსაც.

საერთო ფუნქციები

საერთო საბაზრო ფუნქციებს მიეკუთვნება:

1. **აკუმულირების ფუნქცია,** რომელიც ვლინდება დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზაციისთვის პირობების შექმნით მისი შემდგომი გამოყენებისათვის, ბაზრის მონაწილეთა და მთლიანად ნაციონალური ეკონომიკის ინტერესებისთვის;
2. **ფინანსური აქტივების მომხმარებლამდე (მყიდველები, მეანაბრეები) დაყვანის პროცესის ორგანიზაცია,** რომელიც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების სარეალიზაციო სხვადასხვა ინსტიტუტების ქსელის შექმნით (ბანკები, ბირჟები, საბროკერო კანტორები, საინვესტიციო ფონდები და ა.შ.), ეს პროცესი სრულდება ნორმალური პირობების შექმნით მომხმარებლებზე

ფინანსური რესურსების მათთვის საინტერესო ფასიან ქაღალდებზე გაცვლის გზით.

3. **გამანაწილებელი ფუნქცია,** რომელიც მოიცავს ფულადი სახსრების ოპერატიულ განაწილებას ეკონომიკის დარგებსა და სფეროებს შორის, ტერიტორიებს, ქვეყნებს, მოსახლეობის ჯგუფებსა და ფენებს, საწარმოებსა და სახელმწიფოს შორის და ა.შ. სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება არაინფლაციურ საფუძველზე, ე.ი. მიმოქცევაში დამატებითი ფულადი საშუალებების ემისიის გარეშე; დანაზოგების გადაცემა არასაწარმოოდან საწარმოო სფეროში.
4. **მარეგულირებელი ფუნქცია,** რომელიც **გულისხმობს** ვაჭრობის წესების მართვის ორგანოების შექმნას, საფონდო წესების დაცვაზე კონტროლის წესების შემუშავებას, ბაზრის მონაწილეთა შორის დავების გადაწყვეტის წესებს.
5. **მასტიმულირებელი ფუნქცია,** რომელიც **გულისხმობს** იურიდიული და ფიზიკური პირების გარკვეული უფლებების მინიჭების საშუალებით ბაზრის სუბიექტებად ჩამოყალიბების მოტივაციას. კერძოდ ეს უფლებებია: საწარმოს მართვაში მონაწილეობის უფლება (აქციები), შემოსავლებში მონაწილეობის უფლება (პროცენტები ობლიგაციებიდან, დივიდენდები აქციებიდან), კაპიტალის დაგროვების შესაძლებლობები ან უფლება გახდეს ქონების მფლობელი (ობლიგაციები);
6. **საკონტროლო ფუნქცია,** რომელიც ითვალისწინებს კონტროლის განხორციელებას საკანონმდებლო ნორმების, ვაჭრობის წესების, ბაზრის მონაწილეთა ეთიკური ნორმების დაცვაზე;
7. **ფასსმიერი ფუნქცია,** რაც განაპირობებს საბაზრო ფასების (კურსების) ფორმირებისა და მოძრაობის პროცესის დადგენასა და უზრუნველყოფას ფასიან ქაღალდებზე მათზე მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსების გზით, ფასიან ქაღალდებზე ოპერაციების ჩატა-რების მეშვეობით.
8. **ფასსმიერი და ფინანსური რისკების დაზღვევის ფუნქცია** (ანუ ჰეჯირება), რომელიც ხორციელდება ფიუჩერსული და ოფციონური კონტრაქტების დადების გზით.
9. **კომერციული ფუნქცია** ხელს უწყობს ბაზრის მონაწილეთა მიერ მოგების მიღებას ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გზით.
10. **საინფორმაციო ფუნქცია,** რომელიც მდგომარეობს საჯარო აქტუალობისა და ვაჭრობის მონაწილეების შესახებ ინფორმაციის მოძიებასა და ბაზრის ეკონომიკურ სუბიექტებამდე დაყვანაში.
11. **ფულის მიმოქცევაზე ზემოქმედების ფუნქცია** გულისხმობს ფულის შეუფერხებელი და უწყვეტი მოძრაობისათვის განხორციელების პროცესში სხვადასხვა გადახდების და მიმოქცევაში ფულის მასის სიდიდის რეგულირებისთვის პირობების შექმნას.

სპეციფიკური ფუნქციები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სპეციფიკურ ფუნქციებს მიეკუთვნება შემდეგი:

- ფასიანი ქაღალდების გამოყენება პრივატიზაციაში, ანტიკრიზისულ მართვაში, ეკონომიკის რესტრუქტურიზაციაში, ფულადი მიმოქცევის სტაბილიზაციაში, ანტიინფლაციურ პოლიტიკაში;

საალრიცხვო ფუნქცია, რომელიც ვლინდება ბაზარზე მიმოქცევადი ყველა სახის ფასიანი ქაღალდის სპეციალური სიების (რეესტრის შედგენაში) აუცილებელ აღრიცხვაში, იგი ასევე გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა რეგისტრაციას, გაფორმებული ყიდვა-გაყიდვის გირაოს, ტრასტის, კონვერტაციის და სხვა ხელშეკრულებებით გაფორმებულ საფონდო ოპერაციების ფიქსაციას.

მსოფლიო პრაქტიკაში ფინანსური შუამავლების საბანკო ან არასაბანკო ხასიათისგან დამოკი-

დებულებით ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამი მოდელია ცნობილი:

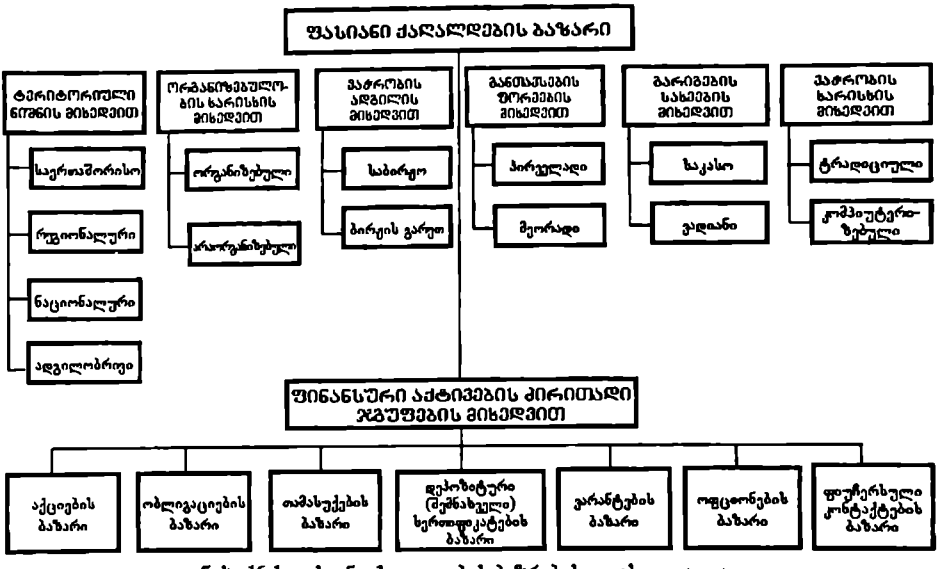
1) **არასაბანკო მოდელი** – ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში შუამავლების როლში გამოდიან არასაბანკო კომპანიები. ასეთი მოდელი არსებობს აშშ-ში, საქართველოში.

2) **საბანკო მოდელი** – შუამავლებად გამოდიან ბანკები. ეს მოდელი დამახასიათებელია გერმანიისათვის.

3) **შერეული მოდელი.** შუამავლების როლში გამოდიან ბანკებიც და არასაბანკო კომპანიებიც. ასეთი მოდელი დამახასიათებელია იაპონიისა და რუსეთისთვის.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვადასხვა საკლასიფიკაციო ნიშნები არსებობს. განვიხილოთ ქვემოთ უფრო გავრცელებული (ნახ. 16.1.).



ნახ. 16.1 ფასიანი ქაღალდების ბაზრების კლასიფიკაცია

ტერიტორიული ნიშნის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა საერთაშორისო, რეგიონალურ, ეროვნულ და ადგილობრივ ბაზრად.

დროისა და ბრუნვაში ფასიანი ქაღალდების ჩართვის წესის მიხედვით იგი იყოფა: პირველად და მეორად ფასიანი ქაღალდების ბაზრად.

პირველადი – ეს არის ბაზარი, რომელიც ემსახურება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას (ემისიას) და პირველად განთავსებას. ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის ამოცანებია: დროებით თავისუფალი რესურსების მოზიდვა, ფინანსური ბაზრის აქტივიზაცია, ინფლაციის ტემპების შემცირება. ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი ასრულებს შემდეგ ფუნქციებს:

1) ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორგანიზაცია;
2) ფასიანი ქაღალდების განთავსება;
3) ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვა;
4) მოთხოვნისა და მიწოდების ბალანსის შენარჩუნება.

მეორადი – ეს არის ბაზარი, სადაც მიმდინარეობს ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა, ყიდვა-გაყიდვა ყველა აქტის განხორციელებით, ან ფასიანი ქაღალდის ერთი მფლო-

ბელიდან მეორე მფლობელის ხელში გადასვლის სხვა ფორმების შესრულება ფასიანი ქაღალდის არსებობის მთელი ვადის განმავლობაში. აქ აქტივის ყიდვა-გაყიდვის პროცესში განისაზღვრება მისი ნამდვილი კურსი, ე.ი. ხდება ფინანსური აქტივის კურსის კოტირება. ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის ამოცანებია: სამეურნეო სუბიექტებისა და ფიზიკური პირების ფინანსური აქტივობის ამაღლება. ფინანსური პრაქტიკის ახალი ფორმების განვითარება, ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის სრულყოფა; ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარება; მიღებული წესებისა და სტანდარტების დაცვა. ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის ფუნქციებია:

1. ერთმეორეს შეახედროს მყიდველი და გამყიდველი (უზრუნველყოს ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობა);
2. ხელი შეუწყოს მოთხოვნისა და მიწოდების წონასწორობას.

გიტმანი თავის ნაშრომში „ინვესტირების საფუძვლები" მიმოიხილავს მესამე და მეოთხე ბაზრებს.[1]

მესამე ბაზარს უწოდებენ იმ ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო ვაჭრობას, რომელთა კოტირება ნიუ-იორკის, ამერიკის და სხვა საფონდო ბირჟებზე ხდება. იგი არსებობს ისეთი მსხვილი ინსტიტუციური ინვესტორების საჭიროებათა მომსახურებისთვის, როგორიცაა: თანაზიარი და საპენსიო ფონდები, სიცოცხლის დაზღვევის კომპანიები და ა.შ. და ეხმარება მათ დანახარჯების არსებითად შემცირებაში ფასიან ქაღალდებზე მსხვილი ოპერაციების ჩატარების დროს. „მესამე" ბაზარზე გარიგებათა დადებას, ჩვეულებრივ, ის ფირმები და დილერები ემსახურებიან, რომლებიც საფონდო ბირჟების წევრები არ არიან. მსხვილი გამყიდველებისა და მყიდველების ერთმანეთთან შეხვედრაში არასაბირჟო ბაზრის დილერები უფრო დაბალი განაკვეთით იღებენ საკომისიო გასამრჯელოს, ვიდრე ეს საფონდო ბირჟებზეა მიღებული. ამგვარად, ინსტიტუციურ ინვესტორებს შესაძლებლობა აქვთ, მნიშვნელოვანი თანხები დაზოგონ საკომისიო გასამრჯელოზე, მაგრამ, ამავე დროს, ამ ბაზარზე კურსის ჩამოყალიბებაზე მათი გავლენაც მინიმალურია. „მესამე" ბაზრის მნიშვნელობა რამდენადმე დაეცა მას შემდეგ, რაც 1975 წ. საფონდო ბირჟებზე შემოიღეს სახელშეკრულებო საკომისიო გასამრჯელო ბროკერებისათვის.

მეოთხე ბაზარს იმ გარიგებებს უწოდებენ, რომლებსაც პირდაპირ დებენ ერთმანეთს შორის მსხვილი ინსტიტუციური ინვესტორები და გამყიდველები. „მესამე" ბაზრისგან განსხვავებით, „მეოთხე" ბაზრის ოპერაციებში დილერი არ მონაწილეობს. მაგრამ შესაფერისი მყიდველის ან გამყიდველის ძიებისას ინსტიტუციურ ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს შუამავალი ფირმების მომსახურება გარიგების გამარტივების მიზნით.

ორგანიზებულობის ხარისხის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა ორგანიზებულ და არაორგანიზებულ ბაზრებად.

ორგანიზებული ბაზარი — ეს არის ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა კანონმდებლობით დადგენილი წესების საფუძველზე, ლიცენზირებულ პროფესიონალურ შუამავლებს შორის.

არაორგანიზებული ბაზარი — ეს არის ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ბაზრის ყველა მონაწილისათვის ერთიანი წესების დაცვის გარეშე, სადაც გარიგებების დადების წესები, მოთხოვნები ფასიანი ქაღალდებისადმი, მონაწილეებისადმი და ა.შ. არ არის დადგენილი, ვაჭრობა ხორციელდება თვითნებურად, მყიდველისა და გამყიდველის კერძო კონტრაქტით. ინფორმაციის გაერცელების სისტემები განხორციელებული გარიგებების შესახებ არ არსებობს.

ვაჭრობის ადგილის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრად.

საბირჟო ბაზარი — ეს არის ბაზარი, ორგანიზებული საფონდო (ფიუჩერსული — საფონდო სექციებით, სავალუტო და სასაქონლო) ბირჟის მიერ და მასზე მომუშავე საბროკერო (სამაკლერო) და დილერული ფირმებით.

არასაბირჟო ბაზარი — ეს არის იმ ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის სფერო, რომლებიც არ არიან დაშვებული საფონდო ბირჟის კოტირებაზე. არასაბირჟო ბაზარი ახორციელებს იმ სააქციო

[1] გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. თარგმანი ლ. ჭოჭიაურის მიერ. თბ.: „ფინანსები", 2001. გვ 16-17.

საზოგადოებების ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევას, რომელთაც არა აქვთ საკმარისი ოდენობის აქციები ანდა შემოსაელები იმისათვის, რათა დარეგისტრირდნენ ან დაარეგისტრირონ (გაიარონ ლისტინგი) თავიანთი აქციები რომელიმე ბირჟაზე და დაშვებული იყვნენ აქ ვაჭრობაზე. იგი შეიძლება იყოს ორგანიზებული და არაორგანიზებული. ორგანიზებული არასაბირჟო ბაზარი ყალიბდება საფონდო მაღაზიებით, ბანკების განყოფილებებით, ბირჟის წევრი, ბირჟის არაწევრი, ან ასევე დილერების მიერ, საინვესტიციო კომპანიების, საინვესტიციო ფონდების, ბანკების განყოფილებების მიერ და ა.შ.

არასაბირჟო საფონდო ბაზარი

თანამედროვე პირობებში არასაბირჟო საფონდო ბაზარი შედგება შემდეგი სეგმენტებისაგან:

- გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციებით ვაჭრობის სისტემა იურიდიული პირებისთვის, რომელიც შექმნილია ბანკების მიერ;
- სახელმწიფო მოკლევადიანი ობლიგაციებით ვაჭრობის სისტემა;
- შემნახველი ბანკის სავაჭრო ქსელი წერილ-ნომინალიანი სახელმწიფო ობლიგაციების ოპერაციების მიხედვით;
- ქონების სახელმწიფო კომიტეტის საუქციონო ქსელი (პრივატიზაციის ცენტრები და ა.შ.);
- ახლად შექმნილი სააქციო საზოგადოებების აქციების არასაბირჟო პირველადი განთავსება, ფასიანი ქაღალდების მეორადი განთავსება;
- კომერციული ბანკების ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო მეორადი ბაზარი;
- სტიქიური არასაბირჟო ბაზრები, რომელთაც აქვთ ვაჭრობის ორგანიზებული სისტემები;
- ფასიანი ქაღალდების სუროგატების სტიქიური ბაზარი (კომერციული სერტიფიკატები, საკრედიტო ოფციონები).

არასაბირჟო ბაზარს უნარი აქვს უზრუნველყოს მილიონობით წვრილი და საშუალო ინვესტორის პირდაპირი მონაწილეობა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში.

გარიგების სახეების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა სალაროს და ვადიან (ფორვარდულ) ბაზრად.

სალაროს ბაზარი (კეშ-ბაზარი, სპოტ – ბაზარი) – ეს არის ბაზარი, სადაც გარიგებები სწრაფად იდება, 1-2 სამუშაო დღის განმავლობაში, გარიგების დადების დღის ჩაუთველად.

ვადიანი (ფორვარდული, ოფციონური) – ეს არის ბაზარი, სადაც იდება სხვადასხვა სახის გარიგებები, რომელთა შესრულების ვადა აღემატება 2 სამუშაო დღეს.

ვაჭრობის ხერხის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა კომპიუტერიზებულ და ტრადიციულ ბაზრად.

ვაჭრობა კომპიუტერიზებულ ბაზარზე ხორციელდება კომპიუტერული ქსელის მეშვეობით, რომელიც აერთიანებს შესაბამის საფონდო შუამავლებს. ამ ბაზრის დამახასიათებელი ნიშნებია:

1) არ არსებობს ფიზიკური ადგილი, სადაც ერთმანეთს ხვდებიან გამყიდველები და მყიდველები და შესაბამისად, არ არსებობს პირდაპირი კონტაქტი მათ შორის.

2) ვაჭრობის პროცესის და მისი მომსახურების სრული ავტომატიზაცია, ბაზრის მონაწილეთა როლი შემოიფარგლება მხოლოდ ვაჭრობის სისტემაში ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაზე თავიანთი განცხადების წარდგენით.

ვაჭრობა ტრადიციულ ბაზარზე ხორციელდება უშუალოდ თვით ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის.

ემიტენტების და ინვესტორების მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა: ფასიანი ქაღალდების სახელმწიფო ბაზრად, მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდების ბაზრად, კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების ბაზრად, ფიზიკური პირების მიერ გამოშვებულ (შესყიდულ) ფასიანი ქაღალდების ბაზრად.

ემიტენტების მოქალაქეობის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა რეზიდენტების ბაზრად და არარეზიდენტების ბაზრად.

ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული სახეების მიხედვით არსებობს აქციების ბაზარი, ობლიგაციების ბაზარი, თამასუქების ბაზარი და სხვ.

რისკის ხარისხის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა მაღალრისკიან, საშუალორისკიან და მცირე რისკიან ბაზრებად.

ფასიანი ქაღალდების **წარმოშობის მიხედვით** განასხვავებენ პირველად და წარმოებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრად.

ინვესტორებზე დამოკიდებულების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ბაზრები იყოფა: ბაზრები, რომლებიც ორიენტირებულია ახალგაზრდა ინვესტორებზე, ბაზრები, რომლებიც ორიენტირებულია საპენსიო ასაკის ადამიანებზე და ა.შ.

ფასიანი ქაღალდების **მიმოქცევის ვადის** მიხედვით ბაზრები იყოფა მოკლევადიან, საშუალოვადიან, გრძელვადიან და უვადო ფასიანი ქაღალდების ბაზრად.

გარდა ამისა, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყოფა დარგობრივ, ტერიტორიულ და სხვა კრიტერიუმების მქონე ბაზრებად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საკუთარი სტრუქტურა

ფასიანი ქაღალდების ბაზარს აქვს თავისი საკუთარი სტრუქტურა, რომელიც შედგება შემდეგი კომპონენტებისაგან:

- ბაზრის სუბიექტები – ბაზრის მონაწილენი;
- ბაზრის ობიექტები – ფასიანი ქაღალდები, ანუ საფონდო აქტივები;
- საკუთრივ ბაზარი – ოპერაციები ბაზარზე;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება;
- ბაზრის ინფრასტრუქტურა (სამართლებრივი, საინფორმაციო, დეპოზიტარული, საანგარიშსწორებო-კლირინგული და სარეგისტრაციო ქსელი).

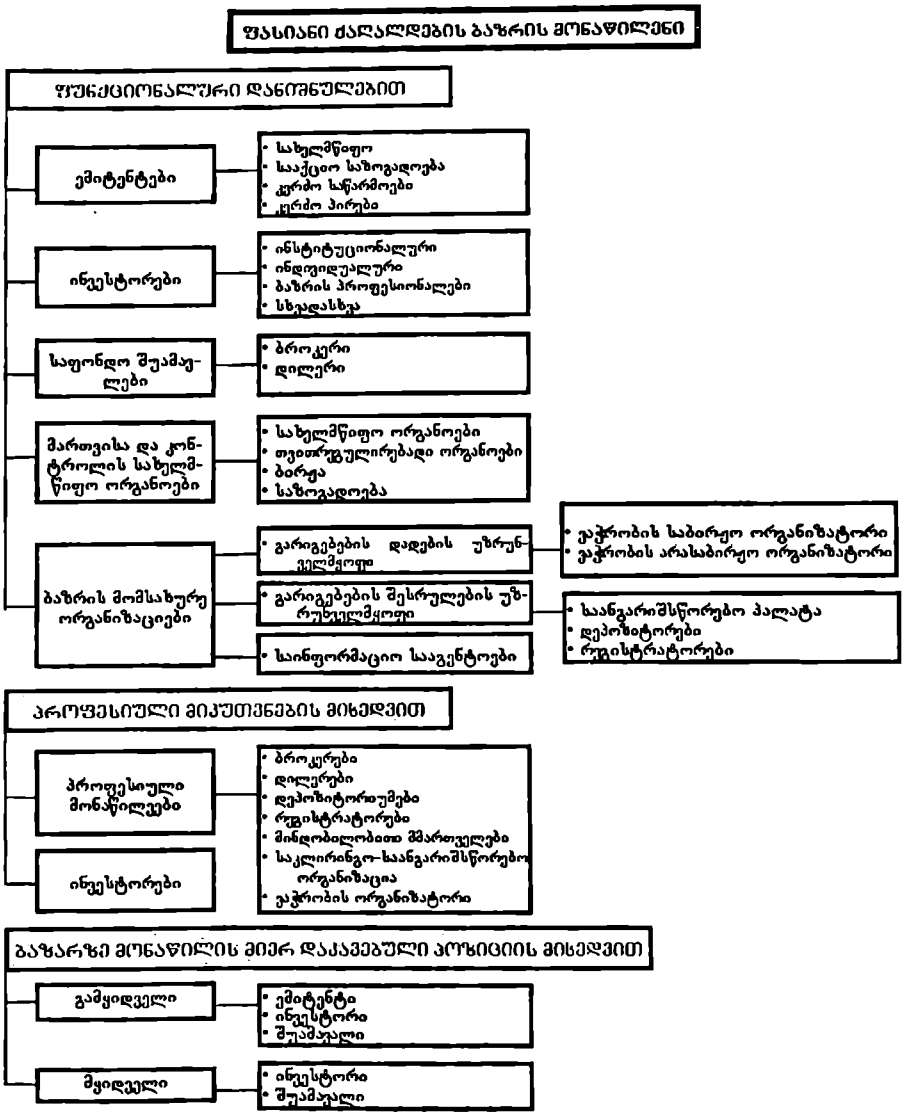
16.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები (ბაზრის სუბიექტები) — ფიზიკური და იურიდიული პირებია, რომლებიც ყიდიან ან ყიდულობენ ფასიან ქაღალდებს, ანდა ემსახურებიან მათ ბრუნვას და ანგარიშსწორებას, მონაწილეობენ ფასიანი ქაღალდების ბრუნვასთან დაკავშირებულ განსაზღვრულ ეკონომიკურ ურთიერთობებში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ყველა მონაწილე პირობითად შეიძლება დაიყოს პროფესიონალებად და არაპროფესიონალებად (ნახ. 16.2.). კანონის „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ შესაბამისად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები არიან იურიდიული პირები, ასევე მოქალაქეები (ფიზიკური პირები) რომლებიც დარეგისტრირებულები არიან როგორც მეწარმეები, და რომლებიც ახორციელებენ შემდეგი სახის სამუშაოებს: 1) საბაზრო კერძო საქმიანობა; 2) დილერული საქმიანობა; 3) ფასიანი ქაღალდების მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობა; 4) საანგარიშგებო-კლირინგული საქმიანობა; 5) დეპოზიტური საქმიანობა; 6) ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოებასთან დაკავშირებული საქმიანობა; 7) ფასიანი ქაღალდების ეაჭრობის ორგანიზაციასთან დაკავშირებული საქმიანობა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეების კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდის ბაზრის მონაწილის მიერ ბაზარზე დაკავებული პოზიციის მიხედვით მათ ყოფენ გამყიდველებად, მყიდველებად და საბაზრო პროცესების მომსახურე ორგანიზაციებად.



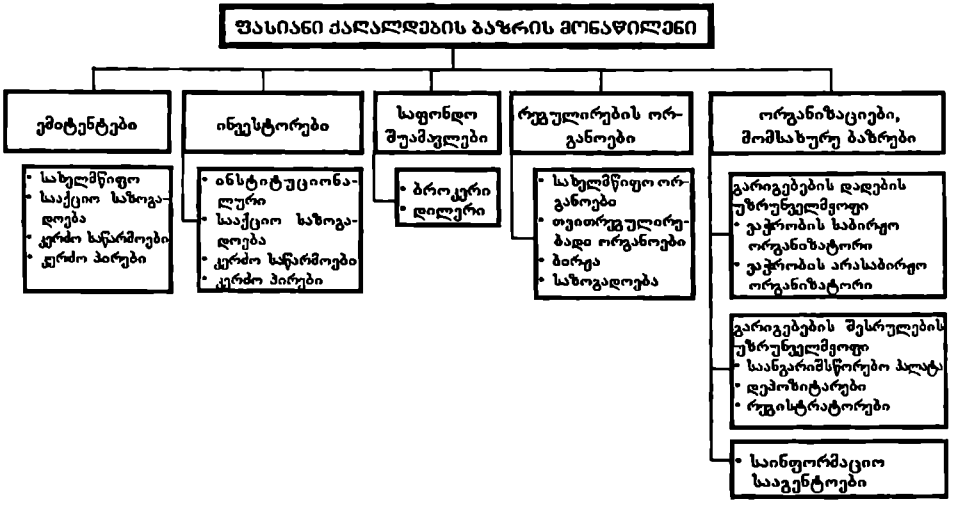
ნახ. 16.2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა კლასიფიკაცია

ე.ს. ტორკაპოვსკი და ე.ი. კოლესნიკოვი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს 4 ჯგუფად ყოფენ:[1] 1) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მთავარი მონაწილეები (სახელმწიფო, მუნიციპალიტეტები,

[1] Ценные бумаги. Под.ред **В.И., Колесникова и В.С. Торкаповского.** М.: Финансы и статистика. 1999, გვ. 34.

მსხვილი ეროვნული და საერთაშორისო კომპანიები), რომელთა ფასიანი ქაღალდები მაღალსაიმედოა, თუმცა ყოველთვის არ უზრუნველყოფენ მაღალ შემოსავლებს; 2) ინსტიტუციონალური ინვესტორები, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტები, რომლებიც ახორციელებენ ოპერაციებს ფასიან ქაღალდებზე (ბანკები, სადაზღვეო კომპანიები, საპენსიო ფონდები და ა.შ.) 3) ინდივიდუალური ინვესტორები – კერძო პირები, მათ შორის, ვენჩურული ბიზნესის მცირე საწარმოების მფლობელები; 4) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილენი (ბროკერები, დილერები და ა.შ.).

ფუნქციონალური დანიშნულების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ჭეშმარიტი მონაწილე შეიძლება დაიყოს: 1) ემიტენტები; 2) ინვესტორები; 3) საფონდო შუამავლები, 4) რეგულირებისა და კონტროლის ორგანოები; 5) ბაზრის მომსახურე ორგანიზაციები (ნახ. 16.3.)[1].



ნახ. 16.3. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები (ფუნქციონალური სააგენტოები)

ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები

ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები[2] – არის დაფინანსების დამატებითი წყაროების მიმღები — სამეურნეო სუბიექტები და სახელმწიფო ხელისუფლების ორგანოები, რომლებიც უშვებენ ფასიან ქაღალდებს (ობლიგაციებს) სახელმწიფო ხარჯების ნაწილის დასაფარავად. კანონში ფასიანი ქაღალდების შესახებ მითითებულია, რომ **ემიტენტი – ეს არის იურიდიული პირი, ან ალმასრულებელი ხელისუფლების ორგანო, ან ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანო, რომელიც თავისი სახელით პასუხისმგებელია ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა წინაშე მათი უფლებების განხორციელებაში.**

ემიტენტი ყოველთვის არის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამყიდველი, რომლის ხარისხი განისაზღვრება მისი სტატუსით, მისი საქმიანობის სამეურნეო-ფინანსური შედეგებით. ემიტენტების შემადგენლობაში შედიან:

- სახელმწიფო (ცენტრალური ხელისუფლება, ხელისუფლების რეგიონალური და მუნიციპალური ორგანოები, მსხვილი ეროვნული კომპანიები);
- სააქციო საზოგადოებები (საწარმოო სექტორის, საკრედიტო სფეროს კორპორაციები; მსხვილი

[1] იხ. Рынок ценных бумаг. Учебник. под. ред. **В.А. Галанова; А.И. Б. Басова.** М.: Финансы и статистика. 2001გვ.12..

[2] „ემიტენტი არის პირი, რომელიც კანონმდებლობით დადგენილი წესით უშვებს ფასიან ქაღალდებს". საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ. 1998.

საერთაშორისო კომპანიები, ბირჟები, ფინანსური სტრუქტურები);

კერძო საწარმოები (შეუძლიათ გამოუშვან მხოლოდ სავალო ფასიანი ქაღალდები (ობლიგაციები და თამასუქები);

- კერძო პირები (შეუძლიათ გამოუშვან მხოლოდ სავალო ხელმოწერები და ჩეკები).

ინვესტორები

ინვესტორები. ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომელთაც აქვთ დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები და სურთ მოახდინონ მისი ინვესტირება დამატებითი შემოსავლების მისაღებად. ინვესტორები იძენენ ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით და საკუთარი სახსრებით.

განასხვავებენ ინსტიტუციონალურ (კოლექტიურ) ინვესტორებს — სახელმწიფო, კორპორატიული ინვესტორები (სააქციო საზოგადოებები), სპეციალიზებული ინსტიტუტები: სპეციალიზებული ფონდები და კომპანიები (ბანკები, სადაზღვეო კომპანიები, საპენსიო ფონდები); ინვესტიციური ინსტიტუტები (საინვესტიციო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები).

- ბაზრის პროფესიონალებს – საფონდო შუამავლები (ბროკერები და ლიდერები);

  ინდივიდიალურ ინვესტორებს – ფიზიკური პირები, რომლებიც იყენებენ თავიანთ დანაზოგებს ფასიანი ქაღალდების შესაძენად;

- სხვა ინვესტორებს – საწარმოები, ორგანიზაციები.

ინვესტირების მიზნებიდან გამომდინარე განასხვავებენ შემდეგ საინვესტიციო სტრატეგიებს:

სტრატეგიული – გრძელვადიანი დაბანდებები, ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა ვადით 1 თვიდან რამდენიმე წლამდე მოგების მიღების მიზნით, ეს უკანასკნელი მიიღება ინვესტირების ვადის ბოლოს მათი გაყიდვიდან.

სპეკულაციური – გათვლილია ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის მოკლევადიან და კერძო ოპერაციებზე როგორც ერთი დღით, ასევე ერთ თვემდე ვადით, ყოველი გარიგებიდან მეტი მოგების მიღების მიზნით.

დაზღვევის მიზნით – ფასიანი ქაღალდების გამოყენება ბიზნესში შესაძლო ზარალისგან დასაზღვევად, ანდა ფინანსურ ბაზრებზე ინვესტირებისათვის.

აღნიშნულის გათვალისწინებით ინვესტორები ასე შეიძლება დაჯგუფდეს:

— **სტრატეგიული ინვესტორები,** რომლებიც ორიენტირებულები არიან სააქციო საზოგადოებაზე კონტროლის მოპოვებით საკუთრების მიღებაზე და ამ საკუთრების გამოყენებიდან გაცილებით მეტი ოდენობის მოგების მიღებას ცდილობენ, ვიდრე შემოსავალს აქციების უბრალო ფლობიდან.

— **პორტფელური ინვესტორები,** რომლებიც შემოსავლებს ღებულობენ მხოლოდ მათ მფლობელობაში არსებული აქციებიდან.

ალფა-ბანკის ექსპერტების მონაცემებით, 2007 წლის ბოლოს მენეჯმენტი აკონტროლებდა აქციების 31,5%-ს, მენეჯმენტთან ახლოს მყოფი პირების 14,3%-ს, სტრატეგიულ ინვესტორებს 11,6%-ს, სახელმწიფოს – 13,6%-ს, ხოლო თავისუფალ ბრუნვაში რჩებოდა აქციების 27,7%. საკონტროლო პაკეტების კონცენ-ტრაცია ინსაიდერების ხელში საერთოდ იწვევს საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტალური ბაზის შემდგომ შევიწროებას, ამცირებს ინვესტორების შესაძლობებს, აფართოებს ფასებით მანიპულირების ხასიათს.

ეკონომიკური განვითარებისა და ვაჭრობის სამინისტროს მონაცემებით, **რუსეთის** საფონდო ბაზრის მონაწილეა ქვეყნის მოსახლეობის 0.1%; **სამხრეთ კორეაში** ეს მაჩვენებელი საოჯახო მეურნეობის 8,3%-ს; **იაპონიაში** — 2,6%-ს; **ავსტრალიაში** — 36,5%-ს; ხოლო **აშშ-ში** — 48,2%-ს შეადგენს.[1]

პრაქტიკაში არ არსებობს ზუსტი ზღვარი ემიტენტებსა და ინვესტორებს შორის, ხშირად სამეურნეო სუბიექტები, ან საინვესტიციო ინსტიტუტი, რომელიც ახდენს საკუთრივ ფასიანი ქაღალდების

[1] Боровкова В. Ф. Рынок ценных бумаг. СПб.: Питер. 2005. გვ. 19.

ინვესტირებას, შეიძლება იყოს ინვესტორი, ე.ი. იყიდოს სხვა ემიტენტების ფასიანი ქაღალდები.

ფასიანი ქაღალდების ერთ-ერთი ძირითადი ემიტენტები და ინვესტორები არიან ბანკები, საინვესტიციო კომპანიები და სხვა.

ბანკები

ბანკი ეს არის ორგანიზაცია, რომელიც შექმნილია ფულადი სახსრების მოსაზიდად და მათ განსათავსებლად საკუთარი სახელით, უკან დაბრუნების, ფასიანობის და ვადიანობის პირობით. ბანკის ძირითადი დანიშნულებაა კრედიტორებიდან მსესხებლამდე და მყიდველებიდან გამყიდველებამდე ფულადი სახსრების გადაადგილება.

ბანკებს, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სუბიექტებს, ახასიათებს ორი არსებითი ნიშანი, რომლებიც მათ განასხვაებს ყველა სხვა დანარჩენი სუბიექტებისაგან (რომლებიც ფულად სახსრებს გადაადგილებენ ბაზრებზე, ბირჟებზე საბროკერო, სადილერო ფირმები, სადაზღვეო კომპანიები. საინვესტიციო ფონდები და სხვა). **ჯერ ერთი,** ბანკებისათვის დამახასიათებელია საეალო ვალდებულებების ორმაგი გაცვლა. ისინი განათავსებენ თავიანთ საკუთარ სასესხო ვალდებულებებს (დეპოზიტები, და შემნახველი სერტიფიკატები, ობლიგაციები, თამასუქები) და ასეთი გზით მობილიზებულ სახსრებს აბანდებენ სასესხო ვალდებულებებში და ფასიან ქაღალდებში, რომლებიც გამოშვებულია ბაზრის სხვა სუბიექტების მიერ. ბანკების შემოსაელების სტრუქტურაში ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე მოდის 13,2% (ეს ცოტათი ნაკლებია საკრედიტო ოპერაციებიდან მიღებულ შემოსაელებზე, რომელიც მთლიანად 14%-ს შეადგენს).

მეორეც, ბანკები სხვა ორგანიზაციებისაგან განსხვავდებიან იმით, რომ თავის თავზე იღებენ უპირობო **ვალდებულებებს ვალის ფიქსირებული თანხით** იურიდიული და ფიზიკური პირების წინაშე. ამით ბანკები განსხვავდებიან სხვადასხვა საინვესტიციო ფონდებისაგან, რომლებიც აქტივებისა და პასივების ღირებულების ცვლილებასთან დაკავშირებულ ყველა რისკს ანაწილებენ თავის აქციონერებს შორის. ხოლო საბანკო სისტემის დანაკარგები, რომელიც დაკავშირებულია ფინანსური კრიზისით აქციებზე ფასების დაცემასთან, 2008 წლის აგვისტო-სექტემბერში 400 მლნ აშშ-ს დოლარი შეადგინა[1]. ეს მეტყველებს საბანკო სისტემის რისკის ზრდაზე და იმაზე, რომ აუცილებელია შეიქმნას რისკების თავიდან აცილების სისტემა, რაც დაკავშირებულია ფინანსურ ინსტრუმენტებზე ფასების დაცემასთან. ამ სისტემის საფუძველი უნდა გახდეს „სასწრაფო ბაზარი", რომელიც საქართველოში ჯერ მხოლოდ ჩანასახოვან სტადიაშია.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, **კომერციულ ბანკს უფლება აქვს განახორციელოს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული საფონდო და ნდობითი ოპერაციები, კერძოდ, ბანკს ნება აქვს დართულ:**

- გამოუშვას, იყიდოს, გაყიდოს, შეინახოს ფასიანი ქაღალდები;
- მოახდინოს სახსრების ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში;
- შეასრულოს საშუამავლო (სააგენტო) ფუნქციები ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის დროს კლიენტის ხარჯზე და მისივე სურვილით კომისიასთან ხელშეკრულების საფუძველზე ან დავალებით, ანუ შეასრულოს საფინანსო ბროკერის როლი;
  გაუწიოს საკონსულტაციო მომსახურება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან და მიმოქცევასთან დაკავშირებით;
  მოახდინოს საერთოდ, ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორგანიზება, ე.ი. გამოუიდეს საინვესტიციო კომპანიის როლში;
- მართოს ფასიანი ქაღალდები კლიენტის დავალებით (ნდობითი მართვა);
- გასცეს გარანტიები ფასიანი ქაღალდების განთავსებასთან დაკავშირებით შესამე პირის სასარგებლოდ.

[1] საბანკო სისტემის კრიზისის შესახებ უფრო დაწვრილებით იხ. ლ. ჭოჭაური. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ, 2009, გვ. 45-91.

მოახდინოს სახსრების ინვესტირება არასაბანკო კომპანიების აქციების პორტფელში (მათ შორის, მათზე კონტროლის უზრუნველყოფის მიზნით ქალიშვილი საწარმოების მეშვეობით);

დააფუძნოს არასაბანკო საინვესტიციო ინსტიტუტები (საინვესტიციო ფონდები), ფინანსური ბროკერებისა და საინვესტიციო კონსულტანტების კომპანიები;

დააფუძნოს სპეციალიზებული კომპანიები ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვისა და შენახვის დარგში, ასევე განახორციელოს მათ ოპერაციებზე ანგარიშსწორება;

- დააფუძნოს ინსტიტუციონალური ინვესტორი, ორგანიზაციები.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების შედეგებზე მსჯელობისას არ შეიძლება არ აღინიშნოს ბანკების მზარდი ფინანსური სიმტკიცის შესახებ. 1998 წლის დეფოლტის შემდგომ წლებში განხორციელდა გადახდისუუნარო ბანკების სანაცია და რესტრუქტურიზაცია, იპოთეკის შესახებ კანონმდებლობის განვითარებამ და იპოთეკური ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის მიღებამ ახალი შესაძლებლობები წარმოაჩინა ბანკების საქმიანობის ახალი სფეროს გაფართოვების შესახებ.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში ზოგიერთ პოსტსოციალისტურ ქვეყანაში შეიქმნა **საბანკო მმართველობის საერთო ფონდები** – ეს არის ქონებისაგან შემდგარი ქონებრივი კომპლექსი, რომელიც ნდობითი მართვით გადაცემული აქვთ საერთო საკუთრების უფლებით გაერთიანებულ სხვადასხვა პირებს; ქონება შეძენილია ნდობითი მმართველობის მიერ, ნდობითი მმართველობის განსახორციელებლად. საბანკო მართვის საერთო ფონდები იქმნება უშუალოდ ბანკების მიერ გარკვეული ვადით და მოქმედებენ საბანკო კანონმდებლობის შესაბამისად. ისინი ახორციელებენ კლიენტების ქონების ნდობით მართვას.

საერთო ფონდი არ არის იურიდიული პირი: გადაწყვეტილება მისი შექმნის შესახებ მიიღება ბანკის მმართველობის ან სხვა აღმასრულებელი ორგანოს მიერ. ამავდროულად ფორმდება და მტკიცდება საბანკო მართვის საერთო ფონდის საინვესტიციო დეკლარაცია, რათა შექმნას საერთო პირობები და საბანკო მართვის საერთო ფონდის ქონების ნდობითი მართვა. ბანკი ერთდროულად გამოდის, როგორც ფონდის შექმნის შესახებ გადაწყვეტილების მიმღები და, როგორც ნდობითი მმართველი. ეს აჩქარებს და ამარტივებს ფონდის შექმნის პროცესს, ვინაიდან ბანკს არ სჭირდება სპეციალური ლიცენზია ფონდის ქონების მართვაზე. ქონების ნდობითი მართვის საქმიანობა ხორციელდება საერთო საბანკო ლიცენზიის საფუძველზე.

ბანკს შეუძლია შექმნას და მართოს რამდენიმე ასეთი ფონდი, ერთიმეორისაგან განსხვავებული დაფუძნების სახეების, მართული ქონების ტიპის და ა.შ. მიხედვით. ოპერაციები და ქონების აღრიცხვა ამ ფონდების მიხედვით ხორციელდება ცალ-ცალკე.

კოლექტიური ინვესტორების ჯგუფი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა შორის შეიძლება გამოიყოს კოლექტიური ინვესტორების ჯგუფი. **კოლექტიური ინვესტორები** — ინსტიტუტები, მოიცავენ ინვესტორთა დიდ ჯგუფებს და განათავსებენ სახსრებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე. კოლექტიური ინვესტორების საქმიანობა ხორციელდება ორი ძირითადი მიმართულებით: 1) ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორგანიზაცია და მათი განთავსების შესახებ გარანტიების გაცემა მესამე პირთა სასარგებლოდ. 2) ოპერაციების ჩატარება ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით საკუთარი სახელით და საკუთარი ანგარიშით, მათ შორის ფასიანი ქაღალდების კოტირების გზით[1]. ე.ი. მყიდველისა და გამყიდველის ფასების გამოცხადებით, რომლის მიხედვით კომპანია კისრულობს ვალდებულებას იყიდოს და გაყიდოს განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები.

კოლექტიური ინვესტორები ახორციელებენ ოპერაციების ფართო წრეს (საბროკერო, დილერული, სატრასტო და სხვა), ისინი თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ როგორც ბირჟებზე, ასევე ბირჟებს გარეთაც; გარიგებებს ფიუჩერსული კონტრაქტებით, თამასუქებით, ასევე აქციების ყიდვა-

[1] იხ.: r. http:/www. arip; ru.

გაყიდვას; ისინი ძირითადად აქციებთან დაკავშირებული ოპერაციებით შემოიფარგლებიან, რომელიც მათ მიერ განხორციელებული ოპერაციების 67%-ს შეადგენს. ობლიგაციების მიხედვით ბრუნვები შეადგენს ოპერაციების საერთო რიცხვის 5%-ს. ბრუნვები სხვა ფასიანი ქაღალდების მიხედვით, მათ შორის თამასუქებისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიხედვით, – 28%-ს.

კოლექტიური ინვესტორების წარმომადგენლები არიან საინვესტიციო ფონდები (საპაიო და აქციონერული), არასახელმწიფო საპენსიო ფონდები, სადაზღვეო კომპანიები. ყოველ მათგანს პოტენციურ კლიენტებს შორის, აქვს თავისი ნიშა, გაყიდვების თავისი ტექნოლოგია, პროდუქტების თავისი ნაკრები და კლიენტების სახსრებთან მუშაობის მეთოდები; თავისი ინფრასტრუქტურა (მმართველი კომპანია, რეგისტრატორი, დეპოზიტარები, დამოუკიდებელი შემფასებელი და ა.შ.), რომლებიც უზრუნველყოფენ მათ სიცოცხლისუნარიანობას.

საპაიო საინვესტიციო ფონდი

საპაიო საინვესტიციო ფონდი (PIF) — ეს არის განკერძოებული ქონებრივი კომპლექსი, მისი ქონება შედგება ნდობით მართვაში გადაცემული ქონებისაგან, იმ პირობით, რომ იგი შეუერთდება სხვა ნდობით აღჭურვილი დამფუძნებლების ქონებას, აგრეთვე იმ ქონებისაგან, რომელიც მიიღება ასეთი მართვის პროცესში; წილზე საკუთრების უფლება დასტურდება კომპანიის მმართველის მიერ გაცემული ფასიანი ქაღალდით.

სხვა სიტყვებით, **საპაიო საინვესტიციო ფონდი ეს არის განკერძოებული ქონებრივი კომპლექსი იურიდიული პირის წარმოქმნის გარეშე**, რომლის ფონდების ქონების გადიდების მიზნით ქონების ნდობით მართვას ახორციელებენ მმართველი (სატრასტო) კომპანიები. ქონებრივი კომპლექსი იქმნება ინვესტორების ანაბრების მიერ (ფიზიკური და იურიდიული პირები), ასევე გაზრდილი ქონებისაგან, რომელთა წილზეც ფლობის უფლება დასტურდება კომპანიის მმართველის მიერ გაცემული ფასიანი ქაღალდით, ამ ქაღალდს უწოდებენ საინვესტიციო პაის. საინვესტიციო პაი მათი მფლობელებისათვის არის ერთგვარი უფლება შესყიდული პაის რაოდენობის მიუხედავად. ინვესტორები არ შეიძლება იყოს სახელმწიფო ორგანოები და ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოები.

საპაიო საინვესტიციო ფონდები ესაა კოლექტიური ინვესტირების ინსტიტუტები. ისინი გამოირჩევიან მკაცრი სახელმწიფო ზედამხედველობით, მის საინვესტიციო პორტფელში წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდებისადმი წაყენებული მოთხოვნები მაქსიმალურია საიმედოობისა და მაღალი ლიკვიდობის თვალსაზრისით, თუმცა მათ არც თუ ისე დიდი აქტივები გააჩნიათ კოლექტიური ინვესტირების ინსტიტუტებს შორის.

საპაიო საინვესტიციო ფონდი არ არის იურიდიული პირი, იგი წარმოადგენს ბანკის სუბიექტს, კომპანიის მმართველის მეშვეობით, რომელიც წარმართავს მის ოპერაციებს, ეს ხდება ასევე სპეციალური დეპოზიტარიუმის მეშვეობით, რომლის ძირითად ფუნქციასაც ქონების აღრიცხვა და ინვესტორების უფლებების დაცვა წარმოადგენს. **საპაიო საინვესტიციო ფონდის სპეციალიზირებული დეპოზიტარიუმი** შეიძლება იყოს ბანკი ან სხვა კომერციული ორგანიზაცია, რომელსაც გააჩნია ამ სახის საქმიანობის განხორციელებაზე ლიცენზია.

საპაიო საინვესტიციო ფონდის მმართველი კომპანია შეიძლება იყოს კომერციული ორგანიზაცია, რომელსაც აქვს უფლება განახორციელოს საქმიანობა ქონების ნდობითი მართვის ლიცენზიით. იგი ღებულობს კომპენსაციას ფონდის მართვის პროცესში გაწეული ხარჯებისათვის, და ჯილდოს, რაც გათვალისწინებულია ფონდის წესებით. მმართველი კომპანია შეიძლება მართავდეს ერთი ან რამდენიმე ფონდის ქონებას. მაგრამ იგი არ არის საპაიო საინვესტიციო ფონდის ქონების მესაკუთრე და ამიტომ უფლება არა აქვს გამოიყენოს ფონდის ქონება საკუთარი ვალდებულებების უზრუნველსაყოფად. მმართველი კომპანია პასუხისმგებელია საკუთარი ქონებით მესამე პირის ქონების დაკარგვით წარმოქმნილი ვალდებულებების წინაშე. ინვესტორების სახსრები, რომელიც გადაეცემა სამართავად კომპანიას, ჩაიდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის უფრო საიმედო და ლიკვიდურ ინსტრუმენტებში,

კომპანია ცდილობს უზრუნველყოს მაქსიმალურად შესაძლო შემოსაყალიანობა.

მმართველი კომპანია ადგენს ფონდის წესებს, ახდენს საინვესტიციო პაიების ემისიას, ახორციელებს ფონდის ნღობით მართვას და მისი ქონების ინვესტირებას ფასიან ქაღალდებში, უძრავ ქონებაში, საბანკო დეპოზიტებში და სხვა. ინვესტორი, შეიძენს რა საინვესტიციო პაის, რომელსაც უშვებს მმართველი კომპანია, დებს მასთან ქონების მართვის შესახებ ხელშეკრულებას, რომლის მოქმედების ვადა არ უნდა აღემატებოდეს 15 წელს ღია საპაიო ფონდებისათვის და არ შეიძლება იყოს 1 წელზე ნაკლები დახურული საინვესტიციო ფონდებისათვის.

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲞᲐᲘ

საინვესტიციო პაი ეს არის სახელობითი ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს მისი მფლობელის უფლებას საპაიო ფონდის ქონების ნაწილზე. საინვესტიციო პაი იძლევა უფლებას მოითხოვოს მმართველი კომპანიიდან ფონდის სათანადო ნღობით მართვაზე ფულადი კომპენსაციის მიღებაზე, ოღონდ ნღობითი მართვის ხელშეკრულების ვადის დასრულებისას. პაის მფლობელი ღებულობს შემოსავლებს არა ფიქსირებული შემოსავლის ან დივიდენდის სახით, არამედ როგორც სხვაობას პაის გაყიდვის ფასსა და ყიდვის ფასს შორის ფონდის ქონების ღირებულების ზრდის შედეგად. მმართველი კომპანია ვალდებულია გამოისყიდოს საინვესტიციო პაი ფონდის წმინდა აქტივების ღირებულების გაყოფით, ბრუნვაში არსებულ საინვესტიციო პაების რაოდენობაზე მიღებულ ფასში.

ᲡᲐᲞᲐᲘᲝ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲤᲝᲜᲓᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲔᲑᲘ

იმ ვადებზე დამოკიდებულებით, რომელშიც მმართველმა კომპანიამ უნდა გამოისყიდოს საინვესტიციო პაი, საპაიო საინვესტიციო ფონდები შეიძლება იყოს ღია, ინტერვალური და დახურული. **ღია საინვესტიციო საპაიო ფონდი** ეს არის ფონდი, რომელშიც მმართველი კომპანია კისრულობს ვალდებულებას გამოისყიდოს მის მიერ გამოშვებული საინვესტიციო პაები ინვესტორის მოთხოვნით ნებისმიერ სამუშაო დღეს, რაც დადგენილია საპაიო ფონდის წესებით. **ინტერვალური საპაიო საინვესტიციო ფონდი** ეს არის ფონდი, რომელშიც მმართველი კომპანია იღებს ვალდებულებას გამოისყიდოს მის მიერ გამოშვებული საინვესტიციო პაი ინვესტორის მოთხოვნით, საპაიო ფონდის მიერ დადგენილ ვადაში, მაგრამ არა ნაკლებ წელიწადში ერთხელ. ინტერვალურ ფონდში პაის ყიდვა ან გაყიდვა შეიძლება მხოლოდ გახსნის ინტერვალის პერიოდში. **დახურული საპაიო საინვესტიციო ფონდი** — ეს არის ფონდი, რომელშიც მმართველი კომპანია არ იღებს ვალდებულებას გამოისყიდოს მის მიერ გამოშვებული საინვესტიციო პაი ინვესტორის მოთხოვნით ნღობითი მართვის ხელშეკრულების მოქმედების ვადის ამოწურვამდე. დახურულ საპაიო ფონდში პაიზე უარის თქმა შეიძლება მხოლოდ ფონდის ნღობითი მართვის ხელშეკრულების მოქმედების ვადის ამოწურვის შემდეგ.

ფონდის მუშაობის მაჩვენებლები (წმინდა აქტივების ღირებულება და პაის ღირებულება) საპაიო საინვესტიციო ფონდის მმართველებმა უნდა გამოაქვეყნონ მასიურ საინფორმაციო საშუალებებში (ინტერნეტი) ყოველდღიური ღია ტიპის საინვესტიციო საპაიო ფონდების შემთხვევაში და ყოველკვარტალურად დახურული ტიპის საინვესტიციო საპაიო ფონდების შემთხვევაში. მმართველი კომპანიები ყოველთვიურად წარუდგენენ ანგარიშგებას ფასიანი ქაღალდების ფედერალურ კომისიას და ყოველ-კვარტალურად აქვეყნებენ მასალებს პრესაში მაჩვენებლების გაფართოვებული სიის სახით, საინვესტიციო პორტფელის შემადგენლობის და სტრუქტურის, ასევე საკუთარი კაპიტალის მაჩვენებლების ჩათვლით.

მმართველი კომპანია მეანაბრეთა სახსრებს აბანდებს საინვესტიციო ფონდის ემისიის წესებსა და გამოქვეყნებულ დეკლარაციასთან ზუსტად შესაბამისობაში, საპაიო საინვესტიციო ფონდების აქტივების შემადგენლობა და სტრუქტურა უნდა შეესაბამებოდეს კანონმდებლობით დადგენილ მოთხოვნებს, რომელიც დამტკიცებულია ფასიანი ქაღალდების შესახებ დებულების თანახმად. ღია საინვესტიციო ფონდების აქტივები წარმოდგენილი უნდა იყოს სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების სახით, ასევე ბაზრის სუბიექტების ფასიანი ქაღალდებით, ადგილობრიეი

მმართველობის ორგანოების ფასიანი ქაღალდებით, საზღვარგარეთის სახელმწიფოთა ფასიანი ქაღალდებით, საზღვარგარეთის სააქციო საზოგადობების ფასიანი ქაღალდებით, ფულადი სახსრებით სამამულო და უცხოურ ვალუტაში, რომელიც განთავსებულია საბანკო ანგარიშებზე და ანაბრებზე. ინტერვალური და დახურული ტიპის საინვესტიციო საპაიო ფონდების პორტფელი ზემოთ მითითებული აქტივების გარდა შეიძლება მოიცავდეს უძრავ ქონებას და მათზე უფლებას.

ღია საინვესტიციო პაის აქტივების სტრუქტურა

ღია ტიპის საინვესტიციო საპაიო ფონდის აქტივების სტრუქტურა უნდა შეესაბამებოდეს ამავდროულად შემდეგ მოთხოვნებს:

- ერთი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების შეფარდებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის საერთო აქტივების ღირებულების 20%-ს;
  სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები (ერთი გამოშვება) არ უნდა აღემტებოდეს ფონდის საერთო აქტივების ღირებულების 35%-ს — იმ შემთხვევების გარდა, როცა ისინი შეძენილია ნოვაციის გატარების შედეგად;
  საზღვარგარეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების საერთო შეფასებითი ღირებულება, რომელთაც არა აქვთ აღიარებული კოტირება, არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის საერთო აქტივების ღირებულების 10%-ს;
- უცხო სახელმწიფოთა ფასიანი ქაღალდების, უცხოეთის სააქციო საზოგადოებების აქციების და უცხოეთის კომერციული ორგანიზაციების ობლიგაციების საერთო შეფასებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების ღირებულების 20 პროცენტს;
  ფულადი სახსრები, რომლებიც განთავსებულია ერთი ბანკის ანაბრებზე, არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების ღირებულების 25%-ს.

ინტერვალური საინვესტიციო პაის ფონდის აქტივების სტრუქტურა

ინტერვალური საინვესტიციო საპაიო ფონდის აქტივების სტრუქტურა ამავდროულად უნდა პასუხობდეს შემდეგ მოთხოვნებს:

- მიღებული კოტირება ფასიანი ქაღალდების შეფასებითი ღირებულება, და ბანკების ანაბრებზე ფულადი სახსრები არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების საერთო ღირებულების 35%-ს;
  ერთი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების შეფასებითი ღირებულება, არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის საერთო აქტივების ღირებულების 30%-ს.
  სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების (ერთი გამოშვების) შეფასებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების საერთო ღირებულების 35%-ს, იმ შემთხვევების გამოკლებით, როცა ისინი შეძენილია ინოვაციის გატარების შედეგად.
- უძრავი ქონების და უძრავ ქონებაზე უფლების ობიექტების შეფასებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების საერთო ღირებულების 5%-ს;
- დადგენილი კოტირების გარეშე ფასიანი ქაღალდების მთლიანი შეფასებითი ღირებულება, უძრავი ქონების ობიექტების და უძრავ ქონებაზე უფლების საერთო შეფასებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს შესაბამის ფონდის აქტივების ღირებულების 65%-ს.
- უცხოეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების, უცხოეთის სააქციო საზოგადოებების აქციების, უცხოური კომერციული ორგანიზაციების ობლიგაციების საერთო შეფასებითი ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების ღირებულების 20%-ს.
- ფულადი სახსრები, რომლებიც განთავსებულია ერთი ბანკის ანაბრებზე, არ უნდა აღემატებოდეს ფონდის აქტივების ღირებულების 25%-ს.

საპაიო საინვესტიციო ფონდები აქტიურად ფუნქციონირებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. დღეისათვის მსოფლიო ბაზარზე უამრავი საპაიო საინვესტიციო ფონდი მუშაობს. მათი რიცხვი ბოლო

პერიოდში იზრდება, და ეს შემთხვევითი არ არის. თანამედროვე პირობებში საპაიო საინვესტიციო ფონდი — ეს არის ყველაზე ეფექტიანი მომსახურება ინვესტორებისათვის, რომელთაც შესაძლებლობა არა აქვთ დამოუკიდებლად განათავსონ თავიანთი სახსრები საფონდო ბაზრებზე. იგი საშუალებას აძლევს კერძო პირს მიიღოს ფინანსურ აქტივებში დაბანდებებისაგან ისეთი სარგებელი, რომელსაც ღებულობენ მსხვილი ინვესტორები: ბანკები, საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები.

საპაიო საინვესტიციო ფონდების ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე მოღვაწეობის პოზიტიურ შედეგებს შეიძლება მიეკუთვნოს ის ფაქტი, რომ საპაიო ფონდების აქტივების ღირებულებამ 2006 წელს ერთ მილიარდ დოლარს გადააჭარბა.[1] მაგრამ მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ აბსოლუტური ციფრები, არამედ ზრდის ტემპები. აქტივები უკანასკნელი წლის განმავლობაში თითქმის ორჯერ გაიზარდა.

აქციონერული საინვესტიციო ფონდი

აქციონერული საინვესტიციო ფონდი – ეს არის ღია სააქციო საზოგადოება, რომლის საქმიანობის ძირითად სახეს შეადგენს ქონების ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში და სხვა ობიექტებში. სხვა სიტყვებით, სააქციონერო საინვესტიციო ფონდი – ეს არის ნებისმიერი ღია ტიპის სააქციო საზოგადოება, რომლის ძირითადი საქმიანობაა აქციების გამოშვება ინვესტორების ფულადი სახსრების მობილიზაციის მიზნით და მისი დაბანდება ფონდის სახელით სხვა ემიტენტების ფასიან ქაღალდებში და საბანკო ანგარიშებზე. აქციონერული საინვესტიციო ფონდებს უფლება არა აქვთ განახორციელონ სხვა სახის სამეურნეო საქმიანობა, ბანკები და სადაზღვევო კომპანიები არ შეიძლება იყვნენ საინვესტიციო ფონდები.

საპაიო საინვესტიციო ფონდებისაგან განსხვავებით საინვესტიციო ფონდები იურიდიული პირებია და რეგისტრირებულნი არიან ღია სააქციო საზოგადოებების სახით. აქციონერული საინვესტიციო ფონდებს უფლება აქვთ განახორციელონ თავიანთი საქმიანობა მხოლოდ სპეციალური ნებართვის — ლიცენზიის საფუძველზე.

საინვესტიციო ფონდების ტიპები

საინვესტიციო ფონდები სამი ტიპისაა: ღია, დახურული და საჩეკო. **ღია ფონდი** ახდენს ფასიანი ქაღალდების ემიტირებას მათი უკან გამოსყიდვის უფლებით. **დახურული** ფონდი ასეთ ვალდებულებას არ კისრულობს. **საჩეკო ფონდი** ეს არის სპეციალიზებული ფონდი, რომელიც ახორციელებს ოპერაციებს საპრივატიზაციო ჩეკების მეშვეობით. საჩეკო ფონდების გარდაქმნა შეიძლება ან საპაიო საინვესტიციო ფონდებად, ან საინვესტიციო ფონდებად, ანდა დარჩეს ღია სააქციო საზოგადოებების სახით და სახელწოდება „საჩეკო" შეიცვალოს სხვა დასახელებით.

მაგალითად, პოსტსაბჭოთა სივრცეში, მხოლოდ რუსეთის ფედერაციაში, 691 საჩეკო საინვესტიციო ფონდიდან, რომლებიც რეგისტრირებული იყო სახელმწიფო ქონების კომიტეტის რეესტრში, 478 გარდაიქმნა სააქციო საინვესტიციო ფონდებად; ან მაგალითად, „ლუკოილი", „ალფა-კაპიტალი" – საპაიო საინვესტიციო ფონდებად, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილის ლიცენზია მიიღო 41-მა საჩეკო საინვესტიციო ფონდმა. დანარჩენმა 434-მა საჩეკო საინვესტიციო ფონდმა უარი თქვა თავის დასახელებაზე და იწოდებიან უბრალოდ სააქციო საზოგადოებებად. თანამედროვე პირობებში ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კომისიის მონაცემთა ბაზაში არის 597 გარდაქმნილი საჩეკო საინვესტიციო ფონდის სია.[2]

როგორც უკვე აღინიშნა, საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის განსაკუთრებული სახეა საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ემისია (აქციების) და მათი მიყიდვა ყველა მსურველი-სათვის, მოსახლეობის ჩათვლით, და ამავდროულად საკუთარი და მოზიდული სახსრების ჩადება სხვა ემიტენტების ფასიან ქაღალდებში. ფონდის აქციების შეძენით, ინვესტორები მათი თანამფლობელები ხდებიან და სრულად იზიარებენ ფონდის მიერ განხორციელებულ ფინანსურ ოპერაციებთან დაკავშირებულ რისკებს.

[1] Рынок ценных бумаг. Под ред. **В. И. Колесникова**. М.: СПб. 2007.

[2] **Боровкова В. А.** Рынок ценных бумаг. СПб.: Питер 2007, გვ. 28.

ასეთი ოპერაციების წარმატებულობა აისახება ფონდის აქციების მიმდინარე ფასების ცვლილებაში. საინვესტიციო ფონდის საწესდებო კაპიტალი მთლიანად უნდა გადანაწილდეს ფონდის დამფუძნებლებს შორის.

სააქციო საინვესტიციო ფონდის ქონება იყოფა ინვესტორებისათვის განკუთვნილ ქონებად (საინვესტიციო რეზერვები) და ქონებად, რომელიც გამიზნულია მისი მართვის ორგანოების და სხვა ორგანოების საქმიანობის უზრუნველსაყოფად, ცხადია, წესდების შესაბამისად. საინვესტიციო რეზერვები უნდა გადაეცეს მმართველ კომპანიას ნდობით მართვაში.

საინვესტიციო ფონდი დებს ხელშეკრულებას მმართველ კომპანიასთან (სატრასტო კომპანია, რომელსაც აქვს ლიცენზია) ფონდის მართვის შესახებ. საინვესტიციო ფონდი ვალდებულია გააფორმოს დეპოზიტარებთან დეპოზიტარული ხელშეკრულება, დეპოზიტარი არ შეიძლება იყოს საინვესტიციო ფონდის გარანტი, კრედიტორი და მმართველი. დეპოზიტარი ახორციელებს და აკონტროლებს ოპერაციებს საინვესტიციო ფონდის ფასიან ქაღალდებთან დეპოზიტარული ხელშეკრულების მოთხოვნების გათვალისწინებით, გაცვლაზე შეზღუდვების, ფასიანი ქაღალდების შეძენისა და გაყიდვის ჩათვლით.

საინვესტიციო ფონდს უფლება არა აქვს: შეიძინოს ნებისმიერი სააქციო საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციები იმ შემთხვევაში, თუ კი მათი შეძენის შემდეგ საინვესტიციო ფონდის აფილირებულ ჯგუფს ეკუთვნის ამ საზოგადოების ხმის უფლების მქონე აქციების საერთო ოდენობის 10%-ზე მეტი; წარმართოს თავისი კაპიტალის 5%-ზე მეტი ერთი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე. ანდა შეიძინოს ერთი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების 10%-ზე მეტი ნომინალური ღირებულების მიხედვით. საინვესტიციო ფონდს უფლება არა აქვს მოიზიდოს საინვესტიციო სახსრები იმ შემთხვევაში, თუ დაფარვას დაქვემდებარებული დავალიანების საერთო სიდიდე, აჭარბებს საინვესტიციო ფონდის წმინდა აქტივების საბაზრო ღირებულების 10%-ს, საკრედიტო ხელშეკრულების ხელმოწერის მომენტში (სესხის ვადა არ უნდა აღემატებოდეს სამ თვეს პროლონგაციის უფლების გარეშე); გამოუშვას სავალო ვალდებულებები, განახორციელოს საგირავნო გარიგებები, განახორციელოს წარმომადგენლობითი, საშუამავლო, საპრივატიზაციო ობიექტების გამყიდველების საქმიანობა, შეიძინოს და თავის აქტივებში ჰქონდეს სხვა საინვესტიციო ფონდების აქციები. საინვესტიციო ფონდის საქმიანობის აუცილებელი პირობაა თავის შტატში ჰყავდეს საინვესტიციო კონსულტანტის სპეციალისტი ფასიან ქაღალდებთან სამუშაოდ.

საინვესტიციო ფონდების მომსახურებით სარგებლობენ ინვესტორები, რომლებიც არ ინტერესდებიან ფასიანი ქაღალდების ანალიზით, არა აქვთ დრო შექმნან და მართონ საკუთარი პორტფელები, არ სურთ გადაუხადონ საინვესტიციო კონსულტანტს მომსახურებისათვის.

საინვესტიციო ფონდების უპირატესობები

საინვესტიციო ფონდების უპირატესობები სხვა საფინანსო ინსტიტუტებთან მიმართებაში შემდეგში მდგომარეობს:

- **ფონდების პროფესიონალური მართვა** — ყოველი ფონდი ცდილობს დანიშნოს უმაღლესი კვალიფიკაციის სპეციალისტი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის დარგში, რომელიც ეფექტიანად წარმართავს მის პორტფელს;
- **დივერსიფიკაცია** — ინვესტიციების განაწილება დიდი ოდენობის ფასიან ქაღალდებზე. ფონდის პორტფელში ჩართულია სხვადასხვა სახის ქაღალდები და ემიტენტები;
- **უმნიშვნელო თანხის ინვესტირების საშუალება** — საინვესტიციო ფონდები შესაძლებლობას უქმნიან თავიანთ მეანაბრეებს განახორციელონ უმნიშვნელო თანხების შენატანები, ხოლო ზოგიერთ ფონდებში ინვესტიციის მინიმუმები არ განისაზღვრება.
- **ავტომატური რეინვესტირება;**
- **ერთი საინვესტიციო ფონდის აქციების შეცვლა** მეორე საინვესტიციო ფონდის აქციებით. მსგავსი შეცვლა დაშვებულია, როცა რამდენიმე ფონდი გაერთიანებულია საერთო მართვით და ქმნიან ე.წ. „ფონდების ოჯახს“.

აქციების მაღალი ლიკვიდობა, ღია ფონდების აქციების მფლობელებს შეუძლიათ ისინი აქციონ ფულად, როცა ამას საჭიროდ ჩათვლიან.

- ინვესტიციების მოძრაობის გაკონტროლების სიმარტივე.

არასახელმწიფო საპენსიო ფონდი

არასახელმწიფო საპენსიო ფონდი — ეს არის სოციალური უზრუნველყოფის არაკომერციული ორგანიზაციის განსაკუთრებული ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა, რომლის ძირითად საქმიანობას წარმოადგენს ფონდის მონაწილეთა არასახელმწიფო საპენსიო ძირითად მოსახლეობის არასახელმწიფო საპენსიო უზრუნველყოფის შესახებ ხელშეკრულების საფუძველზე. ურთიერთობა მყარდება ფონდის მეანაბრეებს შორის ფონდის მონაწილეთა სასარგებლოდ.

ფონდის მეანაბრე — შეიძლება იყოს იურიდიული ან ფიზიკური პირი, რომელიც საპენსიო შენატანებს გადარიცხავს მის მიერ დანიშნული მონაწილეების სასარგებლოდ. ფონდის მონაწილეები ესენია მოქალაქეები, რომელთაც ფონდის საპენსიო ხელშეკრულების საფუძველზე უნდა მიეცეს არასახელმწიფო პენსია. მონაწილე შეიძლება გამოვიდეს საკუთარი სარგებლობის მეანაბრის სახით.

არასახელმწიფო საპენსიო ფონდის საქმიანობაში შედის: საპენსიო შენატანების აკუმულირება; საპენსიო რეზერვების განთავსება; პირობების შემუშავება არასახელმწიფო საპენსიო უზრუნველყოფის მონაწილეთათვის, საპენსიო ხელშეკრულებების დადება; საპენსიო ანაგრიშების წარმოება: ხელშეკრულებების დადება მმართველ (სატრასტო) კომპანიებთან; აქტუალურ, ანგარიშსწორებების განხორციელება; არასახელმწიფო პენსიების გადახდა ფონდის მონაწილეთათვის საპენსიო ხელშეკრულების პირობების შესაბამისად. არასახელმწიფო საპენსიო ფონდი თავის აქტივებს მართვაში გადასცემს სპეციალიზებულ სატრასტო კომპანიებს.

საპენსიო ფონდის ქონება

საპენსიო ფონდის საკუთარი ქონება შედგება:

- ქონებისაგან, რომელიც გამოწსულია ფონდის საწესდებო საქმიანობის უზრუნველსაყოფად. იგი იქმნება: დამფუძნებელთა ერთიანი შენატანებისაგან; მეანაბრეთა მიზნობრივი შენატანებისაგან, ფონდის შემოსაელის ნაწილი საპენსიო რეზერვებში განთავსებისაგან (იგი გამოიყენება ფონდის დანახარჯების დასაფარავად ფონდის წესდების შესაბამისად), საწესდებო საქმიანობის უზრუნველსაყოფად გამიზნული, ფონდის შემოსავალი ქონებისაგან, საქველმოქმედო შენატანებისაგან და სხვა კანონიერი შემოსულობებისაგან.
- ფონდის გადახდისუნარიანობის უზრუნველსაყოფად შექმნილი საპენსიო რეზერვებისაგან, იგი იქმნება საპენსიო შენატანებისაგან, საპენსიო შენატანების განთავსებიდან ფონდში მიღებული შემოსავლებისაგან. საპენსიო რეზერვები იქმნება საპენსიო ვალდებულების ყოველი სახეობის მიხედვით იმ ოდენობით, რაც საკმარისი იქნება ამავე ვალდებულებების დაფარვის უზრუნველსაყოფად.

არასახელმწიფო საპენსიო ფონდის საქმიანობა რეგლამენტირდება სათანადო კანონმდებლობით „არასახელმწიფო საპენსიო ფონდის შესახებ“.

კიდევ უფრო ფართო პერსპექტივები იშლება ბაზრის წინაშე საპენსიო რეფორმის განვითარების შედეგად: ბაზარზე გამოდის მოსახლეობის ე.წ. „გრძელი“ ფული, რომელიც აკუმულირდება კერძო მმართველობითი კომპანიების დაგროვების სისტემის ფარგლებში.

სადაზღვევო კომპანია

სადაზღვევო კომპანია (სადაზღვევო საზოგადოება, მზღვეველი) — არის ნებისმიერი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის იურიდიული პირი, რომელიც აღიარებულია კანონმდებლობის მიერ, ახორციელებს სადაზღვევო საქმიანობას და დადგენილი წესით მიღებული აქვს ლიცენზია მის განხორციელებაზე. ლიცენზია მზღვეველზე გაიცემა ფინანსთა სამინისტროსთან **არსებულ სადაზღვევო** საქმიანობაზე ზედამხედველობის დეპარტამენტის მიერ, დაზღვევის ყველა სახეობაზე. სადაზღვევო

კომპანიის უშუალო საქმიანობის სფერო არ შეიძლება იყოს სამეწარმეო საეჭრო-საშუამავლო და საბანკო საქმიანობა. დამზღვეევი ქმნის სადაზღვეეო ფონდს, რომელიც ყალიბდება დამზღვეეების მიერ გადახდილი სადაზღვეეო შენატანების საფუძველზე (ფიზიკური და იურიდიული პირები), და კისრულობს ვალდებულებას სადაზღვეეო შემთხვეევის დადგომის შემთხვეევაში აუნაზღაუროს ზარალი დამზღვეევს (ანდა სხვა პირს, ვის სასარგებლოდაც დადებულია ხელშეკრულება — სარგებლის მიმღები, დაზღვეული, მესამე პირი). მისთვის სადაზღვეეო ანაზღაურების გადახდის გზით (უზრუნველყოფა).

სადაზღვეეო კომპანიები თავიანთ სახსრებს აბანდებენ სხვადასხვა ფინანსურ აქტივებში. სადაზღვეევო რეზერვების განთავსების წესი, რომლებიც განსაზღვრავენ ინვესტირების შესაძლო მიმართულებებს და ზღვრული ოდენობა დგინდება ფინანსთა სამინისტროს მიერ. სადაზღვეეო რეზერვების დაფარვის წყაროებად შეიძლება გამოყენებული იქნას აქტივების შემდეგი სახეები: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, სუბიექტების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები საერთო ოდენობის 30%-ის სახით; ბანკების თამასუქები, საბანკო ანაბრები (დეპოზიტები), მათ შორის, დამოწმებული დეპოზიტარული სერტიფიკატები – 40%; საწარმოთა აქციები და ობლიგაციები – 30%. საბინაო სერტიფიკატები – 5%. საპაიო საინვესტიციო ფონდების საინვესტიციო პაი, წილობრივი მონაწილეობის სერტიფიკატები საბანკო მმართველობის საერთო ფონდებში 5%. სადაზღვეევო რეზერვების განთავსების პრინციპებია: დივერსიფიკაცია, დაბრუნებადობა, მომგებიანობა, ლიკვიდობა.

დღეისათვის ჩვენი ქვეყნის სადაზღვეევო ბაზარზე მუშაობს დაახლოებით 14 სადაზღვეევო კომპანია.

საფონდო შუამავლები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა შემდეგი ჯგუფია საფონდო შუამავლები. ესენია მოვაჭრეები, რომლებიც ემიტენტებსა და ინვესტორებს შორის ურთიერთდამოკიდებულებას უზრუნველყოფენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. მათ მიეკუთვნება ბროკერები და დილერები.

ბროკერები

მნიშვნელოვანი ფინანსური შუამავალი ფულადი რესურსების განაწილებაში საფონდო ბაზარზე არის ბროკერი. ბროკერი დარეგისტრირებული სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვის აგენტია, რომელსაც აქვს ლიცენზია ასეთი საქმიანობის განხორციელებაზე. ბროკერის როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილის ლიცენზირება ხდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფედერალური კომისიის მიერ.

ბროკერად შეუძლია იმუშაოს სამეურნეო სუბიექტმა, სხვადასხვა ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის საბროკერო კანტორამ, ანდა მოქალაქემ — ინდივიდუალურმა მეწარმემ, იურიდიული პირის შექმნის გარეშე.

ბროკერი ყოველთვის აფორმებს გარიგებას კლიენტის ანგარიშით და მისივე დავალებით; მოქმედებს ხელშეკრულების, ანდა საკომისიოს საფუძველზე, ასევე ასეთი გარიგებების დადების მინდობილობის საფუძველზე. ბროკერი თავის განკარგულებაში იღებს ფასიან ქაღალდებს და ყიდის მას ახალ ინვესტორზე, ანდა შეიძენს ფასიან ქაღალდებს კლიენტის დავალებით. ზოგჯერ დავალების ხელშეკრულებები და საკომისიოები ერთიანდება ხელშეკრულების სხვა სახეობაში (საკრედიტო ხელშეკრულება, საბანკო ანგარიშის ხელშეკრულება და სხვა), რომელიც ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული კომპლექსური მომსახურების ხელშეკრულების სახით ფორმირდება საბოლოო სახით. რიგ შემთხვეევებში ბროკერები სარგებლობენ დეპოზიტარების მომსახურებით, ათავსებენ რა თავიანთ აქტივებს შენახვის პასუხისმგებლობით. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილის ჩვეულებრივი საქმიანობის შემოწმების ჩარჩოებში ყოველწლიურად ტარდება ბროკერების აუდიტორული შემოწმება.

ბროკერს შეუძლია ასევე გასწიოს საკონსულტაციო და საინფორმაციო მომსახურება და დაკავდეს დილერული საქმიანობით. კლიენტის დავალებით ბროკერის მიერ განხორციელებული გარიგებები ყველა შემთხვეევაში ექვემდებარება პრიორიტეტულ შესრულებას დილერების ოპერაციებთან შედარებით.

დილერი

დილერი — ეს არის სამეურნეო სუბიექტი, რომელიც ახორციელებს ფინანსურ ოპერაციებს თავისი სახელით და თავისივე ანგარიშით. დილერი შეიძლება იყოს მხოლოდ იურიდიული პირი, რომლის ფუნქციაა ფასიან ქაღალდებში სახსრების დაბანდება, გარიგებების განხორციელება ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში თავისი სახელით, მათ შორის მათი კოტირების გზით. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ისეთი პროფესიონალები, როგორიცაა ბანკები და საინვესტიციო კომპანიები, უფლებამოსილნი არიან ერთიმეორეს შეუთავსონ საბროკერო და სადილერო საქმიანობა.

რეგულირებისა და კონტროლის ორგანოები

მსოფლიო პრაქტიკაში ცნობილია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ოთხი ძირითადი ფორმა:

ა) **სახელმწიფო რეგულირება**, რომელიც ეფუძნება კანონმდებლობას და საგადასახადო დაბეგვრის ნორმებს;

ბ) **საბირჟო რეგულირება**, ე.ი. რეგულირება საერთო და სპეციალიზებული საფონდო ბირჟების მუშაობის საერთო წესების შესაბამისად;

გ) **თვითრეგულირება**, რომელიც ხორციელდება საფონდო ბაზარზე პროფესიონალთა სხვადასხვა ასოციაციების საქმიანობის მეშვეობით;

დ) **საზოგადოებრივი რეგულირება** ანდა რეგულირება საზოგადოებრივი აზრის მეშვეობით.

სახელმწიფო რეგულირების ორგანოები. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას სახელმწიფო დონეზე ახორციელებენ:

- ხელისუფლების უმაღლესი ორგანოები: ფედერალური კრება, პრეზიდენტი, მთავრობა;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების სახელმწიფო ორგანოები სამინისტროების დონეზე. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფედერალური კომისია, ფინანსთა სამინისტრო, ცენტრალური ბანკი, ანტიმონოპოლიური პოლიტიკის სახელმწიფო კომიტეტი, სადაზღვევო საქმიანობის ზედამხედველობის დეპარტამენტი.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა თვითმარეგულირებელი ორგანიზაცია

ეს არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა ნებაყოფლობითი გაერთიანება, რომელიც ფუნქციონირებს არაკომერციული ორგანიზაციის პრინციპების საფუძველზე. იგი შექმნილია:

- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთა პროფესიონალური საქმიანობისათვის პირობების შექმნის მიზნით;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, პროფესიული ეთიკის სტანდარტების დაცვის მიზნით;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლიენტების უფლებების დაცვის მიზნით;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემდგომი სრულყოფისა და განვითარების მიზნით;

  ფასიან ქაღალდებზე ჩასატარებელი ოპერაციების წესებისა და სტანდარტების დადგენა, რომელიც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ეფექტიან საქმიანობას.

მარეგულირებელი ორგანიზაციის ყველა შემოსავალი გამოიყენება საწესდებო ამოცანების შესასრულებლად და არ ნაწილდება მის წევრებს შორის.

ამ ორგანიზაციის წევრები შეიძლება იყვნენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები. იმისათვის, რომ მან მიიღოს თვითმარეგულირებელი ორგანიზაციის სტატუსი, უნდა შედგებოდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არანაკლებ 10 პროფესიონალი მონაწილისაგან. მხოლოდ ამის შემდეგ შეუძლია მას მიმართოს განცხადებით ფასიანი ქაღალდების ფედერალურ კომისიას მისი სტატუსის მოპოვების თაობაზე. ორგანიზაცია, იძენს თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის სტატუსს იმ ნებართვის საფუძველზე, რომელსაც გასცემს ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კომისია, და რომელიც ითვალისწინებს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონს. საქართველოში

ასეთ თვითმარეგულირებელ ორგანიზაციას წარმოადგენს - „საბირჟო საქმიანობის განვითარების ასოციაცია", რომელიც მოღვაწეობს 2006 წლიდან. მისი მისიაა საბირჟო ვაჭრობის პოპულარიზაცია და საინვესტიციო გარემოს სრულყოფა. კერძოდ, საბირჟო საქმიანობის განვითარება, საბროკერო კომპანიების ინტერესების დაცვა, მოსახლეობისათვის გამოცდილების გაზიარება, გრძელვადიანი და მოკლევადიანი სასწავლო კურსის მიხედვით კვალიფიკაციის ამაღლება საერთაშორისო სავალუტო და საფონდო ბაზრებზე და სხვა.

თვითმარეგულირებელი ორგანიზაციის უფლებები

თვითმარეგულირებელი ორგანიზაციას უფლება აქვს:

- ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კომისიის კვალიფიციური მოთხოვნების შესაბამისად შეიმუშაოს სასწავლო პროგრამები და გეგმები, განახორციელოს ორგანიზაციის თანამდებობის პირებისა და პერსონალის მოშზადება, რომლებიც ახორციელებენ პროფესიონალურ საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე;
- განსაზღვროს აღნიშნული პირების კვალიფიკაცია, გასცეს მათი საკვალიფიკაციო სერტიფიკატები.

თანამედროვე პირობებში თვითრეგულირების საკითხებით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დაკავებულნი არიან: საფონდო ბაზრის მონაწილეთა პროფესიული ასოციაცია; უმსხვილესი რეგისტრატორებისა და დეპოზიტარების საბჭო; რეგისტრატორების, ტრანსფერტ-აგენტების და დეპოზიტარების პროფესიული ასოციაცია; საფონდო ბაზრის მონაწილეთა ეროვნული ასოციაცია; საწარმოებისა და ორგანიზაციების აქციონერთა ინტერესების დამცველი გაერთიანება და სხვა.

დღეისათვის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოქმედებს ბაზრის რეგულირებით დაკავებული მრავალი პროფესიული ასოციაცია და ფინანსური ინსტიტუტების გაერთიანება.

ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კომისიის მიერ შეიქმნა არაკომერციული პარტნიორობა „კოლექტიური ინვესტიციების ცენტრი", რომელიც გამოხატავს საპაიო საინვესტიციო ფონდების ინტერესებს. ცენტრის მიერ დამყარებულია მჭიდრო სამუშაო კონტაქტები საკრედიტო კავშირებთან, საპენსიო ფონდებთან, სადაზღვევო კომპანიებთან. საინვესტიციო ფონდებთან, მათ ასოციაციასთან და გაერთიანებებთან. იგი აქტიურად ურთიერთქმედებს საკანონმდებლო და მარეგულირებელ ორგანოებთან, ატარებს დიდ საგანმანათლებლო მუშაობას მოსახლეობასთან.

არასახელმწიფო საპენსიო ფონდის თვითრეგულირების სისტემის ფორმირება, თავისი წევრების ინტერესების დაცვა აღმასრულებელი ხელისუფლების ყველა ორგანოსთან მიმართებაში ეკალებათ: არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების ეროვნულ ასოციაციას; არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების პროფესიულ ლიგას; არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების რეგიონალური გაერთიანების საბჭოს, ასევე ამ ფონდის რეგიონალურ ასოციაციებს. არაკომერციული პარტნიორობა „არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების რეგიონთაშორისი ცენტრი" ახდენს არასახელმწიფო საპენსიო ფონდებისათვის კადრების მოშზადებას და გადამზადებას.

ბაზრის მომსახურე ორგანიზაციები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მომსახურე ორგანიზაციები. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ასრულებენ ისეთ საქმიანობას, რაც არაა დაკავშირებული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან კერძოდ:

გარიგებების დადების განმხორციელებელი ორგანიზაციები – ვაჭრობის ორგანიზატორები, ბირჟები და საბაჭრო სისტემები, რომლებიც ქმნიან პირობებს ფასიანი ქაღალდებით რეგულარული ვაჭრობების ჩასატარებლად.

ორგანიზაციები, რომლებიც უზრუნველყოფენ გარიგებების შესრულებას – კლირინგული სისტემები, რეგისტრატორები და დეპოზიტარები. მათი საშუალებით წარმოებს ფასიანი ქაღალდების უფლებათა ხელახალი რეგისტრაცია, დადებული გარიგებების აღრიცხვა და ანგარიშსწორება.

საინფორმაციო სააგენტოები, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მხარდამჭერი საინფორმაციო-ანალიტიკური სისტემები; საინფორმაციო სააგენტოები, რეიტინგული სააგენტოები, მონაცემთა ბაზები, რომლებიც ინვესტორებს წარუდგენენ ქვეყანაში ეკონომიკური სიტუაციის, ბიუჯეტების შესრულების შესახებ სრულ და ყოვლისმომცველ ინფორმაციას.

ორგანიზაციები, რომლებიც უზრუნველყოფენ გარიგებათა დადებას

ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე ვაჭრობის ორგანიზატორები არიან ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები. ისინი ახორციელებენ საქმიანობას ვაჭრობის ორგანიზაციის კუთხით საქმიანობენ, კერძოდ, ხელს უწყობენ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ გარიგებების დადებას ბაზრის მონაწილეთა შორის.

საფონდო ბირჟა

ვაჭრობის ორგანიზატორია საფონდო ბირჟა. იგი ორგანიზებული რეგულარულად ფუნქციონირებადი, ცენტრალიზებული ბაზარია ვაჭრობის ფიქსირებული ადგილით, ფასიანი ქაღალდების არჩევის პროცედურით და ბაზრის ოპერატორებით. მათ აქვთ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განსაზღვრული დროითი რეგლამენტი და სტანდარტული სავაჭრო პროცედურები, გარიგებათა რეგისტრაციის და მათზე ანგარიშსწორების ცენტრალიზებული მეთოდები, ოფიციალური (საბირჟო) კოტირების დადგენის უფლება. იგი ზედამხედველობს ბირჟის წევრებზე, რომელიც უწევს საანგარიშსწორებო და საინფორმაციო მომსახურებას, გარკვეულ გარანტიებს და საკომისიოებს ღებულობს გარიგებებისაგან. საფონდო ბირჟა არაკომერციული საწარმოა, რომელიც მუშაობს შესაბამისი ლიცენზიით.

საფონდო ბირჟის თავისებურებას წარმოადგენს ვაჭრობა მხოლოდ ბირჟის წევრებს შორის და არა მყიდველ-გამყიდველებს შორის. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა მონაწილეებს შეუძლიათ განახორციელონ ოპერაციები ბირჟაზე მხოლოდ ბირჟის წევრების შუამავლობით. ეს უკანასკნელი შეიძლება იყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ნებისმიერი პროფესიონალი მონაწილე.

ვაჭრობა ორგანიზებულ არასაბირჟო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხორციელდება სავაჭრო სისტემით. სავაჭრო სისტემა — ეს ტექნიკური, ტექნოლოგიური და ორგანიზაციული სახსრების ერთობლიობაა, რომელიც შესაძლებელს ხდის დაიდოს გარიგებები ფასიანი ქაღალდების მიხედვით და შეკერდეს მისი პარამეტრები.

გარიგებების შესრულებას უზრუნველყოფენ საკლირინგო ორგანიზაციები, დეპოზიტარიუმები, რეგისტრატორები (რეესტრის შემადგენლები).

საკლირინგო ორგანიზაციები (საკლირინგო პალატა)

საკლირინგო (საანგარიშსწორებო — საკლირინგო) ორგანიზაციები ახორციელებენ ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრას (ფასიანი ქაღალდების გარიგებებთან დაკავშირებით ინფორმაციის შეგროვება, შეკერება, კორექტირება, ბულალტრული დოკუმენტების მომზადება) და ფასიანი ქაღალდების მიწოდების ჩათვლას და მათზე ანგარიშსწორებას. ამ ორგანიზაციებს, აქვთ შესაბამისი ლიცენზია და მოქმედებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კლირინგული საქმიანობის შესახებ სათანადო დებულების საფუძველზე.

საკლირინგო ორგანიზაცია ჩვეულებრივ იგივე იურიდიული სტატუსით ყალიბდება, როგორც კომერციული ბანკები, მაგრამ ხშირად დახურული ტიპის, საპაიო საზოგადოებების სახით იქმნება. იგი შეიძლება ემსახურებოდეს რომელიმე ერთ საფონდო ბირჟას, ერთდროულად რამდენიმე ასეთ ბირჟას, ანდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრებს.

საკლირინგო ორგანიზაცია ახორციელებს:

- ფასიანი ქაღალდებით გარიგებების შესახებ მონაცემთა შეკრებას (ნეიტინგისა და ანგარიშსწორებისთვის) კერძოდ, გარიგებათა მონაწილეების, ფასიანი ქაღალდების კატეგორიების, გარიგებების განხორციელების ადგილისა და დროის, მათ მიხედვით ანგარიშსწორების შესახებ.

- ნეიტინგის და ანგარიშსწორების განსახორციელებლად გარიგებების ჩამონათვალის შედგენას, (როგორც წესი, შედარებისა და კოტირების გზით). ნეიტინგის შედეგად (ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციების რიცხვის მაქსიმალურად შემცირების მიზნით დადებული გარიგებების კლასიფიკაცია) გარიგებათა სიდიდე დაიყვანება ფასიანი ქაღალდების მიწოდების და ფულადი სახსრების გადაცემათა შემთხვევების მცირე რიცხვზე.

დეპოზიტარიუმი

- დეპოზიტარიუმი – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილეა, რომელიც ახორციელებს დოკუმენტარული და არადოკუმენტარული ფორმით გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების შენახვასთან დაკავშირებულ დეპოზიტარულ და მათზე უფლების გადაცემის აღრიცხვასთან დაკავშირებულ საქმიანობას. დეპოზიტარი შეიძლება იყოს მხოლოდ სამეურნეო სუბიექტი.

დეპოზიტარიუმის ფუნქციებია:

— მიიღოს ფასიანი ქაღალდები ნომინალურ ღირებულებაში შენახვის მიზნით და განახორციელოს ბირჟაზე დადებული გარიგებების კლირინგი და ანგარიშსწორება;
— გაიხსნას, აამოქმედოს და დახუროს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშები საბირჟო წესების შესაბამისად;
— ხელი შეუწყოს ფასიანი ქაღალდებით გარიგებათა ანგარიშსწორების ფასიანი ქაღალდების სერთიფიკატების ფიზიკური მიწოდების გარეშე;
— როგორც თვითრეგულირებადმა ორგანიზაციამ, მოამზადოს წესები თავისი წევრებისათვის და დააწესოს მათ შესრულებაზე კონტროლი;
— საბირჟო ვაჭრობის წესების დარღვევის შემთხვევაში წევრების მიმართ გამოიყენოს მისი შინაგანაწესით, წესებითა და წესდებით გათვალისწინებული სანქციები.

რეგისტრატორი

რეგისტრატორი (რეგისტრის მჭერი) ეს არის იურიდიული პირი, რომელიც სახელობითი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრს აწარმოებს (ფასიანი ქაღალდების წარმომ-დგენზე რეესტრის წარმოება არ ხორციელდება). იგი ახდენს მონაცემების შეკრებას, ფიქსაციას, დამუშავებას, შენახვას და წარდგენას, რაც ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების სისტემას შეადგენს. მას უფლება არა აქვს განახორციელოს გარიგებები იმ ემიტენტის ფასიანი ქაღალდებით, რომელთა რეესტრსაც იგი აწარმოებს.

რეგისტრატორის ფუნქციებში შედის დარეგისტრირებული პირების პირადი ანგარიშების წარმოება, ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვის წარმოება ემიტენტის საემისიო და პირად ანგარიშებზე, რეესტრში ჩანაწერების საფუძველზე, დოკუმენტების აღრიცხვა და შენახვა, შემოსაველების აღრიცხვა. ფასიანი ქაღალდების მიხედვით რეგისტრატორის ამოცანა მდგომარეობს იმაში, რომ თავის დროზე და შეუცდომლად ემიტენტს რეესტრი მიაწოდოს.

რეგისტრატორის ფუნქცია შეუძლია შეასრულოს თვით სააქციო საზოგადოებამ, (თუკი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რიცხვი არ აღემატება 100 კაცს), ანდა რეესტრის წარმოების საქმეში სხვა პროფესიონალმა ორგანიზაციამ (ეს შეიძლება იყოს ბანკი, სპეციალიზირებული რეგისტრატორი, ე.ი. იურიდიული პირი).

საინფორმაციო სააგენტო

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განსაკუთრებულ როლს ასრულებს საინფორმაციო სააგენტო. საინფორმაციო სააგენტოების დიდი უმრავლესობა, ახდენს არა მარტო ინფორმაციის აკუმულირებას, არამედ მის მოსაპოვებლად სხვადასხვა ხერხებს იყენებს. ბაზრის ამ ნაწილს იყოფენ უცხოეთის და სამამულო საინფორმაციო სააგენტოები. უცხოეთის სააგენტოებიდან წარმოდგენილნი არიან ისეთი ცნობილი სააგენტოები, როგორიცაა: რეიტერი, დოუ-ჯონსი ტელერეიტი, ბლუმბერგი, ტენფორი. მრავალი საინფორმაციო სააგენტო ინფორმაციის გადაცემისათვის იყენებს ინტერნეტ-სისტემის შესაძლებლობებს. საქართველოში საინფორმაციო სააგენტოს წარმოადგენს „ჯორჯიან ბიზნეს კონსალტინგი“ (www.gbc.ge).

16.3. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი საკანონმდებლო ბაზა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა საქმიანობა რეგულირდება შემდეგ ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტებით[1]:

— საქართველოს კანონი **„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“**, 1998

— **„საბროკერო კომპანიების საწყისი საკუთარი კაპიტალის მიმართ მოთხოვნების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 1999 წლის 2 ნოემბრის N 1 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N090.013.003.913); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 58(65), 1999 წ., 10 ნოემბერი;

— **„საბროკერო კომპანიის, ბროკერის, საფონდო ბირჟის, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ლიცენზიების ფორმების ნიმუშების დამტკიცების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 1999 წლის 3 დეკემბრის N 2 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.0130.003.979); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 66, 1999, 9 დეკემბერი.

— **„ცენტრალური დეპოზიტარის ლიცენზიის ფორმის ნიმუშის დამტკიცების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 1999 წლის 9 დეკემბრის N 3 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.013.003.985); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“; N 68, 1999, 17 დეკემბერი.

— **„ანგარიშვალდებული საწარმოების მიერ ნახევარწლიური ანგარიშების შედგენისა და წარდგენის შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2000 წლის 21 იანვრის N 4 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N090.013.004.060); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 8 2000წ., 8 თებერვალი.

— **„ანგარიშვალდებული საწარმოების მიერ წლიური ანგარიშების შედგენისა და წარდგენის შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2000 წლის 21 იანვრის N 4 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N090.013.004.060); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 8, 2000 წ., 8 თებერვალი;

— **„საბროკერო კომპანიებისათვის კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნათა შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეს-ის 2000 წლის 29 მარტის N 5 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.013.004.174); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 30, 2000 წ., 10 აპრილი.

— **„საბროკერო კომპანიების ჩანაწერებისა და ბუღალტრული დავთრების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეს-ის 2000 წლის 29 მარტის N 5 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.013.004.174); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 30, 2000 წ., 10 აპრილი.

— **„საბროკერო კომპანიების ანგარიშებისა და პერიოდული ფინანსური ანგარიშგებების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2000 წლის 29 მარტის N 5 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N090.013.004.174); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 30, 2000 წ., 10 აპრილი;

— **„თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის წესების დადასტურებისა და გაუქმების შესახებ“**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2000 წლის 7 აგვისტოს N 6 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.013.004.366); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, N 72 (III ნაწ.), 2000 წ., 11 აგვისტო.

— **„ანგარიშვალდებული საწარმოს მმართველი ორგანოს წევრის ბენეფიციურ საკუთრებაში**

[1] ჯიბუტი მ.საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, თბ., 2003. გვ. 193-200.

არსებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ", დამტკიცებული სფქეკ-ის 2000 წლის 7 აგვისტოს N 7 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 090.013.004.367); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 72 (III ნაწ.), 2000 წ., 11 აგვისტო.

— **„ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი შენაძენის და მისი ცვლილებების საჯაროობის შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2001 წლის 19 მარტის N 9 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (რეგისტრაციის N 040.170.280.17.014.004.705); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N26, 2001 წ., 22 მარტი;

— **„ფასიანი ქაღალდების რეესტრის მწარმოებელ ფიზიკურ პირთა ტესტირების დროებითი წესი"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 21 ივნისის N 15 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N 040.230.000.17.004.005.374); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 66, 2002 წ., 28 ივნისი.

— **„ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის მიერ ანგარიშების წარმოებისა და ფორმების განსაზღვრის შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 18 ივლისის N18 დადგენილებით, რეგის-ტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N 040.230.000.17.014.005.425); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 77, 2002 წ., 29 ივლისი.

— **„ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ლიცენზირების წესი"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 25 ივლისის N 19 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.436); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 77, 2002 წ., 29 ივლისი.

— **„ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის ორმაგი ლიცენზირების წესი"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 25 ივლისის N 20 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.435); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 77, 2002 წ., 29 ივლისი.

— **„საბროკერო კომპანიასა და კლიენტს შორის გასაფორმებელი ხელშეკრულების ნიმუშისადმი განსაზღვრული მოთხოვნების შესახებ წესი"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 2 აგვისტოს N 21 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.170.280.17.014.005.456); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 83, 200 წ., 15 აგვისტო.

— **„საჯარო ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების საალრიცხვო თარიღის დადგენის შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 19 სექტემბრის N23 დად-გენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.506); გამოქვეყნებული „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნეში", N 98, 2002 წ., 1 ოქტომბერი.

— **„ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მფლობელების უფლებებისა და მათ მიმართ მმართველი ორგანოს წევრების ვალდებულებების შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 2 დეკემბრის N 24 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.589); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 119, 2002 წ., 11 დეკემბერი.

— **„ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელობის შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 2 დეკემბრის N 26 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.588); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 119, 2002 წ., 11 დეკემბერი.

— **„საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის დებულება"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2002 წლის 18 დეკემბრის N 27 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტი-ციის სამინისტროს მიერ (N190.040.230.000.17.014.005.610); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 124, 2002 წ., 24 დეკემბერი.

— **„ემიტენტისათვის ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის იძულებით დანიშვნის შესახებ"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2003 წლის 28 იანვარი N 28 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართვე-ლოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.661); „საქართველოს საკანონმდებლო

მაცნე", N 10, 2003 წ., 7 თებერვალი.

— **„ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორსა და ემიტენტს შორის წერილობითი შეთანხმების პირობებისადმი მოთხოვნები"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2003 წლის 3 თებერვალი N-29 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროს მიერ (N040.230.000.17.014.005.672); „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე" N 11, 2003 წ., 12 თებერვალი.

— **„ფასიანი ქაღალდების საიდენტიფიკაციო ნომრის მოთხოვნის, მინიჭების და ემისიის დამტკიცებული პროექტის რეგისტრაციის შესახებ კომისიის წესი"**, დამტკიცებული სფქეკ-ის 2003 წლის 30 იანვრის N 34 დადგენილებით, რეგისტრირებული საქართველოს იუსტიციის სამინისტროში (14.07.03 წ. N 040.230.000.17.014.005.945) „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე", N 73, 2003 წ., 21 ივლისი.

საქართველოს საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი დოკუმენტები:

— ინსტრუქცია სს **„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე"** ბროკერის საკვალიფიკაციო ატესტატის გაცემის შესახებ, დამტკიცებული საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ ოქმი N1, 20 მარტი, 2000 წ. www.gse.ge. მარეგულირებელი დოკუმენტები;

— ინსტრუქცია სს **„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე"** ბროკერის საკვალიფიკაციო ატესტატის გაცემის შესახებ, **ბოლო ცვლილებები და დამატებები**, დამტკიცებული საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, ოქმი N 4, 2008 წლის 11 დეკემბერი.

— სს **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** წესდება, დამტკიცებული საქართველოს საფონდო ბირჟის საერთო კრების მიერ ოქმი N 1. 5 იანვარი 1999 წ.

— სს **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** წესდება, **ცვლილებები და დამატებები**, სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" საერთო კრების მიერ, 2007 წლის 27 სექტემბერი.

— **დებულება „საქართველოს საფონდო ბირჟის"** წევრების შესახებ, დამტკიცებული სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" წევრ-აქციონერთა საერთო კრების მიერ 1999 წ. 26 სექტემბერი, ოქმი N 4.

— დებულება **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** წევრების შესახებ, **ბოლო ცვლილებები და დამატებები**, სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" სამეთვალყურეო საბჭოს სხდომაზე, 2009 წ. 5 მარტი, ოქმი N 2.

— საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგების საქართველოს საფონდო ბირჟაზე დაფიქსირების ზოგადი წესი, დამტკიცებული საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, ოქმი N 9, 2007 წლის 28 დეკემბერი.

— **„საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგების საქართველოს საფონდო ბირჟაზე დაფიქსირების ზოგადი წესი"**, **ბოლო ცვლილებები და დამატებები**, საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, ოქმი N 2, 2009 წლის 5 მარტი.

— დებულება **„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე"** ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ, დამტკიცებული საქართველოს საფონდო ბირჟის საერთო კრების მიერ, 1999 წ. 26 სექტემბერი, ოქმი N 4.

— დებულება **„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე"** ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ, **ბოლო ცვლილებები და დამატებები**, საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, 2008 წლის 11 დეკემბერი, ოქმი N 2.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** ეთიკის **კოდექსი**, დამტკიცებული სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" წევრ-აქციონერთა საერთო კრების მიერ, 1999 წ. 26 სექტემბერი, ოქმი N 4.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** ეთიკის კოდექსი, **ბოლო ცვლილებები და დამატებები**, საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, 2008 წლის 7 აგვისტო, ოქმი N 3.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** დისციპლინურ დარღვევათა საპროცესო კოდექსი, დამტკიცებული სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" საერთო კრების მიერ, 1999 წლის 26 სექტემბერი, ოქმი N 4.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** დისციპლინურ დარღვევათა საპროცესო კოდექსი, ბოლო ცვლილებები და დამატებები, საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, 2009 წლის 5 მარტი, ოქმი N 2.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** ვაჭრობის წესები, დამტკიცებული სს „საქართველოს საფონდო ბირჟის" საერთო კრების მიერ, ოქმი N 4, 26 სექტემბერი, 1999 წ.

— **„საქართველოს საფონდო ბირჟის"** ვაჭრობის წესები, ბოლო ცვლილებები და დამატებები, საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, 2009 წლის 17 თებერვალი, ოქმი N 1.

— **„ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის მიერ ინფორმაციის მიღების, სისტემატიზაციის, დამუშავებისა და საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურისათვის გადაცემის წესის შესახებ"** დებულება, საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურის უფროსის ბრძანება N 7, 2008 წლის 29 სექტემბერი.

— საქართველოს კანონი **„საფინანსო სექტორის გლობალური კონკურენტუნარიანობის შესახებ"**, დამტკიცებული საქართველოს პრეზიდენტის მიერ. თბილისი, 2008 წლის 14 მარტი, ბრძანება N 5906-I.

16.4. საქმიანობის ძირითადი სახეები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონის შესაბამისად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე **პროფესიონალურ საქმიანობას** მიეკუთვნება:

1. საბროკერო საქმიანობა; 2. სადილერო საქმიანობა; 3. ფასიანი ქაღალდების მართვის საქმიანობა; 4. საანგარიშსწორებო-კლირინგული საქმიანობა; 5. დეპოზიტარული საქმიანობა; 6. ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოებასთან დაკავშირებული საქმიანობა; 7. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზება.

საბროკერო საქმიანობა

საბროკერო საქმიანობა არის ფასიან ქაღალდებზე სამოქალაქო სამართლებრივი გარიგების განხორციელება კლიენტის სახელით და კლიენტის ანგარიშით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილე, რომელიც აღნიშნულ საქმიანობას ეწევა, იწოდება ბროკერად, ბროკერის საქმიანობა ლიცენზირებადია. ფასიანი ქაღალდების კომისია გასცემს სამი სახის ლიცენზიას:

- ლიცენზია საბროკერო საქმიანობაზე იურიდიული პირების სახსრებით ფასიანი ქაღალდებთან ოპერაციების მიხედვით;
- ლიცენზია საბროკერო საქმიანობაზე ფიზიკური პირების ხარჯზე ფასიანი ქაღალდებზე ოპერაციების მიხედვით;

  ლიცენზია საბროკერო საქმიანობაზე სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ საოპერაციო და მუნიციპალურ ფასიან ქაღალდებზე.

ბროკერს თავისი საქმიანობის განხორციელება შეუძლია კლიენტთან დადებული საბროკერო მომსახურების ხელშეკრულების საფუძველზე.

ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებისათვის, ბროკერზე გადაცემული კლიენტების ფულადი სახსრები, ასევე გარიგებების მიხედვით მიღებული ფულადი სახსრები უნდა იმყოფებოდეს საკრედიტო ორგანიზაციაში ბროკერის მიერ გახსნილ ცალკე საბანკო ანგარიშზე (ანგარიშებზე).

ანგარიშების სახეები

არსებობს შემდეგი სახის ანგარიშები:

- **სალაროს (ნაღდი ფულის) ანგარიში** კლიენტს უფლებას აძლევს განახორციელოს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები მის ანგარიშზე არსებული სახსრების ფარგლებში. აღნიშნული გარემოება განაპირობებს ფასიანი ქაღალდის განაღდებასთან დაკავშირებული რისკის მინიმალურ ოღენობას.
- **მარჟინალური (მარჟის) ანგარიში** უფლებას აძლევს კლიენტს მიიღოს კრედიტი საბროკერო ფირმიდან ფასიანი ქაღალდების შესაძენად. ბროკერს უფლება აქვს კლიენტს სესხად მისცეს ფულადი სახსრები ანდა გარიგებების დასადებად ფასიანი ქაღალდები, ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის მიზნით კლიენტისათვის უზრუნველყოფის გარანტიის პირობით. (მარჟინალური გარიგებები ესაა გარიგებები, რომელიც ხორციელდება ფულადი სახსრების ან ფასიანი ქაღალდების გამოყენებით, რომელიც ბროკერის მიერ სესხად გაიცემა).

ფასიანი ქაღალდები ლიკვიდურები უნდა იყვნენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობის ორგანიზატორების მიერ და ჩართულნი უნდა იყვნენ კოტირების სიაში. კლიენტის ვალდებულებების უზრუნველსაყოფად აღებული ფასიანი ქაღალდები, ბროკერის მიერ სესხის გაცემისას, ექვემდებარება გადაფასებას. უზრუნველყოფის და სესხზე პროცენტის სიდიდე განისაზღვრება საბროკერო მომსახურების შესახებ ხელშეკრულებით. კრედიტის სიდიდე არ უნდა აღემატებოდეს გარიგების თანხის 50%-ს. ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების დადებისას კრედიტის გამოყენებით თვით ფასიანი ქაღალდები რჩება ბროკერთან გირაოდ მის მიერ გაღებული გადახდების უზრუნველსაყოფად, კრედიტის დაფარვამდე, როცა კლიენტი სრულად დააბრუნებს სესხის თანხას, ფასიანი ქაღალდები გადაირიცხება მის ანგარიშზე. თუ კი ფულადი სახსრები ანდა ფასიანი ქაღალდები უკან არ ბრუნდება დადგენილ ვადაში ან ვადაში არაა გადახდილი პროცენტები, ასევე იმ შემთხვევაში, როცა უზრუნველყოფის სიდიდე ნაკლებია სესხის თანხაზე, ბროკერს უფლება აქვს მოითხოვოს ფულადი სახსრების ან ფასიანი ქაღალდების ამოღება (რომლებიც გამოშვებულია უზრუნველყოფის მიზნით) არა სასამართლოს გზით, არამედ გადაიტანოს ფასიანი ქაღალდები საკუთარ ანგარიშზე ან გაყიდოს ისინი სესხის დასაფარავად.

ბროკერს ევალება აწარმოოს სპეციალურ საბროკერო ანგარიშზე (ანგარიშებზე) განთავსებული ყოველი კლიენტის ფულადი სახსრების აღრიცხვა და ანგარიშვალდებულია კლიენტებთან. საბროკერო მომსახურების შესახებ ხელშეკრულება შეიძლება ითვალისწინებდეს ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებისათვის (ან ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის შედეგად მიღებულ) გამოზნული ფულადი სახსრების შენახვის ვალდებულებას. ბროკერს უფლება აქვს გამოიყენოს ზემოთაღნიშნული სახსრები, ხელშეკრულებით გათვალისწინებული პირობებით მისი კლიენტის დაბრუნებამდე. მოგების ნაწილი, რომელიც მიიღება აღნიშნული სახსრების გამოყენებიდან და რჩება ბროკერის განკარგულებაში, ხელშეკრულების შესაბამისად გადაერიცხება კლიენტს.

ბროკერები არიან საფონდო ბირჟის წევრები ან წარმომადგენლები, რომელთა მოვალეობაში შედის საბირჟო გარიგებების დადების შესახებ კლიენტ-ინვესტორების ბრძანებების შესრულება, კონტრაგენტების მოძიების გზით. ბროკერის ამოცანაა გარიგებების რეგისტრაციასთან და გაფორმებასთან დაკავშირებული ყველა პროცედურის შესრულებაში თავისი კლიენტების ინტერესების დაცვა, კლიენტების ინფორმირება თავისი გარიგებებისა და მათ ანგარიშებზე ოპერაციების შესახებ.

ბროკერის და კლიენტის ხელშეკრულება

ბროკერსა და კლიენტს შორის ურთიერთობის ამოსავალი წერტილია ხელშეკრულების დადება საბროკერო მომსახურების შესახებ. კლიენტთან ასეთი ხელშეკრულების დადების შემდეგ ბროკერი ვალდებულია ეგრეთ წოდებული დავალება (ბრძანება) საოპერაციო დარბაზში გადაიტანოს გარიგების დასადებად.

ფასიანი ქაღალდების ყიდვის ან გაყიდვის აუცილებლობის (სურვილი) წარმოშობისას კლიენტი

განაცხადს წარუდგენს ბროკერს. **განაცხადი ეს არის დოკუმენტი, სადაც დათქმულია ყველა პირობა: კლიენტის რეკვიზიტები, შეძენილი ან გაყიდული ფასიანი ქაღალდების სახეობა და რაოდენობა, განაცხადის შესრულების ვადა.** კლიენტის შეკვეთის მიღების შემდეგ, ბროკერი ავსებს სპეციალურ ბლანკ-ბრძანებას, იგი ჩვეულებრივ მოიცავს შემდეგ ინფორმაციას: აქტიების დასახელება, ლოტების ან ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა, რომლებიც უნდა გაყიდული ანდა შესყიდული იქნას, ბირჟა, სადაც ხდება აქტივის კოტირება; გარიგების სახე; შესადგენი გარიგების ფასი, კლიენტის სახელი და მისი ანგარიშის ნომერი, ბრძანების თარიღი; პერიოდი, რომლის განმავლობაში ბრძანება რჩება ძალაში.

არსებობს ბრძანებების სხვადასხვა სახეები, **გარიგების შესრულების ფასის მიხედვით** განასხვავებენ: საბაზრო ბრძანებას, ლიმიტურ ბრძანებას (ბრძანება შეზღუდული პირობებით), და სტოპ-ბრძანებას.

საბაზრო ბრძანება

საბაზრო ბრძანება (ბრძანება ბაზრის მიხედვით) ბროკერს შესაძლებლობას აძლევს დამოუკიდებლად აირჩიოს გარიგების შესაძლო საუკეთესო ფასი. კლიენტი ან მიუთითებს მისთვის საჭირო ფასიანი ქაღალდების რაოდენობას და გარიგების სახეს და ფასი არ იზღუდება, ანდა მიუთითებს ფულადი სახსრების ფიქსირებულ ოდენობას, რომლის ფარგლებშიც ბროკერს უფლება აქვს განახორციელოს ოპერაციები. საბაზრო ბრძანება ძალაშია მხოლოდ გამოწერის დღის განმავლობაში. გარიგება უნდა შესრულდეს, როგორც კი ბრძანება მიაღწევს საეაჭრო დარბაზს შედარებით ხელსაყრელ მიმდინარე ფასში. ბირჟის გახსნამდე შემოსული განაცხადების შესრულება ბროკერს შეუძლია მთლიანად პირველი კოტირების კურსით. ხოლო განაცხადები, რომლებიც შემოდიან ბირჟის სხდომების მსელელობისას, — მისი შემოსვლის მომენტიდან ბაზრის შესაძლებლობების გასათვალისწინებელ ფასში. კლიენტი ამ შემთხვევაში დაინტერესებულია გარიგების შესრულების სისწრაფეში, და არა ფასში. საბაზრო ბრძანების დადებითი მხარეა (უპირატესობა) მისი შესრულების გარანტია, ვინაიდან ბროკერი საეაჭრო დარბაზში ვალდებულია საბაზრო ბრძანება დაუყოვნებლივ შეასრულოს. მისი ნაკლია ის, რომ გარიგების ფასი შეიძლება არც თუ ისე ხელსაყრელი და სასურველი იყოს, განსაკუთრებით არალიკვიდურ ბაზრებზე.

ლიმიტური ბრძანება

ლიმიტური ბრძანება განსაზღვრავს ბროკერის მიერ უზრუნველყოფილ ყიდვის ან გაყიდვის კონკრეტულ ფასს, ანდა კლიენტისათვის უფრო ხელსაყრელ ფასს, (გაყიდვა არა უფრო დაბალ ფასში – ვიდრე..., ყიდვა არა უფრო მაღალ ფასში, ვიდრე...) ასე რომ, ლიმიტური ბრძანება ყიდვაზე სრულდება მითითებული ან უფრო დაბალი ფასით. ხოლო ლიმიტური ბრძანება გაყიდვაზე – მითითებულ ანდა უფრო მაღალი ფასით. ლიმიტური ბრძანების ძირითადი უპირატესობაა ის, რომ კლიენტი განსაზღვრავს მისთვის მაქსიმალურად ხელსაყრელ ფასს (ყიდვის ან გაყიდვის) და მას აღარ სჭირდება ბროკერთან გამუდმებული კონტაქტი ინფორმაციის მისაღებად გარიგების შედეგების შესახებ. მისი ნაკლია ის, რომ არ არსებობს კლიენტის ბრძანების სწრაფი შესრულების გარანტია, რადგან ამისათვის ბაზარზე უნდა დადგინდეს ბრძანებაში მითითებული ფასი. თუ კი ბრძანების მიღების მომენტში მასში მითითებული კოტირებები ბაზარზე არ არის, შეკვეთების ლიმიტის წიგნში ბრძანება შედის ყველა დანარჩენი ბრძანებების შემდეგ. როცა მითითებული კურსი დადგინდება, ბრძანება შესასრულებლად იქნება მიღებული, მაგრამ წიგნში ადრე შეტანილი ყველა ბრძანებების შემდეგ.

საბაზრო და ლიმიტურ ბრძანებებს შორის შუალედური არის ბრძანება **„საბაზრო, თუ კი ბაზარი მიაღწევს ბრძანების ფასს“**. ეს არის ბრძანება გარიგების საუკეთესო ფასში შესრულების შესახებ, როცა ბაზარი მიაღწევს კლიენტის მითითებულ ფასს. ბრძანება შესყიდვაზე ამ შემთხვევაში მოიცავს მიმდინარე საბირჟო კოტირებაზე უფრო დაბალ ფასს. შესყიდვის შესახებ ბრძანება გარდაიქმნება შესყიდვაზე საბაზრო ბრძანებად, თუკი აქტივის ფასი ბრძანების ფასის დონეზე ანდა უფრო დაბლაა დაწეული. ასეთი ბრძანება გაყიდვაზე მიმდინარე საბირჟო კოტირების ფასზე უფრო მაღალია. ამდე-

ნად, გაყიდვაზე საბაზრო ბრძანებად გადაიქცევა მაშინ, როცა ფასი ბრძანების ფასს გაუტოლდება ანდა მას გადააჭარბებს. ბრძანების შესრულება ხდება დაუყოვნებლივ ანდა მომდევნო კოტირებით.

ბრძანება საბაზროა თუკი ბაზარი მიაღწევს ბრძანების ფასს მსგავსია ლიმიტურის და საბაზრო ბრძანებისაც როგორც ლიმიტური ბრძანება, მითითებული ფასების დონის დადგენამდე იგი არ სრულდება, უფრო მეტიც, თუ ბაზარზე არ ჩამოყალიბდება მითითებული ფასების დონე, ბრძანება არ შესრულდება; მაგრამ ლიმიტური ბრძანებისაგან განსხვავებით აღნიშნული ბრძანება საბაზრო ხდება მითითებული ფასის დადგენის შემდეგ და უნდა შესრულდეს, მაგრამ საჭიროებულო არაა მითითებულ ფასში.

სტოპ-ბრძანება

სტოპ-ბრძანება (ზღვრულ ბრძანება) აფიქსირებს, აზუსტებს გარიგების შედგენის ფასს. ამ ბრძანების მეშვეობით კლიენტი ადგენს თავის, მისთვის მისაღებ ფასის მინიმალურ დონეს გაყიდვისას და მაქსიმალურს — ყიდვისას. სტოპ-ბრძანება, ანუ როგორც მას ხში-რად უწოდებენ „ბრძანება შეზღუდული ზარალით“ არსებობს ორი სახის:

1) ბრძანება, რომელიც სრულდება, თუ კი აქციების კურსი ეცემა კლიენტის მიერ განსაზღვრულ ფასს ქვემოთ (სტოპ-ფასი). ამ დროს კლიენტისათვის მთავარია სავარაუდოდ მისაღები ზარალის შემცირება ანდა შესაძლო მოგების ნაწილის დაცვა;

2) ზარალის შემცირების მიზნით მოკლე გაყიდვების განმახორციელებელი პირის ბრძანება, თუკი აქციების ფასი ზრდას დაიწყებს. ეს არის ბრძანება საბაზრო ფასში ყიდვის ან გაყიდვის შესახებ, როცა ბაზარი აღწევს მითითებულ ფასს. ლიმიტური ბრძანებისაგან განსხვავებით სტოპ-ბრძანება ყიდვაზე მიმდინარე საბირჟო კოტირებაზე მაღალ ფასს მოიცავს, ხოლო სტოპ-ბრძანება გაყიდვაზე – მიმდინარე საბირჟო კოტირებაზე დაბალ ფასს.

სტოპ ბრძანება განსხვავდება ბრძანებისაგან: „საბაზრო, თუ კი ბაზარი აღწევს ბრძანების ფასს“, მიმდინარე საბაზრო ფასებთან მიმართებაში. სტოპ-ბრძანება ყიდვაზე სრულდება მიმდინარე საბაზრო ფასებზე უფრო მაღალ ფასებში. სტოპ-ბრძანებები გაყიდვაზე-მიმდინარე ფასებზე უფრო დაბალ ფასებში, ხოლო ბრძანების: „საბაზრო, თუ კი ბაზარი მიაღწევს ბრძანების ფასს“ — პირობებში კი — ეს პირიქით ხდება.

მიუხედავად ამისა, უბრალო სტოპ-ბრძანების შესრულება შესაძლებელია არა ბრძანებაში მითითებული ფასით. იგი შეიძლება შესრულდეს ნებისმიერი მომდევნო ფასით, საბაზრო და ბრძანებაში მითითებულ ფასს შორის თანასწორობის დროს. კლიენტისათვის გარანტირებული არ არის მითითებული ფასი. ბაზრის ქცევაზე დამოკიდებულებით ფასი შეიძლება იყოს სტოპ-ფასზე მაღალი ანდა დაბალი. კლიენტისათვის გარანტირებულია მხოლოდ ის, რომ მითითებული დონის მიღწევის შემდეგ ბრძანება შესრულდება საუკეთესო ფასში.

სტოპ-ბრძანებებს ხშირად იყენებენ ახალი პოზიციების გახსნისათვის ტექნიკურ ანალიზის სპეციალისტები, როცა, მათი აზრით, საბირჟო კოტირებები შედიან ფასისმიერი დონეების მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობების სტადიაში.

ბრძანებები სავაჭრო დღეებების მოქმედების დროის მიხედვით

სავაჭრო დაეალებების მოქმედების დროის მიხედვით არსებობს შემდეგი სახის ბრძანებები: მოქმედების ერთი დღის ვადით, მოქმედების ერთ კვირიანი ვადით, შესრულების მომენტამდე ანდა მისი ვადის ამოწურვამდე (ღია ბრძანება); ბრძანება გახსნამდე, ანდა დახურვამდე.

დღის (დღიური) ბრძანება — ძალაშია ბირჟაზე შემოსვლიდან ერთი დღის განმავლობაში ანდა სავაჭრო სესიის იმ ნაწილში, რომელიც რჩება ბროკერის მიღების მომენტიდან მის დასრულებამდე. ბრძანებები, რომლებიც ექვემდებარებიან შესრულებას დღის განმავლობაში და ბრძანებები შესრულების ვადის მითითების გარეშე, ითვლებიან დღის ბრძანებებად, თუ სხვა რაიმე არ არის მითითებული კლიენტის მიერ.

ღია ბრძანება („ძალაშია გაუქმებამდე“) — ძალაშია, სანამ არ შესრულდება ან არ შეიცვლება

კლიენტის მიერ, ან სანამ კონტრაქტი არ ამოიწურება. ასეთი ბრძანებები გამოიყენება იშვიათად, როცა წინასწარ განსაზღვრავენ კურსის მომავალ მოძრაობას, ასეთი ბრძანებების მოქმედების ვადაა 30, 60, 90 დღე. იგი შეიძლება გაგრძელდეს კლიენტის სურვილის მიხედვით.

ბრძანება „დახურვის მომენტისათვის" — მოქმედებაში შედის დღის ნებისმიერ დროს, მაგრამ შესრულდება ბირჟის დახურვის მომენტში. დახურვის დროსთან იმდენად ახლოს, რამდენადაც ამის საშუალებას გარიგების პირობები იძლევა.

ბრძანება „გახსნის მომენტში" — ამოქმედდება საბირჟო ეაჭრობის სისტემაში ბირჟის გახსნიდან რამდენიმე წუთის შემდეგ, დადგენილ, განსაზღვრულ საათამდე.

თუ კი გარიგება ვადიანია, მაშინ ჩეულებრივე, განაცხადი ძალაშია გარიგების ლიკვიდაციის თარიღამდე, თუ კი გარიგების მონაწილე არ შეამცირებს თავისი განაცხადის მოქმედების ვადას უფრო ადრინდელი თარიღით.

კონკრეტული განკარგულებების მიხედვით (ანუ განსაკუთრებული დათქმა-რეკვიზიტების მიხედვით) გამოყოფენ: ბრძანება: „საკუთარი არჩევანთან დაკავშირებული შეკვეთა": „საუკეთესო ბრძანება", ბრძანება: „შესრულდეს შესაძლებლობების მიხედვით, დანარჩენი შეიცვალოს", და „შესრულდეს ან შეიცვალოს", ბრძანება: „არ დადაბლდეს, არც ამაღლდეს". ბრძანება: „ან-ან", ბრძანება: „გადართვით" (თავიდან და შემდეგ"). ბრძანება: „ყველაფერი ან არაფერი". ბრძანება: „ელებულობ ნებისმიერი ფორმით", ბრძანება: „ყურადღების აღმოჩენა".

ბრძანება საკუთარი არჩევანით — ბროკერს უფლებას აძლევს იყიდოს განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები, ფიქსირებული თანხით, თავისი შეხედულებისამებრ და თავისივე შეხედულებებისდა მიხედვით გაყიდოს, განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდები. ეს ბრძანება გამოიყენება, მაშინ, როცა ბროკერსა და კლიენტს შორის არსებობს ხანგრძლივი და ნდობითი ურთიერთობები, კლიენტი ეყრდნობა ბროკერის მაღალ კვალიფიკაციას და უმწიკვლო რეპუტაციას. ასევე ბროკერის მიერ საფონდო ბაზრის კონიუნქტურის ცოდნას.

დისკრეტული ბრძანება ბროკერს თავისუფლებას ანიჭებს ფასიანი ქაღალდების არჩევაში. მათი რაოდენობის, გარიგების მიმართულების, შესრულების ფასებისა და დროის არჩევაში საკონტრაქტო თანხის ფარგლებში, ასე მაგ. ბროკერს შეიძლება ნება დაერთოს იყიდოს ფასიანი ქაღალდების კურსზე მაღალ ან დაბალ ფასებში, რაც მითითებულია ბრძანებაში, მაგრამ კლიენტის მიერ განსაზღვრული დიაპაზონით.

„დაკავშირებული, (შეკრული) ბრძანება" ბროკერს საშუალებას აძლევს შეასრულოს რიგი გარიგებები ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებით, ერთი საბირჟო სესიის განმავლობაში. რიგ შემთხვევებში კლიენტი, ყიდვისა და გაყიდვის კურსებს შორის ადგენს სხვაობას.

„ბრძანება „ბროკერმა იმოქმედოს თავისი შეხედულებისამებრ" (ანდა „უკეთესად") — ბროკერს ანიჭებს თავისუფლებას დროის მიხედვით, როდის იყიდოს და როდის გაყიდოს. ბრძანებაში მითითებულია კურსის სასურველი დონე, ოღონდ ბროკერს შეუძლია დაელოდოს ბრძანების შესრულებას, თუ კი ჩათვლის, რომ შეიძლება დაიდოს გარიგება უკეთეს ფასში. ეს ბრძანება მოითხოვს კლიენტისაგან წერილობით დამოწმებას, იგი შეიძლება გაიცეს ერთ დღეზე, კვირაზე, თვეზე ანდა შეცვლამდე.

ბრძანება: „შესრულდეს შეძლებისდაგვარად, დანარჩენი გაუქმდეს" — სრულდება დაუყოვნებლივ ან მთლიანად, ან ნაწილობრივ. ხოლო შეუსრულებელი ნაწილი უქმდება. ბროკერი ვალდებულია შეასრულოს ბრძანება დაუყოვნებლივ მისი მიღებიდან მითითებულ ან უკეთეს ფასში. თუ კი ეს შეუძლებელია, იგი აუქმებს ბრძანებას და ამის შესახებ ატყობინებს კლიენტს, ბოლო კოტირების მითითებით. თუ კი ბროკერს შეუძლია შეასრულოს ბრძანების მხოლოდ ნაწილი, იგი ამას აკეთებს და ატყობინებს კლიენტს ბრძანების დანარჩენი ნაწილის შეუსრულებლობის შესახებ. სიტუაციიდა მიხედვით ბროკერი აუქმებს ბრძანებას მთლიანად ან ნაწილობრივ და უკანასკნელი კოტირების შესახებ ატყობინებს კლიენტს. მიცემული ბრძანება შესაძლებელს ხდის კლიენტმა დაადგინოს მისი

შესრულების დრო. მაგ. „30 წუთი, შესრულდეს ან გაუქმდეს", ეს იმას ნიშნავს, რომ თუ კი ბროკერი ბრძანებას ვერ შეასრულებს 30 წუთში, ბრძანება გაუქმებულად ითვლება.

ბრძანება: „შესრულდეს ან გაუქმდეს" — ზემოთ დასახელებული ბრძანების უფრო მკაცრი ფორმაა, რომელიც სრულდება მთლიანად და დაუყოვნებლივ. სხვა შემთხვევაში უქმდება.

ბრძანება: „შესრულდეს დაუყოვნებლივ ანდა გაუქმდეს" ნიშნავს, რომ ბრძანების შესრულებადი ნაწილი, სრულდება დაუყოვნებლივ, დანარჩენი უქმდება.

ბრძანება: „არ შემცირდეს" შეიცავს მითითებას იმის შესახებ, რომ შეზღუდვები ბრძანების პირობები უნდა შესრულდეს სრულყოფილად.

ბრძანება „არ ამაღლდეს" შეზღუდული ბრძანება ყიდვაზე, სტოპ-ბრძანება გაყიდვაზე ანდა სტოპ-ლიმიტური ბრძანება გაყიდვაზე, რომელიც არ უნდა აჭარბებდეს დივიდენდების გარეშე ნაყიდი აქციების თანხას.

კომბინირებული ბრძანება (ბრძანება „ან ან") შედგება ერთ დროს გაცემული და ერთი მეორეზე დამოკიდებული ორი ბრძანებისაგან. კომბინირებული ბრძანებები შეიძლება იყოს ორი სახის, ალტერნატიული და განპირობებული („ერთი ცელის მეორეს") ერთი ბრძანების შესრულება განაპირობებს მეორე ბრძანების ანულირებას (ალტერნატიული ბრძანება); ზოგჯერ კი ერთი ბრძანების შესრულება დამოკიდებულია მეორე ბრძანების შესრულებაზე. ე.ი. ერთი ბრძანებათაგან სრულდება, თუ კი შესრულდება მეორეც. ერთი აქტივის ყიდვა ან გაყიდვა ლიმიტური ფასით დამოკიდებულია მეორე აქტივის კურსზე.

ბრძანება: „გადართვა" აღნიშნავს იმას, რომ ერთი ფასიანი ქაღალდის გაყიდვიდან მიღებული ამონაგები შეიძლება გამოყენებული იქნას სხვა ფასიანი ქაღალდების შესაძენად.

ბრძანება: „თავდაპირველად და შემდეგ..." გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ყიდვასა და გაყიდვას თანმიმდევრობით, რაც საჭიროებულია ბროკერისათვის. „ჯერ ყიდვა და შემდეგ გაყიდვა ფასიანი ქაღალდებისა, ან ჯერ გაყიდვა და შემდეგ ყიდვა". მაგ. კლიენტმა შეიძლება მოისურვოს ჯერ გაყიდოს, რათა ჰქონდეს ფულადი რეზერვი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისთვის და შემდეგ შეისყიდოს.

ბრძანება: „ყველაფერი ან არაფერი" (ბრძანება „მხოლოდ სრული მოცულობით") ნიშნავს, რომ ბროკერმა უნდა იყიდოს ან გაყიდოს ბრძანებაში მითითებული მთელი აქციები, მანამ, სანამ კლიენტი დათანხმდება განაცხადის შესრულებაზე. ბრძანება უნდა შესრულდეს სრული მოცულობით.

ბრძანება: „ვალებულობ ნებისმიერი საზით". გულისხმობს კლიენტის მიერ ნებისმიერი რაოდენობის აქციების დაკვეთილ მაქსიმუმამდე შეძენის თანხმობას.

ბრძანება „გამოვაფრთხილოთ ყურადღება" ორიენტირს აძლევს ბროკერს გარიგების შესრულების მნიშვნელობაზე ყველა შეკვეთებთან მიმართებაში, რაც კი მას გადაეცემა.

ბრძანებები ფასიანი ქაღალდების რაოდენობაზე დამოკიდებულებით

ფასიანი ქაღალდების განაცხადში მითითებული რაოდენობის მიხედვით, განასხვავებენ: ბრძანებებს ფასიანი ქაღალდების სტანდარტული და არასტანდარტული ფასიანი ქაღალდების პარტიების შეძენაზე.

ბრძანებაში ფასიანი ქაღალდების სტანდარტული პარტიის შეძენაზე მითითებულია გარიგე-ბის სიდიდე ლოტებში. ბირჟაზე მიღებულია ლოტის მოცულობა 100 აქციის რაოდენობით.

ბრძანებაში ფასიანი ქაღალდების არასტანდარტული პარტიის შეძენაზე — მითითებულია გარიგების სიდიდე არასრულ ლოტებში. არასრული ლოტი ეს არის აქციების ნებისმიერი ოდენობა, გარიგების ერთეულზე ნაკლები (მაგ. 90 აქცია და არა 100 აქცია).

როგორც საბაზრო, ასევე ლიმიტური ბრძანების სახესხვაობაა **კაბისებური (სვალისებური) ბრძანება.** იგი გულისხმობს ერთი აქტივის ორი ან მეტი ლოტის ყიდვას ან გაყიდვას მითითებული ფასისმიერი ინტერვალების მიხედვით. მოცემული ბრძანება ავალებს ბროკერს იყიდოს ფასიანი ქაღალდების დამატებითი რაოდენობა მათი თავდაპირველი ყიდვის ან გაყიდვის შემდეგ. მაგრამ

ფასების შეცვლას გარკვეული სიდიდით. ამ ბრძანების პირველი ნაწილი წარმოადგენს ლიმიტურ, ანუ სტოპ-ბრძანებას, დადგენილ ფასში, ხოლო მეორე და სხვები კი — ლიმიტურ ანდა სტოპ-ფასებს.

კონტინგენტური ბრძანება ითვალისწინებს ერთდროულად ერთი აქციების ყიდვას და სხვა აქციების გაყიდვას; ეს ბრძანება შეიძლება გაგებულ იქნას, როგორც საბაზრო სარედით და პროპორციით (მაგ. იყიდონ 100 ერთნაირი აქცია და გაყიდონ 200 სხვა).

ბროკერმა უნდა შეასრულოს კლიენტების ბრძანება კეთილსინდისიერად, და როგორც წესი, მათი შემოსულობების თანმიმდევრობით. ყველა ბრძანება სრულდება ყველა ბირჟაზე ვაჭრობისთვის დადგენილი მიღებული მეთოდით გარკვეულ დროში, საბროკერო მომსახურების შესახებ ხელშეკრულების შესრულებად ითვლება კლიენტისთვის ოფიციალური შეტყობინების გადაცემა ბროკერის მიერ გარიგების დადების შესახებ. ბროკერის ამოცანაა პყავდეს კლიენტები, რომელთა რიცხვში იქნებიან ფასიანი ქაღალდების როგორც მომწოდებლები, ასევე მყიდველები, რომლებიც ფლობენ დროებით თავისუფალ ფულად სახსრებს.

ყველა გარიგებას ბროკერი აღრიცხავს განსაკუთრებულ წიგნში, საიდანაც ამონაწერის მიღება კლიენტს ყოველთვის შეუძლია.

გარიგებები, რომელსაც ახორციელებს ბროკერი კლიენტების დავალებით, ყველა შემთხვევაში ექვემდებარება პრიორიტეტულ შესრულებას ბროკერის საკუთარი სადილერო ოპერაციებთან შედარებით. როცა ბროკერი ახორციელებს მომსახურებას ემისიური ფასიანი ქაღალდების განთავსების მხრივ, ბროკერს უფლება აქვს თავისი ანგარიშით შეიძინოს ვადის გათვალისწინებით განუთავსებელი ფასიანი ქაღალდები, რაც ხელშეკრულებითაცაა გათვალისწინებული.

ბროკერებს შეუძლიათ იყიდონ და გაყიდონ ფასიანი ქაღალდები საპაიო საინვესტიციო ფონდების მმართველი კომპანიების დავალებით, ასევე არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების, ურთიერთდაზღვევის საზოგადოებების, სადაზღვეო კომპანიების და საკრედიტო კავშირების ფასიანი ქაღალდები. როგორც წესი, კლიენტი აუნაზღაურებს ბროკერს დანახარჯებს, რომლებიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციასთან, დანახარჯებს რეკლამაზე, შენახვაზე, დაცვაზე, საინვესტიციო ანალიზზე, საფოსტო-სატელეგრაფო ხარჯები და სხვა.

გარდა ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციებისა, ბროკერები (საბროკერო კანტორები) ეწევიან საინფორმაციო და საკონსულტაციო მომსახურებას. ბროკერმა შეიძლება გასცეს ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კონიუნქტურის შესახებ. ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა სახეების მოთხოვნისა და მიწოდების შესახებ. გაწიოს კონსულტაციები სხვადასხვა საფონდო ოპერაციების შესახებ, აგრეთვე ხელშეკრულებებისა და შეთანხმებების დადების შესახებ.

ძირითად შემოსავალს ბროკერი ღებულობს საკომისიოების ხარჯზე, რომელიც ამოიღება სახელშეკრულებო პროცენტის სახით გარიგების საერთო თანხიდან.

დილერული საქმიანობა

დილერული საქმიანობა — არის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებათა განხორციელება თავისი სახელით და თავისი ანგარიშით, გარკვეული სახის ფასიან ქაღალდებზე ყიდვის (ან გაყიდვის) ფასების საჯარო გამოცხადებით. ეს პროცედურა მთავრდება გამოცხადებულ ფასებში აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების აუცილებელი ყიდვით (ან გაყიდვით). ფასების გარდა, დილერს უფლება აქვს გამოაცხადოს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების სხვა არსებითი პირობები: ნაყიდი ან გაყიდული ფასიანი ქაღალდების მინიმალური ან მაქსიმალური რაოდენობა, ასევე, ვადები, რომელშიაც მოქმედებენ გამოცხადებული ფასები. როცა განცხადებაში არ არის მითითებული სხვა არსებითი პირობები, დილერი ვალდებულია დადოს ხელშეკრულება იმ არსებითი პირობების გათვალისწინებით, რომელსაც მას კლიენტი სთავაზობს.

დილერული საქმიანობა ლიცენზირებულია. ფინანსური ზედამხედველობის სააგენტო გამოყოფს ლიცენზიათა შემდეგ სახეებს:

ლიცენზირება დილერული საქმიანობის განხორციელებაზე კორპორაციის ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე;

- ლიცენზირება დილერული საქმიანობის განხორციელებაზე, რომელიც დაკავშირებულია სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან;

დილერული საქმიანობა შეიძლება შეუთავსდეს ბროკერულ საქმიანობას.

დილერს გააჩნია უდავო უპირატესობები თავის კლიენტებთან შედარებით, ამიტომ იგი ვალდებულია:

- განახორციელოს გარიგებები ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებით კლიენტის დავალებებით პირველ რიგში განხორციელების პირობით თავის (დილერულ) ოპერაციებთან მიმართებაში;

იმოქმედოს კლიენტის ინტერესების შესაბამისად, შეუქმნას თავის კლიენტებს გარიგებათა შესრულების საუკეთესო პირობები;

დაიყვანოს კლიენტებამდე მთელი აუცილებელი ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მდგომარეობის შესახებ.

ფასიანი ქაღალდების მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობა

საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების მართვასთან დაკავშირებით არის იურიდიული პირის ან ინდივიდუალური მეწარმის მიერ განხორციელებული ქონების ნდობითი მართვა საკუთარი სახელით და გარკვეული გასამრჯელოს საფასურად, რომელიც გადმოცემულია დროებით მფლობელობაში და ეკუთვნის სხვა პირს, ამ პირის მიერ მითითებული მესამე პირთა ინტერესებიდან გამომდინარე.

საქმიანობის ამ სახეს ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილე, რომელიც ცნობილია და იწოდება ნდობით მმართველად.

ლიცენზია საჭირო არ არის თუ კი ნდობითი მართვა დაკავშირებულია მმართველის მიერ მხოლოდ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული უფლებების განხორციელებასთან.

ნდობითი მართვის ობიექტი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შეიძლება იყოს: ფასიანი ქაღალდები, ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირებისათვის გამიზნული ფულადი საშუალებები, ფულადი სახსრები და ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც მიღებულია ფასიანი ქაღალდების მართვის პროცესში.

ნდობითი მმართველი (სატრასტო კომპანია) ეს არის კომერციული ორგანიზაცია, რომელიც ახდენს კლიენტის ქონების მართვას და სხვა მომსახურების განხორციელებას. კლიენტების დავალებითა და ინტერესებიდან გამომდინარე ნდობით აღჭურვილი პირის უფლებით, რომელსაც აქვს ლიცენზია ქონების სატრასტო (ნდობითი) მართვის საქმიანობის განხორციელების შესახებ.

მსოფლიო პრაქტიკაში გამოყოფენ ტრასტას ორ მოდელს – ინგლისურს და კონტინენტალურს. ინგლისური მოდელი გულისხმობს, რომ ტრასტას ყველა სუბიექტი – მისი დამაარსებელი (მესაკუთრე), სარგებლის მიმღები და მმართველი გარკვეული ზომით და ოდენობით ფლობენ მესაკუთრის უფლებამოსილებას. კონტინენტალურ მოდელში ქონების გადაცემისას ნდობით მართვაში ადგილი არა აქვს მესაკუთრის შეცვლას, ხოლო ნდობითი მმართველი, ღებულობს რა ქონებას, კისრულობს ვალდებულებას მართოს დამფუძნებლის ინტერესებიდან გამომდინარე.

ურთიერთდამოკიდებულება სატრასტო კომპანიასა და კლიენტს შორის იწყება ნდობითი მართვის ხელშეკრულების დადების მომენტიდან გარკვეული ვადით. ხელშეკრულება არის საფუძველი იმისა, რომ ფასიანი ქაღალდები გადაეცეს სამართავად. ნდობითი მართვის ხელშეკრულებაში განსაზღვრულია: მართვაში გადაცემული ქონების შემადგენლობა; იმ პირის დასახელება, ვის სასარგებლოდაც ხორციელდება მართვა მმართველის ანაზღაურების სიდიდე და ფორმა; ნდობითი ხელშეკრულების ვადა; ვინ ისარგებლებს იმ უფლებებით, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების მართვასთან (ხმის უფლება).

მართვის განხორციელებისთვის ტრასტას დამფუძნებლის ანდა მის მიერ მითითებული პირის

სასარგებლოდ (სარგებლის მიმღების) ნდობითი მმართველი აწარმოებს კლიენტის ბალანსგარე ანგარიშებს, რომელზედაც აღირიცხება კლიენტის ფასიანი ქაღალდები და ფულადი სახსრები. მმართველი თავისი საქმიანობის განხორციელებისას ვალდებულია აჩვენოს, რომ იგი მოქმედებს როგორც მმართველი. ამიტომ ღებულობს რა ფინანსურ აქტივებს მართვაში, ნდობითი მმართველი დებს გარიგებას ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის შესახებ თავისი სახელით, ოღონდ აღნიშნით „ნდობითი მმართველი".

ნდობითი მმართველი პასუხისმგებელია მართვის დამფუძნებლის (სარგებლის მომხმარებლის) წინაშე და ზარალის წარმოშობის შემთხვევაში იგი ზარალს უნაზღაურებს მართვის დამაარსებელს, ხოლო სარგებლის მომხმარებელს კი ხელიდან გაშვებულ სარგებელს სამოქალაქო კანონმდებლობის შესაბამისად. მმართველი კომპანიების ძირითადი მნიშვნელობა და მათი საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი უზრუნველყოფენ:

- კლიენტების ფინანსური აქტივების მართვიდან მიღებული უკეთესი შედეგები იმასთან შედარებით, რასაც ისინი საკუთარი პროფესიონალიზმის შედეგად მიიღებდნენ;
- შედარებით დაბალი ხარჯები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ოპერაციებზე თავიანთი საქმიანობის მასშტაბების ხარჯზე.
- მოგების შედარებით მაღალი ნორმა პროფესიონალიზმისა და საქმიანობის მასშტაბების მიხედვით.
- ოპერაციების ეფექტიანობა ერთდროულად რამდენიმე ქვეყნის ბაზარზე მუშაობის შედეგად[1].

საქმიანობა ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრის მიხედვით

საქმიანობა ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრის მიხედვით (კლირინგის), ანუ საკლირინგო საქმიანობა – ეს არის საქმიანობა ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრის მიზნით (ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებების შესახებ ინფორმაციის შეკრება, შეჯერება, კორექტირება და საბუღალტრო დოკუმენტაციის მომზადება) და მათი ჩათლა ფასიანი ქაღალდების მოწოდების მიხედვით, ასევე ანგარიშსწორება დადებულ გარიგებასთან დაკავშირებით.

კლირინგული საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს ორი სახით: კერძო კლირინგი და ცენტრალიზებული კლირინგი. კერძო კლირინგი ხორციელდება ბროკერების, დილერების და მმართველების მიერ და გულისხმობს ურთიერთვალდებულებების აღრიცხვას ორი მხარის მიერ მესამე მხარის მონაწილეობის გარეშე. კერძო კლირინგის განხორციელებისთვის არ მოითხოვება სპეციალური ლიცენზია, შუამავლები მოქმედებენ იმ ლიცენზიების საფუძველზე, რომელიც მათ აქვთ თავიანთი ძირითადი საქმიანობის მიხედვით.

ცენტრალიზებული კლირინგი ხორციელდება სპეციალიზებული კლირინგული ორგანიზაციების მიერ და გულისხმობს ურთიერთვალდებულებების განსაზღვრას ორზე მეტი მხარის მონაწილეობით. ცენტრალიზებული კლირინგის განხორციელებისათვის აუცილებელია ორგანიზაციას ჰქონდეს შესაბამისი სპეციალური ლიცენზია.

ორგანიზაციები, რომლებიც ახორციელებენ კლირინგულ საქმიანობას, ჩვეულებრივ არსებობენ იმავე იურიდიული ფორმით, როგორც კომერციული ბანკები, მაგრამ ხშირ შემთხვევაში დახურული ტიპის სააქციო საზოგადოებების სახით. კლირინგული ორგანიზაცია შეიძლება ემსახურებოდეს ერთ რომელიმე საფონდო ბირჟას ანდა ერთდროულად რამდენიმე საფონდო ბირჟას და ფასიანი ქაღალდების ბაზარს.

თითოეული კლირინგული ორგანიზაცია ვალდებულია შეიმუშაოს და დაამტკიცოს თავისი კლირინგული საქმიანობის წესები, დაარეგისტრიროს იგი და საჭიროების შემთხვევაში შეიტანოს ცვლილებები და დამატებები.

ურთიერთობა საკლირინგო ორგანიზაციასა და კლირინგის მონაწილეებს შორის რეგულირდება

[1] Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Учеб. пособие. 3-е изд. М.: Финансы и статистика, 2000, გვ. 414-424, 431-437, 449-458; Основы страховой деятельности, под. ред. Т. Ф. Федоровой. М.: БЕК, 2001.

ხელშეკრულებით, სადაც დათქმულია კლირინგული ორგანიზაციის უფლება-მოსილებანი და მისი პასუხისმგებლობა, გასაწევი მომსახურების ჩამონათვალი, ინფორმაციის დამუშავების პროცედურა, კონფიდენციალური ინფორმაციით უზრუნველყოფის ღონისძიებები, ასევე საჯარიმო სანქციები ვალდებულებების შეუსრულებლობის შემთხვევაში.

კლირინგული ორგანიზაცია კისრულობს ვალდებულებას თავის თავზე აიღოს კლირინგის მონაწილეთა ვალდებულებები და იძენს მათ მაგივრად მოთხოვნის უფლებას, ანუ ხდება ფასიანი ქაღალდების მყიდველი ცალკეული გამყიდველისათვის და ფასიანი ქაღალდების გამყიდველი ცალკეული მყიდველისათვის.

საბირჟო გარიგების დადება, რომელიც ხორციელდება ბირჟის წევრების მიერ თავიანთი კლიენტების ბრძანებების საფუძველზე, არის საკლირინგო ფუნქციონირების საფუძველი, რომელიც მოიცავს შემდეგ ეტაპებს:

1. გარიგების პირობების შეჯერება — ამ ეტაპის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ ერთიმეორეს შეუდარდეს იმ მხარეების მიერ წარმოდგენილი დოკუმენტები, რომლებიც დებენ გარიგებას ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებით. შეჯერება გულისხმობს განხორციელებული ოპერაციის პარამეტრების შედარებას სიდიდის, ფასების და სხვა არსებითი პირობების მიხედვით. თუ კი პარამეტრების შემოწმების დროს აღმოჩნდა შეუთანხმებლობა, მაშინ ხდება გარიგების პარამეტრების დაზუსტება და კორექტირება.

2. გარიგების რეგისტრაცია – საბირჟო გარიგებების გაფორმებისა და რეგისტრაციის წესი განისაზღვრება თვითონ ბირჟის მიერ. პირველ რიგში, ბირჟა ამტკიცებს საბირჟო კონტრაქტების ტიპიურ ფორმებს. (ჩვეულებრივ ეაჭრობის წესებზე დანართების სახით). იგივე წესები შეიცავს მითითებებს ამ ფორმების შეფასების დროის, ამ პროცედურაში მონაწილე ბირჟის თანამდებობის პირების შესახებ მითითებებს, და რეგისტრაციის წესების შესახებ. ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებები ექვემდებარება რეგისტრაციას. რეგისტრაცია ხდება ხელშეკრულების ან სხვა დოკუმენტის საფუძველზე, რომელიც ადასტურებს გარიგების დადებას სპეციალურ სააღრიცხვო რეგისტრებში. რეგისტრაციის ორგანოსთან დადებულ ხელშეკრულებაში კეთდება აღნიშვნა რეგისტრაციის ადგილის და თარიღის შესახებ, რომელიც დასტურდება რეგისტრატორის ხელმოწერითა და სარეგისტრაციო ორგანოს ბეჭდით. აქვე მითითებულია რიგითი სარეგისტრაციო ნომერი. ფასიანი ქაღალდის ახალი მფლობელი ანდა მისი წარმომადგენელი, გარიგების რეგისტრაციის შემდეგ ვალდებულია შეატყობინოს ემიტენტს გარიგების დადების ფაქტის შესახებ და თავისი უფლებების შესახებ ფასიანი ქაღალდების ფლობასთან დაკავშირებით ვადაში არა უგვიანეს 30 დღისა მათზე შემოსაელის გადახდის ოფიციალურ გამოცხადებამდე.

3. დადებული გარიგებების დადასტურება ბირჟის წევრების მიერ დადებული გარიგებების შესახებ ინფორმაციას ელექტრონული სავაჭრო სისტემა ავტომატურად ავრცელებს საჯაროდ იმ საინფორმაციო სააგენტოების მეშვეობით, რომელთანაც ბირჟას აქვს გაფორმებული ხელშეკრულება. წევრები კი ვალდებულნი არიან თავიანთ კლიენტებს დროულად მიაწოდონ დადებული გარიგების შესახებ ინფორმაცია.

4. ურთიერთმოთხოვნების განსაზღვრა. ამ ეტაპის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ განისაზღვროს ნაყიდი (გაყიდული) ფასიანი ქაღლადების რაოდენობა და სახეები, გადახდის ოდენობა ფასიან ქაღალდებზე, ასევე საკომისიოები ბირჟას, საანგარიშსწორებო პალატას, ბროკერებს და ა.შ.

5. მრავალმხრივი ჩათვლების განხორციელება, ამ ეტაპზე საკლირინგო პალატა აწარმოებს გადარიცხვებს და განსაზღვრავს მოთხოვნების და ვალდებულებების სიდიდეს ყოველი მონაწილისათვის.

6. ფასიანი ქაღალდების მიწოდება გამყიდველებისათვის და ფულადი სახსრების გადარიცხვა მყიდველებისათვის გარიგებების შესასრულებლად.

7. ფულადი სახსრების გადარიცხვა გამყიდველისათვის ფასიანი ქაღალდების მოწოდებისათვის.

8. გადასაცემი განკარგულების მომზადება დეპოზიტარისათვის ანდა რეესტრის მფლობელისთვის ფასიანი ქაღალდების ჩამოწერის შესახებ გამყიდველის ანგარიშიდან და მათი ჩარიცხვა მყიდველის ანგარიშზე.

9. მყიდველების მიერ რეესტრიდან ან დეპო-ანგარიშიდან ამონაწერის მიღება, მისი კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების შესახებ.

საკლირინგო პალატა, რომელიც ახორციელებს ანგარიშსწორებას ფასიანი ქაღალდების გარიგებების მიხედვით, ვალდებულია ჩამოაყალიბოს სპეციალური ფონდები ფასიანი ქაღალდების გარიგებების შეუსრულებლობის რისკების შესამცირებლად. ამ ფონდების შექმნის წყაროები შეიძლება იყოს კლირინგის მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდები და ფულადი სახსრები, ფონდების მინიმალური ოდენობა მტკიცდება ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ ცენტრალურ ბანკთან შეთანხმებით.

საკლირინგო პალატა აკონტროლებს ვალდებულებების შესრულებას დადებული გარიგებების მიხედვით, მართავს სისტემურ რისკებს, რომლებიც აღმოცენდებიან გარიგებების მიხედვით ვალდებულებების შესრულების პროცესში (ფასიანი ქაღალდების მიწოდება და ფულადი სახსრების გადარიცხვა). კლირინგული საქმიანობა არ შეიძლება შეუთავსდეს სხვა სახის პროფესიონალურ საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ეაჭრობის ორგანიზატორის ანდა დეპოზიტარის საქმიანობის გარდა.

დეპოზიტარული საქმიანობა

დეპოზიტარული საქმიანობა — ეს არის მომსახურება ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვის ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვისა და მათზე უფლებების გადაცემის შესახებ, რომლებიც გამოშვებულია დოკუმენტალური და არადოკუმენტალური ფორმით.

დეპოზიტარული საქმიანობის განხორციელება შეუძლიათ მხოლოდ იურიდიულ პირებს, ლიცენზიის საფუძველზე, რომლებიც არიან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა თვითმარეგულირებელი ორგანიზაციის წევრები. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი მონაწილე, რომელიც ეწევა დეპოზიტარულ საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, იწოდება დეპოზიტარად. დეპოზიტარი ვალდებულია დაამტკიცოს მის მიერ განხორციელებული სადეპოზიტო საქმიანობა. რომელიც არის დეპოზიტარული ხელშეკრულების დადების განუყოფელი შემადგენელი ნაწილი. დეპოზიტარის ფუნქცია შეიძლება შეასრულოს კომერციულმა ბანკებმა და სპეციალიზებულმა დეპოზიტარიუმმა, რომელთათვის დეპოზიტარული საქმიანობა არის განსაკუთრებული.

დეპოზიტარების საქმიანობის რეგულირდება „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონით“ და ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საქმიანობისა და ლიცენზირების წესების საფუძველზე. დეპოზიტარიუმი არის სპეციალური თვითმარეგულირებელი ორგანიზაცია, რომელიც წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას, ვალდებულია ხელი შეუწყოს ბაზრის ნორმალურ ფუნქციონირებას და მის ლიკვიდობას.

პირი, რომელიც სარგებლობს დეპოზიტარის მომსახურებით ფასიანი ქაღალდების შენახვის, აღრიცხვის, მასზე უფლებების გადაცემის მიმართულებით, იწოდება **დეპონენტად**. ხელშეკრულება დეპონენტსა და დეპოზიტარს შორის, რომელიც აწესრიგებს მათ საქმიანობას დეპოზიტარული საქმიანობის სფეროში, იწოდება დეპოზიტარულ ხელშეკრულებად, (ხელშეკრულება დეპო ანგარიშის შესახებ), რომელიც უნდა შედგეს წერილობითი ფორმით. ხელშეკრულებაში დაიდგენილი უნდა იყოს ხელშეკრულების საგანი, ხელშეკრულების მოქმედების ვადა, დეპონენტის მიერ დეპოზიტარისათვის ინფორმაციის გადაცემის წესი დეპოზიტარში დეპონირებული ფასიანი ქაღალდების განკარგვის შესახებ, დეპოზიტარის მომსახურების ანაზღაურების ოდენობა და წესი, დეპოზიტარის მიერ დეპონენტის წინაშე ანგარიშგების ფორმა და პერიოდულობა, დეპოზიტარის ვალდებულებები და ა.შ. ყოველი დეპონენტისათვის დეპოზიტარი ხსნის დეპო-ანგარიშს, რომელზედაც აღირიცხება დეპონენტის

ფასიანი ქაღალდები და ხდება მის მოძრაობაზე თვალყურის დევნება.

დეპოზიტარული ხელშეკრულება არ ითვალისწინებს დეპოზიტარზე დეპონენტის ფასიანი ქაღალდების საკუთრების უფლების გადაცემას. დეპოზიტარს უფლება არა აქვს განკარგოს დეპონენტის ფასიანი ქაღალდები, მართოს ისინი ანდა განახორციელოს დეპონენტის სახელით ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ნებისმიერი საქმიანობა, გარდა დეპონენტის დაყალებით განხორციელებული ქმედებებისა, რომელიც ხელშეკრულებით არის გათვალისწინებული. დეპონენტების ფასიან ქაღალდებზე არ შეიძლება გადახდევინების წაყენება დეპოზიტარის ვალდებულებების შესაბამისად. დეპოზიტარი ატარებს სამოქალაქო-სამართლებრივ ვალდებულებას მასთან დეპონირებული ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვაზე. ასევე თავისი ვალდებულებების შესრულებაზე ფასიან ქაღალდებზე უფლებათა აღრიცხვის, დეპო ანგარიშებზე ჩანაწერების სისწორეზე და სრულყოფილებაზე. დეპოზიტარს სადეპოზიტო ხელშეკრულების თანახმად, უფლება აქვს თავის ანგარიშზე ჩარიცხოს შემოსავლები ფასიანი ქაღალდებიდან, რათა შემდეგ გადარიცხოს იგი დეპონენტის ანგარიშზე.

დეპოზიტარის ვალდებულებები

დეპოზიტარის ვალდებულებებში შედის:

- ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვა, თუ კი ქაღალდები გამოშვებულია დოკუმენტალური ფორმით. ფასიანი ქაღალდების შენახვა დეპოზიტარიუმში შეიძლება ორი ხერხით: კოლექტიურით და განკერძოებულად;

  დეპონენტის ფასიანი ქაღალდების ვალდებულებებით დატვირთვის ფაქტების რეგისტრაცია (გირაო, რესურსული უზრუნველყოფა და სხვ.);

  დეპონენტის დეპო ანგარიშის სხვა ანგარიშგებისაგან განცალკევებით წარმოება ანგარიშზე ყოველი ოპერაციის თარიღისა და დასაბუთების ჩვენებით;

  დეპონენტისათვის ფასიანი ქაღალდების შესახებ მთელი ინფორმაციის გადაცემა, რომელიც მოპოვებულია დეპოზიტარის მიერ ემიტენტისაგან ანდა ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის მწარმოებლისაგან;
- ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შემოწმება საიმედობისა და უტყუარობის კუთხით;
- ფასიანი ქაღალდების ინკასაცია და შემოწმება;
- შუამავლის როლის შესრულება ემიტენტსა და ინვესტორს შორის.

დეპოზიტარს უფლება აქვს დარეგისტრირდეს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების სისტემაში ანდა სხვა დეპოზიტართან ნომინალური მფლობელის სახით დეპოზიტარული ხელშეკრულების შესაბამისად. მას ასევე უფლება აქვს სხვა დეპოზიტარებთან შეთანხმების საფუძველზე მოიწვიოს ისინი თავიანთი ვალდებულებების შესასრულებლად ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვის ანდა ფასიან ქაღალდებზე დეპონენტთა უფლებების აღრიცხვის კუთხით (ე.ი. გახდნენ სხვა დეპოზიტართა დეპონენტები ანდა დეპონენტად მიიღონ სხვა დეპოზიტარები). თუ კი ეს პირდაპირ აკრძალული არ არის დეპოზიტარული ხელშეკრულებით თუ ერთი დეპოზიტარის დეპონენტი არის დეპოზიტარი, მაშინ მათ შორის დეპოზიტარული ხელშეკრულება უნდა ითვალისწინებდეს მიღების პროცედურას იმ შემთხვევაში, რაც გათვალისწინებულია კანონმდებლობით, ინფორმაციას ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ რომელთა აღრიცხვა ხდება დეპოზიტარ-დეპონენტში, ასევე მის დეპოზიტარ-დეპონენტში.

დეპოზიტარი კისრულობს ვალდებულებას თავისი ვალდებულებების შესრულებაზე, მათ შორის დეპო ანგარიშებზე ჩანაწერების სისრულესა და უტყუარობაზე, მათთან არსებული დეპონირებული ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების შენახვაზე.

დეპოზიტარული საქმიანობა შეიძლება შეუთავსდეს სხვა სახის პროფესიონალურ საქმიანობას

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. კერძოდ კლირინგულ საქმიანობას და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზაციის საქმიანობას, ასეთი ორგანიზაციები იწოდებიან საანგარიშსწორებო დეპოზიტარულ ორგანიზაციებად, ანდა დეპოზიტარულ-კლირინგულ კომპანიებად. დეპოზიტარის არსებობა, რომელიც ემსახურება რომელიმე ბირჟას შესაძლებელს ხდის დაჩქარდეს გარიგებები.

თანამედროვე პირობებში დეპოზიტარის ინსტიტუტი საკმაოდ ძლიერადაა განვითარებული. დეპოზიტარის როლი იზრდება ახალი საპაიო ფონდების წარმოქმნით. მათი საქმიანობა განსაკუთრებით რეგლამენტირდება.

საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების მიხედვით

ეს არის მონაცემების შეგროვება, ფიქსაცია, დამუშავება, შენახვა და წარდგენა, რომელიც შეადგენს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების სისტემას. რეესტრი იწარმოება მხოლოდ სახელობითი ფასიანი ქაღალდების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა იდენტიფიკაციის მიზნით. წარმომდგენზე ტიპის ფასიან ქაღლადებზე რეესტრის წარმოების სისტემა არ ვრცელდება.

ამ საქმიანობით დაკავებული პირები იწოდებიან რეესტრის მფლობელებად (რეგისტრატორებად). რეგისტრატორის ფუნქცია შეიძლება შეასრულოს თვითონ სააქციო საზოგადოებამ, (ემიტენტი) ანდა სხვა ორგანიზაციამ (თუ კი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რიცხვი აღემატება 500 კაცს, საქართველოში 100 აქციონერს). რეესტრის წარმოების საქმეში პროფესიონალმა (ეს შეიძლება იყოს ბანკი, სპეციალიზებული რეგისტრატორი, ე.ი. იურიდიული პირი). კანონმდებლობაში არის მოთხოვნა კლიენტების რიცხვის მიმართ, იგი უნდა იყოს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა, არანაკლებ 25-ისა ყოველ ემიტენტზე 500-ზე მეტი. რეგისტრატორს შეუძლია აწარმოოს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრი ემიტენტთა შეუზღუდავი რიცხვით.

თუ კი ეს საჭიროა (ე.ი. ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რიცხვი აღემატება 500-ს, ემიტენტი დებს ხელშეკრულებას რეგისტრატორთან ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოების შესახებ. ხელშეკრულება რეესტრის წარმოების შესახებ იდება მხოლოდ ერთ იურიდიულ პირთან.

ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოება ეს არის მონაცემთა ერთობლიობა, რომელიც დაფიქსირებულია მონაცემთა ელექტრონული ბაზის გამოყენებით, იგი უზრუნველყოფს რეესტრში დაფიქსირებული ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა იდენტიფიკაციას და მათი უფლებების აღრიცხვას ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში, რომელიც მათ სახელზეა დარეგისტრირებული, რაც შესაძლებლობას იძლევა მითითებულ პირებზე შეგროვდეს და გაიგზავნოს ინფორმაცია და შედგეს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრი.

რეესტრის წარმოების სისტემა წარმოადგენს შიდა სააღრიცხვო დოკუმენტების ერთიანობას, კერძოდ: ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა პირადი ანგარიშები, გირაოს მფლობელთა პირადი ანგარიშები; იმ ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვა, რომელიც ასახულია სააქციო საზოგადოების ბალანსზე და ფასიანი ქაღალდების გამოსყიდვის, შეძენის და დაფარვის ოპერაციების ჩატარებასთან დაკავშირებით; ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების გაცემის და დაფარვის აღრიცხვის ჟურნალი, დოკუმენტების აღრიცხვა, რომლებიც საფუძველია რეესტრში შესატანი ცვლილებებისათვის; დარეგისტრირებული პირების შეკითხვების აღრიცხვა და მათზე პასუხები, რეესტრში რეგისტრაციაზე უარის თქმის ჩათვლით. ფასიან ქაღალდებზე დარიცხული შემოსავლების (დივიდენდების) აღრიცხვა.

რეესტრში ფასიანი ქაღალდების ყოველ მფლობელზე იხსნება პირადი ანგარიში, სადაც მითითებულია მფლობელის შესახებ დაწვრილებითი ინფორმაცია, კერძოდ: სახელი (დასახელება იურიდიული პირის შემთხვევაში), სახლის (საფოსტო, იურიდიული) მისამართი, საპასპორტო მონაცემები ფიზიკური პირებისათვის; საბანკო რეკვიზიტები იურიდიულ პირთათვის; ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა და სახეები და სხვა მონაცემები, რაც რეესტრის მწარმოებელს ეხმარება ერთმნიშვნელოვნად დაადგინოს ფასიანი ქაღალდის მფლობელი და თავის დროზე მოახდინოს მისი ინფორმირება აქციონერთა საერთო კრების ჩატარების თარიღით, დივიდენდების დარიცხვით და

ა.შ. პირად ანგარიშზე არსებული მონაცემების საფუძველზე რეგისტრატორი კლიენტის მოთხოვნით გასცემს ამონაწერს მისი ანგარიშის მდგომარეობის შესახებ.

რეგისტრატორის ამოცანას წარმოადგენს თავისდროულად და უშეცდომოდ მიაწოდოს ემიტენტს ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრი, რომელიც წარმოადგენს ყველა დარეგისტრირებულ პირთა ჩამონათვალს მათდამი კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის, ნომინალური ფასის და კატეგორიის ჩვენებით. მისი ძირითადი ფუნქციების გვერდით რეგისტრატორი, როგორც წესი, ასრულებს **დამატებით ფუნქციებსაც**:

- პასუხს აგებენ ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების ხელზე გაცემაზე და კონტროლზე;
- აფორმებენ ფასიანი ქაღალდების ბლოკირებას, რაც დაკავშირებულია ყადაღასთან, გირაოსთან და სხვა ოპერაციებთან;
- გამოდიან ემიტენტის აგენტის როლში (თუ კი რეგისტრატორის როლს ასრულებს ბანკი) და ა.შ.

რეგისტრატორს **უფლება აქვს** მოახდინოს თავისი ფუნქციების ნაწილის დელეგირება (ინფორმაციის შეგროვება, რომელიც რეესტრის სისტემის წარმოებაში შედის) სხვა რეგისტრატორთან. მაგრამ ფუნქციების გადაცემა რეგისტრატორს არ ათავისუფლებს ემიტენტის წინაშე პასუხისმგებლობისაგან. რეესტრის წარმოების საქმიანობის სხვა საქმიანობასთან შეთავსება დაუშვებელია.

ყველა მომსახურება, რომელსაც რეესტრის მწარმოებელი ახორციელებს, ნაზღაურდება მისი კლიენტების მიერ, ანაზღაურების სიდიდე კანონმდებლობითაა შეზღუდული. ფასიანი ქაღალდების კომისია ახორციელებს კონტროლს რეგისტრატორების საქმიანობაზე მათი ყოველკვარტალური ანგარიშგებების ანალიზის მეშვეობით.

საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ეაჭრობის მიმართულებით

ეს არის მომსახურება, რომელიც უშუალოდ ხელს უწყობს სამოქალაქო – სამართლებრივი გარიგების დადებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებს შორის. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის გამჭვირვალობისა და ლიკვიდურობის მიზნით, მათი ყიდვა-გაყიდვა ხორციელდება ორგანიზებულად სხვადასხვა წესებისა და დებულებების საფუძველზე. ორგანიზებული საქმიანობის მიზანია:

- ქვეყნის მასშტაბით სიცოცხლისუნარიანი საეჭრო მექანიზმის შექმნა და მისი ფუნქციონირების უზრუნველყოფა;
- ინვესტორთა ინტერესების დაცვა;
- ზუსტი ინფორმაციის მიწოდება ემიტენტებისათვის საკუთარი ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის შესახებ;
  საჯაროობის პრინციპის დაცვა საზოგადოების სასარგებლოდ და თავისუფალი კონკურენციის დამკვიდრება ქვეყანაში.

ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის ორგანიზების მიზნით არსებობს თვითრეგულირებადი ორგანიზაცია „საფონდო ბირჟა“, რომელიც ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზრად ითვლება. საფონდო ბირჟა ვალდებულია:

- ფლობდეს დადგენილ საკუთარ კაპიტალს;
- განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების საჯარო ვაჭრობის ორგანიზება საბირჟო წესებისა და პროცედურების შესაბამისად;
- შეაგროვოს ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და გაყიდვის შესახებ;
- გაავრცელოს საჯაროდ ინფორმაცია საბირჟო ვაჭრობის შედეგების შესახებ;
- შეიმუშაოს საბირჟო ვაჭრობის წესები და პრინციპები;
- უზრუნველყოს მის მიერ შემუშავებული წესებისა და პრინციპების განხორციელება და დაცვა;
- აწარმოოს მისი წევრების უფლებამოსილ პირთა რეესტრი;
- არა ნაკლებ ერთხელ წელიწადში დაექვემდებაროს გარე აუდიტს.

საფონდო ბირჟა

საფონდო ბირჟა წარმოადგენს ორგანიზებულ, რეგულარულად ფუნქციონირებად, ცენტრალიზებულ ბაზარს ფიქსირებული ვაჭრობის ადგილით, ფასიანი ქაღალდების და ბაზრის ოპერატორების შერჩევის პროცედურით, რომელიც პასუხობს განსაზღვრულ მოთხოვნებს. მისთვის დამახასიათებელია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის დროითი რეგლამენტი და სტანდარტული სავაჭრო პროცედურები, გარიგებათა რეგისტრაციის და მათ მიხედვით ანგარიშსწორების ცენტრალიზაცია ოფიციალური (საბირჟო) კოტირებების დადგენით. საფონდო ბირჟა ეს არის არაკომერციული საწარმო, რომელიც მუშაობს ლიცენზიის საფუძველზე. ამ ლიცენზიის გაცემის წესი განსაზღვრულია დებულებით საბირჟო საქმიანობის ლიცენზირების შესახებ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ამასთან, საფონდო ბირჟა უნდა დაფუძნდეს, იმართებოდეს და გაუქმდეს ისე, როგორც ეს გათვალისწინებულია საქართველოს კანონით მეწარმეთა შესახებ.

საფონდო ბირჟა ახორციელებს ზედამხედველობას ბირჟის წევრებზე, ეწევა საანგარიშსწორებო და საინფორმაციო მომსახურებას, იძლევა გარკვეულ გარანტიებს და ღებულობს საკომისიოს გარიგებებიდან, რომელიც მისი შემოსავლის წყაროს წარმოადგენს.

საფონდო ბირჟა ახდენს ვაჭრობის ორგანიზებას მხოლოდ ბირჟის წევრებს შორის. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა მონაწილეებს შეუძლიათ განახორციელონ ოპერაციები ბირჟაზე მხოლოდ ბირჟის წევრების შუამავლობით. საფონდო ბირჟის წევრი შეიძლება იყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ნებისმიერი პროფესიონალი მონაწილე, რომელსაც ადგილი აქვს ნაყიდი ბირჟაზე ოფიციალურად.

ბირჟის წევრად გახდომის, ბირჟიდან გასვლის, წევრობიდან გარიცხვის წესებს განსაზღვრავს თვითონ ბირჟა დამოუკიდებლად მისი შიდა დოკუმენტების საფუძველზე. საფონდო ბირჟას შეუძლია დაადგინოს თავისი წევრების რიცხოვნობის შეზღუდვა. ბირჟის წევრების არათანასწორი მდგომარეობა, დროებითი წევრობა, ბირჟის ადგილების არენდით გაცემა ანდა გირაოდ გადაცემა პირებზე, რომლებიც არ არიან საფონდო ბირჟის წევრები დაუშვებელია.

საფონდო ბირჟა დამოუკიდებლად ადგენს სიაში ფასიანი ქაღალდების ჩართვას, რომლებიც დაშვებულნი არიან ბრუნვაში მოცემულ ბირჟაზე. ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების დაშვებას საფონდო ბირჟის ვაჭრობებზე მათი კოტირების ფურცელში ჩართვის გზით და ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობის კონტროლი და მისი შესაბამისობა საფონდო ბირჟის მოთხოვნებთან იწოდება **ლისტინგად.** ყოველი საფონდო ბირჟა ამტკიცებს თავის დებულებას ფასიანი ქაღალდების ლისტინგზე და დელისტინგზე.

საფონდო ბირჟამ უნდა უზრუნველყოს ჩატარებული ვაჭრობების საჯაროობა, მიაწოდოს ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზაციის წესების შესახებ, იმ ფასიანი ქაღალდების სიასა და კოტირებაზე, რომლებიც დაშვებულია მიმოქცევაში ბირჟაზე, სავაჭრო სესიების შედეგებზე. ბირჟამ, როგორც თვითრეგულირებადმა ორგანიზაციამ თავისი ხარჯები თავისივე შემოსავლებით უნდა უზრუნველყოს, რომელიც შემდეგი საქმიანობით იქმნება:

— საწევრო შენატანები, რომელსაც ბირჟის წევრები იხდიან ადგილის ყიდვის დროს;

— საკომისიო გადასახადები, რომელსაც ბირჟის წევრები ვაჭრობის შედეგად მიღებული შემოსავლიდან იხდიან;

— ლისტინგის გადასახადი, რომელსაც ლისტინგის გაელის დროს უხდიან ემიტენტები და შემდეგ პერიოდულად უწევთ მინიჭებული კატეგორიის შესაბამისად საწევროს გადახდა;

— ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი და სხვა.

ბირჟა ვალდებულია სახელმწიფოს წინაშე საგადასახადო კოდექსის გათვალისწინებული გადასახადები გადაიხადოს სახელმწიფო ბიუჯეტში. გადასახადებისა და სხვა ვალდებულებების გასტუმრების შემდეგ დარჩენილი მოგება გადადის ბირჟის სრულ განკარგულებაში და არ ექვემდებარება დივიდენდების სახით განაწილებას.

ბიუროს ხარჯებს მიეკუთვნება (იყოფა საოპერაციო და არასაოპერაციო ხარჯებად):

- სახელფასო ხარჯები;
- იჯარა;
- კომუნიკაციის ხარჯები;
- ცეეთა და ამორტიზაცია;
- საგადასახადო ხარჯები;
- სატელეფონო მომსახურების ხარჯები;
- ინტერნეტით მომსახურების ხარჯები;
- ინვესტიციებზე ხარჯები და სხვა.

საფონდო ბირჟად შეიძლება აღიარებული იქნას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მხოლოდ ვაჭრობის ორგანიზატორი, რომელიც ერთიმეორეში არ ურევს ვაჭრობის ორგანიზაციულ საქმიანობას საქმიანობის სხვა სახეებთან. გარდა დეპოზიტარული საქმიანობისა და ურთიერთვალდებულების განსაზღვრასთან დაკავშირებული საქმიანობისა.

სავაჭრო სისტემა

სავაჭრო სისტემა ეს არის ტექნიკური, ტექნოლოგიური და ორგანიზაციული სახსრების ერთიანობა, რომელიც საშუალებას იძლევა დაიდოს გარიგებები ფასიან ქაღალდებზე და შეიკრძეს მათი პარამეტრები.

სავაჭრო სისტემა წარმოადგენს სავაჭრო წესების და ტექნიკური და პროგრამული საშუალებების ერთობლიობას, რომელიც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდებით გარიგებების დადებას და ისეთი ინფორმაციის შენახვას, დამუშავებასა და გახსნას, რომელიც აუცილებელია ამ გარიგებათა შესასრულებლად.

სავაჭრო სისტემის ძირითადი ამოცანაა გარიგებათა საიმედო შესრულების უზრუნველყოფა, ვაჭრობის პროცესის მაქსიმალურად ავტომატიზირება, კლიენტის ინტერესების დაცვა, კონფიდენციალური ინფორმაციის საიმედოდ შენახვა, ყველა გარიგების გარანტირებულება ფასიანი ქაღალდებისა და ფულადი სახსრების წინასწარი დეპონირების მექანიზმის გამოყენებით, საბირჟო ვაჭრობის შუამავლებისთვის კომფორტული პირობების შექმნა ვაჭრობის ეფექტურად განხორციელების მიზნით. ბიუროს სავაჭრო სისტემა მოიცავს სასერვერო ცენტრს, რომელსაც ადმინისტრატორი ჰყავს, საინფორმაციო სააგენტოს, დაშორებულ ტერმინალებს და საოპერაციო დარბაზს.

ბირჟის სავაჭრო სისტემაში ჩართულია საბროკერო კომპანიების ტერმინალები, რომელთა მეშვეობითაც ბროკერები ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას.

სავაჭრო სისტემაში დაიშვებიან ბირჟის წევრები ყველა შენატანისა და გადასახდელის გადახდის შემდეგ, რომელსაც თვით ბირჟა აწესებს.

სავაჭრო სისტემაში დაიშვება იმ ემიტენტების ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც ემისიის პროსპექტი აქვთ აღებული აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების ემისიაზე. ლისტინგგაუვლილი ფასიანი ქაღალდების კურსი სავაჭრო სისტემაში უფრო მაღალი კურსით ფიქსირდება, ვიდრე ლისტინგგაუველი (კურსის ზრდა განპირობებულია ლისტინგის გაველის ხარჯებთან).

საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემა დღითი დღე იხვეწება ტექნოლოგიური ინოვაციების დანერგვის ფონზე და მარტივდება ვაჭრობის ტექნოლოგია ბირჟაზე წესების დაცვით. კომპიუტერული სისტემა წარმოადგენს უნიკალურ საშუალებას ბირჟის სავაჭრო სისტემის ფუნქციონირებისათვის.

სრულიად მოსალოდნელია დაინერგოს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა ინტერნეტ ქსელის მეშვეობით, როგორც FPREX-ი ანუ საერთაშორისო სავალუტო ბირჟა, რომელიც ხელს უწყობს ამა თუ იმ ქვეყნის სავალუტო ლიკვიდობას.

ვაჭრობის ტექნოლოგიის განვითარება ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში და შესაბამისი ანგარიშსწორების წარმოება ხელს უწყობს როგორც საბირჟო, ასევე არასაბირჟო ბაზრების განვითარებას, ინტერნეტ-ტრეიდერის გამოყენება თანაბარ შესაძლებლობებს უხსნის როგორც ერთ, ისე მეორე ბაზარს.

მეჩვიდმეტე თავი. ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები

17.1. ფასიანი ქაღალდების არსი და სახეები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეორე კომპონენტია **ბაზრის ობიექტი** – ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა სახეობები.

ფასიანი ქაღალდები ეს არის ფულადი დოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ საკუთრების უფლებას კაპიტალზე ანდა სესხის მფლობელის დოკუმენტის დამოკიდებულებას პირთან, ვინც უშვებს ასეთ დოკუმენტს (ემიტენთან).

ფასიანი ქაღალდები უნდა პასუხობდეს შემდეგ მოთხოვნებს: მიმოქცევადობა ბაზარზე, ხელმისაწვდომობა სამოქალაქო ბრუნვისათვის, რეგულირებადობა და სახელმწიფოს მხრიდან აღიარება, ლიკვიდობა, რისკიანობა, შესრულების სავალდებულობა.

ფასიანი ქაღალდი ეს არის კაპიტალის არსებობის ფორმა, რომელიც განსხვავდება მისი სასაქონლო, საწარმოო ანდა ფულადი ფორმისაგან. იგი შეიძლება გაიცეს როგორც კაპიტალი, ბაზარზე მიმოიქცევა როგორც საქონელი და მოაქვს მოგება.

ფასიანი ქაღალდების ფუნქციები

ფასიანი ქაღალდი, როგორც ბაზრის ობიექტი, ასრულებს რიგ ფუნქციებს, ესენია:

- მობილიზაციას უკეთებს მოქალაქეთა ფულად დანაზოგებს და ორგანიზაციათა დროებით თავისუფალ ფულად სახსრებს ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად;
  არეგულირებს ფულად მიმოქცევას;
- არის ინვესტიციების წყარო ახალი საწარმოების შექმნისა და უკვე არსებულის განვითარებისათვის;
- გამოდის საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ინსტრუმენტის როლში;
- გადაანაწილებს ფულად საშუალებებს ეკონომიკის სფეროებსა და დარგებს შორის, ტერიტორიებსა და ქვეყნებს შორის, მოსახლეობის ჯგუფებსა და ფენებს შორის, მოსახლეობასა და სახელმწიფოს შორის;
- გამოდის დოკუმენტის სახით, რომელიც ადასტურებს სახსრების ინვესტირებას;
- ანიჭებს კაპიტალზე უფლებას;
- იძლევა დამატებით უფლებას (კაპიტალზე უფლების გარდა), ისეთების, როგორიცაა: მართვაში მონაწილეობის უფლება (თუ კი ფასიანი ქაღალდი ჩვეულებრივი აქციაა), უფლება შესაბამის ინფორმაციაზე;
- უზრუნველყოფს შემოსავლის მიღებას კაპიტალზე ან თვით კაპიტალის დაბრუნებას.

ფასიანი ქაღალდის ცნება მრავალწახნაგოვანია. იგი შეიძლება განხილული იქნას როგორც ეკონომიკური, ასევე იურიდიული თვალსაზრისით. კანონში ფასიანი ქაღალდების შესახებ მოცემულია ფასიანი ქაღალდის, როგორც დოკუმენტის იურიდიული განმარტება, რომელიც ადასტურებს ქონებრივი უფლების დადგენილი ფორმის და სავალდებულო რეკვიზიტების დაცვას, რომელთა განხორციელება ან გადაცემა შესაძლებელია მხოლოდ მისი წარდგენისას.

როგორც იურიდიული კატეგორია, ფასიანი ქაღალდები განსაზღვრავენ შემდეგ უფლებებს: ფასიანი ქაღალდის ფლობის უფლება; ქონებრივი და სავალდებულო უფლებების დადასტურება; მართვის უფლება, ქონების გადაცემის ან მიღების დადასტურება.

ფასიანი ქაღალდი, როგორც ეკონომიკური კატეგორია

როგორც ნებისმიერ ეკონომიკურ კატეგორიას, ფასიანი ქაღალდს აქვს შესაბამისი მახასიათებლები: დროითი, სივრცითი, საბაზრო. დროითი მახასიათებლები მოიცავს: ფასიანი ქაღალდის არსებობის ვადას, წარმომავლობას. სივრცობრივი მახასიათებლები მოიცავს: არსებობის ფორმას, ეროვნულ

კუთვნილებას, ტერიტორიულ კუთვნილებას. საბაზრო მახასიათებლები მოიცავს: ფლობის ფორმას, გამოშვების ფორმას, საკუთრების ფორმას და ემიტენტის სახეს, სახსრების დაბანდების ფორმას, მიმოქცევის ხარისხს და დაბანდების რისკის დონეს, შემოსავლის გადახდის ფორმას და ა.შ.

ასე რომ, ფასიან ქაღალდს აქვს რიგი თვისებები, შეიძლება გაიცვალოს ფულზე სხვადასხვა წესით (ყიდვა-გაყიდვა, დაფარვა, ემიტენტისათვის დაბრუნება, ხელახლა დათმობა და ა.შ.); შეიძლება გამოუენებული იქნას ანგარიშსწორებისას, არის გირაოს საგანი, შეიძლება შეინახოთ მრავალი წლის განმავლობაში ანდა იყოს სამუდამო, შეიძლება გადაეცეს მემკვიდრეობით და ა.შ.

ფასიან ქაღალდებში გამოხატული ეკონომიკური ურთიერთობები ძალზე რთულია, ისინი გამუდმებით ვითარდება და იცვლება, ამით აიხსნება არსებული ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვაობა. აღნიშნული ხელს უწყობს ახალი სახის ფასიანი ქაღალდების წარმოშობას.

ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება: სახელმწიფო ობლიგაცია, კორპორაციის ობლიგაცია, ჩეკი, თამასუქი, დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატი, კონოსამენტი, აქცია, ბანკის შემნახველი წიგნაკი წარმომდგენზე, საპრივატიზაციო ფასიანი ქაღალდები, სხვა დოკუმენტები, რომლებიც ფასიან ქაღალდებზე კანონების თანახმად მიეკუთვნება ფასიან ქაღალდების რიცხვს. რიგი ფასიანი ქაღალდები (ოფციონები, ვარიანტები, საბინაო სერტიფიკატები, საინვესტიციო პაი და სხვა) ბრუნვაში შედის სხვა საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტებით.

ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციის კრიტერიუმები

ფასიანი ქაღალდების მრავალსახეობა განსაზღვრავს მისი კლასიფიკაციის კრიტერიუმების სიმრავლეს (ნახ. 17.1.)

მსოფლიო პრაქტიკაში ფასიანი ქაღალდები წარმოშობის მიხედვით, იყოფა ორ დიდ კლასად: რეალური ფასიანი ქაღალდები და წარმოებული ფასიანი ქაღალდები.

რეალური — ესაა ფასიანი ქაღალდები რომელთა საფუძველია ქონებრივი უფლება რომელიმე აქტივზე (საქონელი, ფული, კაპიტალი, ქონება, რესურსები და სხვ.). რეალური ფასიანი ქაღალდები შეიძლება დაიყოს პირველად და მეორად ფასიან ქაღალდებად. პირველადი ფასიანი ქაღალდები ემყარება აქტივებს, რომელთა რიცხვში არ შედის თვითონ ფასიანი ქაღალდები (აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები, გირაუნობის ფურცლები და ა.შ.). მეორადი ფასიანი ქაღალდები ესენია ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც გამოშვებულია პირველადი ფასიანი ქაღალდების საფუძველზე.

წარმოებული ფასიანი ქაღალდები — ეს არის საკუთრების უფლების გამოხატვის დოკუმენტგარეშე ფორმები (ვალდებულებები), რაც დაკავშირებულია საბაზისო აქტივის ფასების ცვლილებებთან. ე.ი. აქტივისა, რომელიც მოცემული ფასიანი ქაღალდის საფუძველია. ესაა ქაღალდები რომელიმე ფასიან აქტივზე: საქონლის ფასზე (ხორბალი, ხორცი, ნავთობი და ა.შ.); საკრედიტო ბაზრის ფასებზე (საპროცენტო განაკვეთების); სავალუტო ბაზრის ფასებზე (სავალუტო კურსები), რეალური ფასიანი ქაღალდების ფასებზე (აქციების, ობლიგაციების ინდექსებზე) და ა.შ. წარმოებულ ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება ფიუჩერსული კონტრაქტები და თავისუფლად მიმოქცევადი ოფციონები.

2. გამოშვების ფორმის მიხედვით (ემისია) ფასიანი ქაღალდები შეიძლება დაიყოს საემისიო და არასაემისიო ფასიან ქაღალდებად. საემისიო ფასიანი ქაღალდებია აქციები, ობლიგაციები, არასაემისიო კი თამასუქი, ჩეკი, ოფიცონი.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის“ შესახებ კანონის თანახმად საემისიო ფასიანი ქაღალდი ესაა ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდი, მათ შორის დოკუმენტის გარეშე, რომელიც ერთდროულად ხასიათდება შემდეგი ნიშნებით:

1. განამტკიცებს ქონებრივი და არაქონებრივი უფლებების ერთიანობას, რომელიც ექვემდებარება დამოწმებას, დათმობას და უპირობო განხორციელებას მოქმედი წესის შესაბამისად;

2. განთავსება გამოშვებებით;

3. აქვს თანაბარი მოცულობა და უფლებათა რეალიზაციის ვადები ერთი გამოშვების შიგნით

საკლასიფიკაციო ნიშნები	ფასიანი ქაღალდების სახეები
დროითი მახასიათებლები	
წარმოშობა	რეალური წარმოებული
არსებობის ვადები	ვადიანი უვადო
სივრცობრივი მახასიათებლები:	
არსებობის ფორმა	დოკუმენტური (ქაღალდის) დოკუმენტგარეშე (საბუთის გარეშე)
ნაციონალური წარმოშობა	სამამულო უცხოური
ტერიტორიული კუთვნილება	ქვეყანა, რეგიონი, ქალაქი
საბაზრო მახასიათებლები	
აქტივის სახე, რომელიც საფუძვლად უდევს ფასიან ქაღალდს	ფულადი, სასაქონლო, ფირმის ერთიანი აქტივები
ფლობის წესი	სახელობითი, ორდერული, წარმომდგენზე
გამოშვების ფორმა	საემისიო არასაემისიო (ინდივიდუალური)
ემიტენტი	სახელმწიფო, არასახელმწიფო
მიმოქცევის ხასიათი	საბაზრო, არასაბაზრო, მიმოქცევის შეზღუდული შესაძლებლობები
ეკონომიკური არსი (უფლების ფორმა)	აქცია, ობლიგაცია, თამასუქი, დეპოზიტური (შეძნახველი) სერტიფიკატები, კონოსამენტი, ვარანტი, ოპერაციონი და სხვ.
რისკის დონე	რისკიანი, მცირე რისკიანი, რისკის გარეშე
შემოსავლის არსებობა	შემოსავლიანი, შემოსავლის გარეშე
შემოსავლის ფორმა	პროცენტული, დისკონტური
სახსრების დაბანდების ფორმა	სავალო, წილობრივი
გამოშვების მიზანი	კომერციული, საფონდო
გაცვლის შესაძლებლობა	კონვერტირებადი, არაკონვერტირებადი
სახსრების დაბანდების ფორმა	სავალო, მფლობელობითი წილობრივი
გამოყენების ფორმა	საინვესტიციო არასაინვესტიციო

ნახ. 17.1. ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდის შეძენის დროის მიუხედავად.

არასაემისიო (ინდივიდუალური) ფასიანი ქაღალდი – ესაა ფასიანი ქაღალდი, რომელიც გამოშვებულია ერთეულებად ან მცირე სესიებად.

3. ფლობის წესის მიხედვით (იმისგან დამოკიდებულებით, თუ როგორ ხდება იმ უფლებათა რეალიზაცია, რომლებიც განმტკიცებულია ფასიანი ქაღალდებით), ფასიანი ქაღალდები იყოფა

სახელობით, ორდერულ და წარმომდგენზე ფასიან ქაღალდებად.

სახელობითი ფასიანი ქაღალდი ეს არის ქაღალდი, რომელიც შეიცავს ინფორმაციას მისი მფლობელის შესახებ. მფლობელის სახელი დაფიქსირებულია მის ბლანკზე ანდა მესაკუთრეთა რეესტრში, რომელიც შეიძლება წარმოებული იქნას ჩვეულებრივი დოკუმენტური ანდა ელექტრონული ფორმით. უფლებათა გადაცემა ასეთ ფასიან ქაღალდებზე და მათ მიერ განმტკიცებული უფლებათა განხორციელება მოითხოვს მფლობელის აუცილებელ იდენტიფიკაციას და სახელობითი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოებას.

ორდერული ფასიანი ქაღალდი ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომლის უფლებაც შეიძლება ეკუთვნოდეს მასში მითითებულ პირს, რომელიც თვითონ ახორციელებს ამ უფლებებს ანდა თაისი ბრძანებით ნიშნავს სხვა უფლებამოსილ პირს, უფლება ორდერულ ფასიან ქაღალდზე გადაეცემა ამ ფასიან ქაღალდზე (ჩეკი, თამასუქი, კონოსამენტი) შესაბამისი გადაცემის წარწერის – ინდოსამენტის გზით.

ფასიანი ქაღალდი წარმომდგენზე – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელზეც არ ფიქსირდება მისი მფლობელის სახელი. მასზე უფლების გადაცემა და მისით უფლების განმტკიცება არ მოითხოვს მფლობელის იდენტიფიკაციას. ამ ქაღალდით განმტკიცებული უფლება ეკუთვნის პირს, რომელიც მას წარმოადგენს. წარმომადგენლობითი ფასიანი ქაღალდებით არ იწარმოება მათი მფლობელების რეესტრი.

4. ემისიის ფორმის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები არსებობს დოკუმენტალური (განკერძოებული დოკუმენტების ფორმით) და დოკუმენტების გარეშე (უნაღდო, ანგარიშებზე ჩანაწერების სახით).

ემისიური ფასიანი ქაღალდების **დოკუმენტალური ფორმა** ეს არის ფორმა, რომლის დროსაც მფლობელი დგინდება სათანადო წესით გაფორმებული ფასიანი ქაღალდის სერტიფიკატის წარდგენისას ანდა მისი დეპონირების შემთხვევაში დეპო ანგარიშზე ჩანაწერების საფუძველზე. საემისიო ფასიანი ქაღალდების **დოკუმენტგარეშე ფორმა** ეს არის ფორმა, რომელიც არსებობს ჩანაწერების სახით პირად ანგარიშებზე რეესტრის მწარმოებელთან ანდა დეპო ანგარიშებზე დეპოზიტართან. ჩანაწერი მოიცავს ფასიანი ქაღალდის ყველა აუცილებელ რეკვიზიტს (ემიტენტი, თანხა, მფლობელი, პროცენტი). ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვისას, ჩუქებისას, სხვისთვის გადაცემისას იგი გადაადგილდება ჩანაწერების გაკეთებით რეესტრის მფლობელთა პირად ანგარიშებზე და დეპოზიტართან დეპო ანგარიშებზე.

5. არსებობის ვადის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა ვადიან და უვადო ფასიან ქაღალდებად.

ვადიანი — ესაა ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც აქვთ არსებობის დადგენილი ვადა. არსებობს მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადით), საშუალოვადიანი (1-5 წელი) და გრძელვადიანები (5-30 წელი). ვადიან ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება ობლიგაციები, თამასუქები და წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები. **უვადო** ფასიანი ქაღალდები ეს არის მუდმივად არსებული ფასიანი ქაღალდები. იზღუდება მხოლოდ ემიტენტის არსებობის ვადით. ამის ნათელი მაგალითია აქცია.

6. გამოშვების მიზნის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა კომერციულ და საფონდო ფასიან ქაღალდებად.

კომერციული ესაა ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ემსახურებიან საქონელბრუნვის პროცესს და განსაზღვრულ ქონებრივ გარიგებებს (თამასუქები ჩეკები, გირანტობის საბუთები, სასაწყობო მოწმობები, კონოსამენტები). საფონდო — ესაა ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც არის ფულადი ფონდების წარმოქმნის ინსტრუმენტები (აქციები, საინვესტიციო პაი).

7. მფლობელის სახსრების დაბანდების ფორმის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა სასესხო (საგალო) და წილობრივ ფასიან ქაღალდებად.

სასესხო (საგალო) ესაა ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ითვალისწინებენ ვალის თანხის დაბრუნებას განსაზღვრულ ვადაში და გარკვეული პროცენტის გადახდას. (ობლიგაციები, თამასუქები).

წილობრივი — ესაა ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც განამტკიცებენ მფლობელის უფლებას საწარმოს ქონების ნაწილზე, ამ უკანასკნელის ლიკვიდაციის შემთხვევაში, იგი მის მფლობელს აძლევს

უფლებას მიიღოს მოგების ნაწილი, ინფორმაცია და საწარმოს მართვაში მონაწილეობა (აქციები, აქციების სერტიფიკატები).

8. ეროვნული კუთვნილების მიხედვით ფასიანი ქაღალდები შეიძლება იყოს სამამულო და უცხოური.

9. საკუთრების ფორმებისა და ემიტენტების სახეების მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა სახელმწიფო, მუნიციპალურ და არასახელმწიფო ფასიან ქაღალდებად.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებს მიეკუთვნება სახელმწიფოს მიერ ემიტირებული სასესხო ვალდებულებები, რომელსაც ის უშვებს სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად, ან სახელმწიფო პროგრამების უზრუნველსაყოფად. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდებით სახელმწიფო ახდენს ჯარბი ქაღალდის ფულის ამოღებას მიმოქცევის სფეროდან.

მუნიციპალურ ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოების მიერ გამოშვებული სასესხო ვალდებულებები, რომელთა უზრუნველყოფასაც ახდენენ მუნიციპალური ქონებით, ან ადგილობრივი გადასახადების შემცირებით, ან რომელიმე სახის გადასახადის გაუქმებით, რაც დამოკიდებულია შესყიდული ქაღალდების რაოდენობაზე. არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები წარმოდგენილია კორპორაციული (გამოშვებული სამეურნეო სუბიექტების მიერ) და კერძო ფინანსური ინსტრუმენტების (გამოშვებული ფიზიკური პირების მიერ) სახით.

10. ბრუნვადობის ხასიათის მიხედვით ფასიან ქაღალდებს განასხვავებენ: საბაზრო (თავისუფლად მიმოქცევადი მეორად ბაზარზე), **არასაბაზრო** (აქვთ მხოლოდ პირველად ბაზარზე), ფასიან ქაღალდებად და ფასიანი ქაღალდები **მიმოქცევის შეზღუდული შესაძლებლობებით** (დახურული ტიპის სააქციო საზოგადოებების ფასიანი ქაღალდები). საბაზრო ფასიანი ქაღალდები იყოფა საბირჟო კოტირებაზე დაშვებულ ფასიან ქაღალდებად და ფასიან ქაღალდებად, რომლებიც არ არის დაშვებული საბირჟო კოტირებაზე.

11. რისკის დონის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა ურისკო და რისკიან ქაღალდებად. რისკიანი ფასიანი ქაღალდები თავის მხრივ, იყოფა მაღალრისკიან, საშუალორისკიან და მცირერისკიან ქაღალდებად. რაც უფრო მაღალია შემოსავლიანობა, მით უფრო მაღალია რისკი და რაც უფრო დაბალია ფასიანი ქაღალდის შემოსავალი მით დაბალია რისკი.

12. შემოსავლის არსებობის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდები იყოფა შემოსავლიან (მაღალშემოსავლიანი, საშუალოშემოსავლიანი, დაბალშემოსავლიანი) და შემოსავლის გარეშე ფასიანი ქაღალდებად.

13. შემოსავლების ფორმების მიხედვით გამოყოფენ პროცენტულ (კუპონურ) ფიქსირებული ანდა მცურავი განაკვეთით, პროცენტულ (კუპონის გარეშე), დისკონტურ, ინდექსირებულ, მომგებიან, პრემიალურ ფასიან ქაღალდებს. ფასიანი ქაღალდები შეიძლება იყოს ფიქსირებული და ცვლადი შემოსავლით.

ფასიანი ქაღალდების ფლობით მიღებული შემოსავალი

არსებობს ფასიანი ქაღალდების მიხედვით შემოსავლის მიღების შემდეგი წესები:

შემოსავალი ფასიანი ქაღალდების განკარგვისაგან — ეს არის შემოსავალი მიღებული ფასიანი ქაღალდის გაყიდვიდან საბაზრო ღირებულებით, რომელიც აღემატება ნომინალურ, ან საწყის შეძენის ღირებულებას.

შემოსავალი ფასიანი ქაღალდების ფლობისაგან შეიძლება მიღებული იქნას შემდეგი გზებით:

- ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი — დონის მიხედვით უცვლელი შემოსავალი. ინფლაციისა და ცვალებადი საბაზრო კონიუნქტურის გამო დროთა განმავლობაში დონის მიხედვით უცვლელი შემოსავალი კარგავს თავის მიმზიდველობას.

  საფეხურებრივი საპროცენტო განაკვეთი. საფეხურებრივი საპროცენტო განაკვეთის გამოყენება იმაში მდგომარეობს, რომ დგინდება რამდენიმე თარიღი, რომელთა ამოწურვის შემდეგ ფასიანი ქაღალდის მფლობელს შეუძლია ან დაფაროს იგი, ანდა დატოვოს მომდევნო თარიღის დადგომამდე. ყოველ მომდევნო პერიოდში საპროცენტო განაკვეთი იზრდება.

საპროცენტო შემოსავლის მცურავი კურსი, საპროცენტო შემოსავლის მცურავი კურსი იცვლება რეგულარულად (კვარტალში ერთხელ, ექვს თვეში ერთხელ), ცენტრალური ბანკის სააღრიცხვო განაკვეთის დინამიკის შესაბამისად ანდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის დონის შესაბამისად, რომლებიც განთავსებულია სააუქციონო გაყიდვების გზით.

შემოსავალი ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულების და საპროცენტო განაკვეთის ინდექსაციის შედეგად. ფასიანი ქაღალდის ნომინალი ან საპროცენტო განაკვეთი ინდექსირდება ინფლაციის ინდექსის გათვალისწინებით (სამომხმარებლო ფასებით ინდექსით);

შემოსავალი ფასიანი ქაღალდის ყიდვისას ფასდაკლების (დისკონტის) ხარჯზე. სავალო ვალდებულებების (თამასუქები, სერტიფიკატები და სხვა) რეალიზაცია ფასდაკლებით მათ ნომინალურ ფასთან მიმართებაში – ასეთ **ფასდაკლებას ჰქვია დისკონტი;**

- შემოსავალი სესხზე მოგების ფორმით გულისხმობს მომგებიანი სესხების გათამაშებას;
- დივიდენდი შემოსავალი აქციაზე, რომელიც ყალიბდება სააქციო საზოგადოების ან სხვა ემიტენტის მოგების ხარჯზე, რომელიც უშვებს აქციებს.

14. ვადამდე ადრე დაფარვის შესაძლებლობის მიხედვით განასხვავებენ გამოუთხოვარ ფასიან ქაღალდებად, რომლებიც არ შეიძლება იყოს გამოთხოვილი და დაფარული ემიტენტის მიერ ვადამდე; გამოთხოვილი (გამოხმობილი) ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც შეიძლება დაიფაროს ემიტენტის მიერ დაფარვის ვადის დადგომამდე. გამოთხოვის პროცედურა უნდა გათვალისწინებული იყოს ემისიის პროსპექტში.

15. გაცვლის შესაძლებლობების მიხედვით ფასიანი ქაღალდები შეიძლება იყოს: **კონვერტირებადი და არაკონვერტირებადი.** კონვერტირებადია ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც განსაზღვრულ პირობებში იცვლება იგივე ემიტენტის სხვა ფასიან ქაღალდებზე.

16. გამოყენების ტიპის მიხედვით ფასიანი ქაღალდები არის ინვესტიციური (კაპიტალური) და არაინვესტიციური.

ინვესტიციური ფასიანი ქაღალდები არის კაპიტალის დაბანდების ობიექტი (აქციები, ობლიგაციები, ფიუჩერსული კონტრაქტები და სხვ.).

არაინვესტიციური ფასიანი ქაღალდები ემსახურებიან ფულად ანგარიშსწორებას სასაქონლო და სხვა ბაზრებზე (თამასუქები, ჩეკები, კონოსამენტები).

17. ქაღალდზე გამოსახული უფლებების მიხედვით ფასიანი ქაღალდები იყოფა: ქაღალდებად, რომლებიც განამტკიცებს უფლებას მონაწილეობა მიიღოს რომელიმე სააქციო საზოგადოებაში (აქციები, აქციების სერტიფიკატები); ფულადი ქაღალდები (ობლიგაციები, თამასუქები, ჩეკები, ბანკების სერტიფიკატები). სასაქონლო ქაღალდები, რომლებიც განამტკიცებენ ნივთობრივ უფლებებს, კერძოდ:

1. საკუთრების უფლება (საკუთრების მოწმობა, ქონებრივი ფურცელი, ნასყიდობის სიგელი);
2. საქონელზე გირაოს უფლება (გირავნობის სიგელი, გირავნობის მოწმობა);
3. ერთიც და მეორეც ერთდროულად (ვარანტი, კონოსამენტი).

18. ეკონომიკური არსის **მიხედვით ფასიანი** ქაღალდები იყოფა: აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები, ჩეკები, დეპოზიტები, შემნახველი სერტიფიკატები, კონოსამენტები, ოფციონები, ვარანტები, საბინაო სერტიფიკატები, საინვესტიციო პაი და სხვა.

ფასიანი ქაღალდები შეიძლება კლასიფიცირდეს სხვა პარამეტრების მიხედვითაც, ამისათვის ყოველთვის უნდა გაითვალისწინონ კლასიფიკაციის მიზანი.

17.2. ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სხვადასხვა სახის ოპერაციები ხორციელდება თვით ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში.

ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე (საფონდო ოპერაციები) – ეს არის ქმედებები ფასიან ქაღალდებთან, ანდა ფულად სახსრებთან მიმართებაში დასახული მიზნების მისაღწევად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ყველა ოპერაცია შეიძლება დაიყოს სამ ჯგუფად:

- **საემისიო ოპერაციები** – ესაა ოპერაციები, რომლის არსი ეკონომიკური სუბიექტის საქმიანობის ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფაში მდგომარეობს. ე.ი. გულისხმობს საკუთარი კაპიტალის ფორმირებასა და გაზრდას, ნასესხები კაპიტალის ან რესურსების მოზიდვას ბრუნვაში;

  საინვესტიციო ოპერაციები – ესაა ოპერაციები, რომელთა მიზანია ოპერაციების სუბიექტების მიერ საკუთარი ან მოზიდული ფინანსური რესურსების ინვესტირება (დაბანდება) საფონდო აქტივებში საკუთარი სახელით;

  კლირინგული ოპერაციები (შუამავლობა) – ოპერაციის სუბიექტის ვალდებულებების უზრუნველყოფა კლიენტების წინაშე ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში ანდა ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ კლიენტის ვალდებულებებში.

ფასიან ქაღალდებზე ოპერაციების კლასიფიკაცია

ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ყველა ოპერაციის კლასიფიკაცია შეიძლება წარმოდგენილი იქნას როგორც:

- **სალაროს ოპერაციები,** რომლის ძირითადი მიზანია მოგების ამოღება განხორციელებული გარიგებებიდან ან შემოსავლის სახით უშუალოდ კონკრეტული ფასიანი ქაღალდიდან (მაგ.: დივიდენდები აქციებიდან, პროცენტები ობლიგაციებიდან და ა.შ.);

  სასწრაფო ან სათამაშო ოპერაციები, რომლის ძირითადი მიზანია მოგების მიღება არა უშუალოდ ფასიანი ქაღალდებიდან, არამედ მათი საკურსო ღირებულების ცვლილებიდან მომდევნო გაყიდვის შემდეგ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ძირითად ოპერაციებს მიეკუთვნება:

- ფასიანი ქაღალდების გამოშვება (ემისია) — ემიტენტის მიერ კანონით დადგენილ ქმედებათა თანმიმდევრობა საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსებისათვის;
- ფასიანი ქაღალდების განთავსება — ემიტენტის მიერ ფასიანი ქაღალდების გასხვისება მათ პირველ მფლობელებზე სამოქალაქო სამართლებრივი გარიგებების დადების გზით.

  ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა — სამოქალაქო-სამართლებრივი გარიგებების დადება, რასაც თან ახლავს ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების გადაცემა ერთი მფლობელიდან მეორეზე;
- ფასიანი ქაღალდების მფლობელების რეგისტრაცია და ხელახალი რეგისტრაცია – ფასიანი ქაღალდების მფლობელების აღრიცხვა, ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა შემადგენლობის ცვლილებაზე კონტროლი;

  კონვერტაცია — ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების გაცვლის თვალსაზრისით, რომელიც მიმართულია სხვა უფლებების და შესაძლებლობების მიღებისაკენ;

  ტრასტი — ფასიანი ქაღალდების ნდობითი მართვა, რომელიც მიმართულია კაპიტალის გადიდებისაკენ ფასიანი ქაღალდების გამოყენების უფრო ეფექტიანი ვარიანტების შერჩევის გზით;

  კლირინგი — ფასიანი ქაღალდების მიწოდებისა და მათი მეშვეობით ანგარიშსწორების ვალდებულებების შესრულება;

შენახვა – დატაცებისაგან და სხვა სახის დანაკარგებისაგან დაცვა.
დაზღვევა – შედარებით სტაბილურობის უზრუნველყოფა და შესაბამისად დამატებითი პოტენციური ინვესტორების მოზიდვა;
უკანდაუბრუნებელი მიწოდება (ჩუქება, მემკვიდრეობით გადაცემა) – მემკვიდრეობის უფლების რეალიზაცია, ჩუქების განხორციელება;
გირაო – გირავნობის უზრუნველყოფის მიწოდება კრედიტის სანაცვლოდ;
მარკეტინგი – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განსაზღვრული სეგმენტის შესწავლა, პოტენციური ინვესტორების შეფასება საფონდო ოპერაციების დიაგნოსტიკა, რისკის შეფასება, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წინ წაწევის სტრატეგიის შემუშავება;
დანაწევრება (შპლიტ) ანდა დანაწილება – ფასიანი ქაღალდების რიცხვის გადიდება;
კონსოლიდაცია (გაერთიანება) — ფასიანი ქაღალდების რიცხვის შემცირება;
საბუღალტრო აღრიცხვა და აუდიტი;
დივიდენდების დარიცხვა და გადახდა აქციების მიხედვით და პროცენტების გადახდა ობლიგაციების მიხედვით;
ფასწარმოქმნა — ფასების დაწესების პროცესი არსებული ეკონომიკური პირობების მოქმედი საკანონმდებლო ნორმების და დამკვიდრებული პრაქტიკის გათვალისწინებით;
ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება და მართვა;
საინვესტიციო რისკის შეფასება;
საინვესტიციო პროექტირება – ფინანსური პოლიტიკის შემუშავება, პროგნოზირება;
კონსალტინგი – ეს არის პროფესიონალური დახმარება კონსულტაციების ან რეკომენდაციების ფორმით მაღალკვალიფიციური სპეციალისტების მხრიდან ანალიზის, პროგნოზისა და პრაქტიკული პრობლემების გადაწყვეტის ხაზით ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და ა.შ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შედარებით მნიშვნელოვანი ოპერაციები **არის ემისია და ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა. განვიხილოთ ისინი უფრო დაწვრილებით.**

17.3. ფასიანი ქაღალდების გამოშვების წესები

ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და მიმოქცევა რეგულირდება კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის“ შესახებ და სხვა საკანონმდებლო აქტებით.

როგორც უკვე აღინიშნა, ფასიანი ქაღალდების ემისია (გამოშვება) ეს არის ემიტენტის ქმედებათა თანმიმდევრობა, რომელიც კანონით არის დადგენილი და ითვალისწინებს დამატებით კაპიტალის მოზიდვას ფასიანი ქაღალდების საშუალებით.

ემისიის ძირითადი მიზნებია:

- სააქციო საზოგადოებების შექმნა (საკუთარი კაპიტალის ფორმირება);
- ნასესხები კაპიტალის მოზიდვა სხვალე ქაღალდების გამოშვების გზით;
- კაპიტალის მართვა ფასიანი ქაღალდების დამატებითი გამოშვების გზით (ემიტენტის საკუთარი კაპიტალის გაზრდა, მთლიან კაპიტალში ნასესხები კაპიტალის წილის შემცირება);
  ემიტენტის საინვესტიციო პროექტების განხორციელება, მისი საბრუნავი სახსრების შევსება;
  ინვესტიციების ფინანსირება სამეწარმეო საქმიანობაში;
  შთანთქმის დაფინანსება (სამეურნეო სუბიექტების);

- აქციონერული კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება. (აქციების განაწილება, პირველ რიგში ხმის უფლების მქონეთა, აქციონერების ჯგუფებს შორის) ანდა ამ ცვლილებებში ნეგატიური ტენდენციების დაძლევა;
  კრედიტორული დავალიანების დაფარვა კრედიტორებისათვის გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების გადაცემის გზით;
- საგადასახადო გადახდების მიხედვით ორგანიზაციის დავალიანების რესტრუქტურიზაცია.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის (გამოშვება) პროცედურა მოიცავს შემდეგ ეტაპებს:

1. ემიტენტის მიერ გადაწყვეტილების მიღება საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ;
2. გადაწყვეტილების დამტკიცება ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ;
3. ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) სახელმწიფო რეგისტრაცია;
4. ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების დამზადება (გამოშვების დოკუმენტარული ფორმისათვის);
5. ფასიანი ქაღალდების განთავსება;
6. გამოშვების შედეგების შესახებ ანგარიშის სახელმწიფო რეგისტრაცია.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის ფორმები

ფასიანი ქაღალდების ემისია ხორციელდება ორი ფორმით:

- დახურული (კერძო) განთავსების ფორმით ინვესტორთა შეზღუდული წრისათვის, ე.ი. გამოშვების რეგისტრაციით, მაგრამ მასზე საჯარო განცხადების გარეშე;
- ფასიანი ქაღალდების ღია (საჯარო) განთავსების ფორმით ინვესტორთა პოტენციურად შეუზღუდავი წრისათვის.

ფასიანი ქაღალდების საჯარო განთავსება – ეს არის წინადადება ემიტენტის სახელით ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ან არაპირდაპირი მიყიდვის შესახებ არანაკლებ 100 პირისთვის ან პირთა წინასწარ დაუზუსტებელი რაოდენობისათვის.

განსხვავება ღია და დახურულ გაყიდვას შორის არის ემისიის პროსპექტის საჯაღდებულო რეგისტრაცია, ყველა ინფორმაციის გახსნა, რომელიც არის ემისიის პროსპექტში და გამოშვების შედეგების ანგარიშში. ამის შედეგად ფასიანი ქაღალდების ემისია საჯარო განთავსებისას შეიცავა შემდეგი ეტაპებით:

- ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის მომზადება;
- ემისიის პროსპექტის რეგისტრაცია;
- მთლიანი ინფორმაციის გახსნა, რომელსაც შეიცავს ემისიის პროსპექტი.
- მთლიანი ინფორმაციის გახსნა, რომელსაც შეიცავს ანგარიში გამოშვების შედეგების შესახებ.

ფასიანი ქაღალდების განთავსების ფორმა ასახულია ამა თუ იმ ქვეყნის კანონში — „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის“ შესახებ და ნებისმიერი ემიტენტი ვალდებულია ისარგებლოს აღნიშნული კანონით. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსება ხდება საჯარო ფორმით, რაც კანონით არის გათვალისწინებული.

ემისიის პროცედურის ეტაპები

განვიხილოთ ემისიის პროცედურა ეტაპობრივად. უფრო დაწვრილებით შევჩერდეთ საემისიო ფასიანი ქაღალდების ემისიის ცალკეულ ეტაპზე.

პირველი ეტაპი გულისხმობს ემიტენტის მიერ გადაწყვეტილების მიღებას საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ.

გადაწყვეტილება ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ – აისახება დოკუმენტში, რომელიც შემდეგ მონაცემებს მოიცავს:

- ემიტენტის სრული დასახელება, მისი ადგილმდებარეობა, საფოსტო მისამართი;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების თარიღი;

ემიტენტის უფლებამოსილი ორგანოს დასახელება, რომელიც გადაწყვეტილებას ღებულობს საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) გადაწყვეტილების დამტკიცების თარიღი;

ემიტენტის უფლებამოსილი ორგანოს დასახელება, რომელიც ამტკიცებს გადაწყვეტილებას საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების სახე, კატეგორია (ტიპი);

მფლობელის უფლება, რომელიც განმტკიცებულია საემისიო ფასიანი ქაღალდით;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების პირობები;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის მითითება მოცემულ გამოშვებაში (დამატებით გამოშვებაში);

აღრე განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების საერთო რაოდენობის მითითება მოცემულ გამოშვებაში (საემისიო ფასიანი ქაღალდების დამატებითი გამოშვების განთავსების შემთხვევაში);

მითითება იმის შესახებ, არის თუ არა საემისიო ფასიანი ქაღალდები სახელობითი ანდა წარმომდგენზე;

საემისიო ფასიანი ქაღალდების ნომინალური ღირებულება, იმ შემთხვევაში, თუ კი ნომინალური ღირებულების არსებობა გათვალისწინებულია კანონმდებლობით;

იმ პირთა ხელმოწერა, რომლებიც ასრულებენ ემიტენტის აღმასრულებელი ორგანოს ფუნქციას და ემიტენტის ბეჭედი;

- სხვა ცნობები, რაც გათვალისწინებულია კანონებით ფასიანი ქაღალდების შესახებ.

საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ გადაწყვეტილებას დოკუმენტალურ ფორმაში თან უნდა ახლდეს აღწერა ან სერტიფიკატის ნიმუში.

მეორე ეტაპი. ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ გადაწყვეტილების დამტკიცება. საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ გადაწყვეტილება მტკიცდება დირექტორთა საბჭოს ან სხვა ორგანოს მიერ, რომელსაც აქვს შესაბამისი უფლებამოსილება და ფორმდება ცალკე ოქმით.

დოკუმენტი სამ ეგზემპლარად წარედგინება ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციის სახელმწიფო ორგანოს. ერთი ეგზემპლარი რჩება სარეგისტრაციო ორგანოში. მეორე გადაეცემა რეესტრის მწარმოებელს, მესამე უნდა ინახებოდეს ემიტენტთან.

მესამე ეტაპი – ეს არის ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის მომზადება. საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (ხელახალი გამოშვების) სახელმწიფო რეგისტრაცია ხორციელდება ემისიის პროსპექტთან ერთად შემდეგ შემთხვევებში: თუ დამფუძნებელთა რიცხვი აღემატება 500 კაცს ანდა გამოშვების ნომინალური ღირებულება დამფუძნებელთა შორის აღემატება 50000.

- აქციების განაწილება აქციონერებს შორის;
- აქციების კონვერტაცია;
- ღია ხელმოწერა;
- დახურული ხელმოწერა, თუ კი აქციონერების რიცხვი აღემატება 500 კაცს.

ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲚᲐᲚᲓᲘᲡ ᲞᲠᲝᲡᲞᲔᲥᲢᲘ

ფასიანი ქაღალდების პროსპექტი უნდა მოიცავდეს:

1) ᲔᲛᲘᲢᲔᲜᲢᲘᲡ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲝᲠᲒᲐᲜᲝᲡ ᲨᲔᲛᲐᲓᲒᲔᲜᲚᲝᲑᲐᲨᲘ ᲨᲔᲛᲐᲕᲐᲚᲘ ᲞᲘᲠᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲡᲐᲮᲔᲑ ᲛᲝᲙᲚᲔ ᲛᲝᲜᲐᲪᲔᲛᲔᲑᲡ

მონაცემები ემიტენტის საბანკო ანგარიშებით, აუდიტორის, შემფასებლების და ფინანსური

კონსულტანტის შესახებ, ასევე სხვა პირების შესახებ, რომლებიც პროსპექტს ხელს აწერენ. მოკლე მონაცემებს მიეკუთვნება:

- ემიტენტის მართვის ორგანოს შემადგენლობაში შემავალი პირების მითითება;
- ცნობები ემიტენტის საბანკო ანგარიშების, აუდიტორის (აუდიტორების) შესახებ, რომელიც შედის ემიტენტის წლიურ საბუღალტრო ანგარიშგებაში ბოლო სამი ფინანსური წლის განმავლობაში ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლისათვის, თუ კი ემიტენტი სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს სამ წელზე ნაკლებ დროში;
- ცნობები ემიტენტის შემფასებლისა და კონსულტანტის შესახებ.

2) მოკლე ცნობებს საემისიო ფასიანი ქაღალდების ოდენობის, ვადების, განთავსების წესისა და პირობების შესახებ

მათ განეკუთვნება:

- საემისიო ფასიანი ქაღალდების სახე, კატეგორია (ტიპი) და განთავსების ფორმა;
- განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების ყოველი სახის ნომინალური ღირებულება, კატეგორია (ტიპი), სერია (თუ კი ნომინალური ღირებულების არსებობა გათვალისწინებულია კანონმდებლობით);
  საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების საჯარაუდო მოცულობა ფულად გამოხატულებაში და რაოდენობა, რომელიც გათვალისწინებულია განსათავსებლად;
  საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების ფასი (ფასების განსაზღვრის წესი);
- საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესი და ვადები;
  განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების ანაზღაურების წესი და პირობები;
- საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების პროცესში ხელშეკრულებების დადების წესი და პირობები;
- განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების პოტენციური მომხმარებლების წრე;
- საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსებისა და შედეგების შესახებ ინფორმაციის გახსნის წესი.

3) ძირითად ინფორმაციას ემიტენტის ფინანსურ-ეკონომიკური მდგომარეობის და რისკის ფაქტორების შესახებ

ეს განყოფილება მოიცავს ინფორმაციას ემიტენტის ფინანსურ-ეკონომიკური მდგომარეობის შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებული ფინანსური წლის განმავლობაში, ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლისათვის, თუ კი ემიტენტი ახორციელებს სამეურნეო საქმიანობას ხუთ წელზე ნაკლებ დროში, ასევე ბოლო დასრულებულ საანგარიშო პერიოდზე.

იგი მოიცავს შემდეგ ცნობებს:

- ემიტენტის საქმიანობის ფინანსური-ეკონომიკური მაჩვენებლების შესახებ;
- ემიტენტის საბაზრო კაპიტალიზაციის და მისი ვალდებულებების შესახებ;
- ემისიის მიზნებისა და საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების შედეგად მიღებული სახსრების გამოყენების მიმართულებების შესახებ;
- რისკების შესახებ, რომელთაც ადგილი აქვთ განთავსებული ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან დაკავშირებით.

4) დანერილებით ინფორმაციას ემიტენტის შესახებ. იგი მოიცავს:

- ემიტენტის შექმნისა და განვითარების ისტორიის შესახებ ინფორმაციას;
- ემიტენტის ძირითადი სამეურნეო საქმიანობის შესახებ ინფორმაციას;
- ემიტენტის სამომავლო საქმიანობის გეგმების შესახებ ინფორმაციას;
  ინფორმაციას ემიტენტის მონაწილეობის შესახებ სამრეწველო, საბანკო და ფინანსურ

ჯგუფებში, ჰოლდინგებში, კონცერნებში და ასოციაციებში, აგრეთვე ემიტენტის შვილობილ და დამოკიდებულ სამეურნეო საზოგადოებებში;

ემიტენტის ძირითადი საშუალებების შემადგენლობის, სტრუქტურისა და ღირებულების შესახებ ინფორმაციას, მათ შორის ძირითადი საშუალებების შეძენის, შეცვლის, მწყობრიდან გასვლის გეგმების შესახებ. ასევე ემიტენტის ძირითადი საშუალებების დატვირთვის ყველა ფაქტის შესახებ;

5) ცნობებს ემიტენტის ფინანსურ-სამეურნეო საქმიანობის შესახებ

მათ მიეკუთვნება: ცნობები ემიტენტის ფინანსურ-სამეურნეო საქმიანობის შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებულ საფინანსო წლის განმავლობაში ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლის შესახებ, თუ კი ემიტენტი თავის სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს ხუთ წელზე ნაკლებ დროში. აგრეთვე იმ მიზეზებისა და ფაქტორების მითითება, რომელმაც, ემიტენტის მმართველი ორგანოების აზრით გამოიწვია ასეთი ცვლილება, მათ შორის:

- ემიტენტის ფინანსურ-სამეურნეო საქმიანობის შედეგების შესახებ, ფაქტორების შესახებ, რამაც გავლენა მოახდინა ამონაგების სიდიდის ცვლილებაზე, რომელიც მიღებულია ემიტენტის მიერ საქონლის, პროდუქციის, სამუშაოს, მომსახურების რეალიზაციიდან. აგრეთვე ძირითადი საქმიანობიდან მიღებული მოგების (ზარალის) შესახებ ცნობებს ინფლაციის გავლენის ჩათვლით, ასევე უცხოური ვალუტის კურსების ცვლილების, სახელმწიფო ორგანოების გადაწყვეტილებების, ეკონომიკური, ფინანსური, პოლიტიკური და სხვა ფაქტორების შესახებ. ემიტენტის ლიკვიდობის შესახებ, ემიტენტის კაპიტალის და საბრუნავი საშუალებების სიდიდის, სტრუქტურის და საკმარისობის შესახებ;

  ემიტენტის პოლიტიკისა და ხარჯების შესახებ სამეცნიერო-ტექნიკური განვითარების დარგში ლიცენზიის და პატენტების, ახალი დამუშავებებისა და კვლევების თვალსაზრისით;
- განვითარების ტენდენციის ანალიზი ემიტენტის ძირითადი საქმიანობის სფეროში.

6) მოკლე ცნობები ემიტენტის თანამშრომელთა შესახებ

ზუსტ მონაცემებს იმ პირების შესახებ, რომლებიც შედიან ემიტენტის მართვის ორგანოების შემადგენლობაში, საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის კონტროლის ორგანოებში და ემიტენტის თანამშრომელთა (მუშაკთა) შესახებ მოკლე ცნობებს მიეკუთვნება:

- ინფორმაცია ემიტეტის მართვის ორგანოების შემადგენლობაში შემავალ პირებზე, მათ შორის: დირექტორთა საბჭოს წევრები, (დამკვირვებელთა საბჭო), ემიტენტის კოლეგიალური აღმასრულებელი ორგანოს წევრები; ინფორმაცია იმ პირზე, რომელიც ასრულებს ემიტენტის მართვის ორგანოს ერთპიროვნული აღმასრულებლის ფუნქციას (მათ შორის ინფორმაცია ორგანიზაციის მმართველის შესახებ); ინფორმაცია პირებზე, რომლებიც ახორციელებენ ემიტენტის რევიზორის ან სარევიზიო კომისიის წევრების ფუნქციას, ასევე ცნობები ყოველგვარი ნათესაური კავშირების შესახებ ნებისმიერ ზემოთ მითითებულ პირებს შორის;

  ცნობები დაჯილდოების, შეღავათების ანდა კომპენსაციაზე დანახარჯების სიდიდის შესახებ ემიტენტის მართვის ყოველი ორგანოს მიხედვით, (გარდა იმ ფიზიკური პირებისა, რომლებიც ასრულებენ ერთპიროვნული აღმასრულებელი ორგანოს როლს) და მისი საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის კონტროლის ორგანოს მიმართ, რომელიც გადახდილია ემიტენტის მიერ ბოლო დასრულებული საფინანსო წლის მიხედვით, ასევე ცნობები არსებული შეთანხმების შესახებ ასეთ გადახდებთან დაკავშირებით მიმდინარე ფინანსურ წელს;

  ცნობები ემიტენტის მართვის ორგანოების სტრუქტურისა და კომპენსაციის შესახებ და მისი სამეურნეო-ფინანსური საქმიანობის კონტროლის ორგანოების შესახებ;

ცნობები ემიტენტის თანამშრომელთა (მუშაკთა) რიცხოვნობის შესახებ და განზოგადოებული მაჩვენებლები მათი განათლების შესახებ, ასევე მუშაკთა რიცხოვნობის ცვლილების შესახებ იმ შემთხვევაში, როცა ასეთი ცვლილება ემიტენტისათვის არის არსებითი;

- ცნობები ემიტენტის ნებისმიერი ვალდებულებების შესახებ, თანამშრომლების წინაშე, რომელიც ეხება მათ მონაწილეობას ემიტენტის საწესდებო კაპიტალში (საპაიო ფონდში) (ემიტენტის აქციების შეძენა), ყველა შეთანხმების ჩათვლით, რომელიც ითვალისწინებს ემიტენტის ოფციონების გამოშვებას ანდა თანამშრომელთათვის გადაცემას;

ემიტენტის მართვის ორგანოს მუშაკთა მონაწილეობა საწესდებო კაპიტალში (საპაიო ფონდში), აგრეთვე მისი შვილობილი და დამოკიდებულ საზოგადოებების მონაწილეობა აღნიშნულ კაპიტალში. ამ პირების კუთვნილი ჩვეულებრივი აქციების წილი ემიტენტის და მისი შვილობილი და დამოკიდებული საზოგადოების კაპიტალში, ასევე ცნობები ემიტენტის და მისი შვილობილი კომპანების და ოფციონების შესახებ.

7) ცნობებს ემიტენტის მონაწილეთა (აქციონერთა) შესახებ და ემიტენტის მიერ განხორციელებულ გარიგებებზე, რომელთა მიმართ იყო დაინტერესება

ისინი მოიცავენ:

- ცნობებს ემიტენტის მონაწილეთა (აქციონერთა) საერთო რიცხოვნობის შესახებ;

ცნობებს ემიტენტის იმ მონაწილეთა (აქციონერთა) შესახებ, რომლებიც ფლობენ მისი საწესდებო კაპიტალის (საპაიო ფონდის) არანაკლებ 5%-ს და მისი ჩვეულებრივი აქციების არანაკლებ 5%-ისა. ასევე ცნობები მონაწილეთა (აქციონერთა) წილის სიდიდეზე საწესდებო კაპიტალში და საპაიო ფონდში, ასევე მისი კუთვნილი ჩვეულებრივი აქციების ხვედრით წილზე;

ემიტენტის ამ მონაწილეთათვის (აქციონერებისათვის), ვინც ფლობს საწესდებო კაპიტალის (საპაიო კაპიტალის) არანაკლებ 5%-სა და ჩვეულებრივი აქციების არანაკლებ 5%-ს. ცნობებს იმ მონაწილეთა (აქციონერთა) შესახებ, რომლებიც ფლობენ საწესდებო კაპიტალის (საპაიო ფონდის) არა ნაკლებ 20%-სა და ჩვეულებრივი აქციების არანაკლებ 20%-ს. მათ შორის მათი წილის მითითებით საწესდებო კაპიტალში (საპაიო ფონდში), ასევე მათი კუთვნილი ჩვეულებრივი აქციების ხვედრით წილზე აქციების საერთო ოდენობაში;

ცნობებს სახელმწიფოს ანდა მუნიციპალური წარმონაქმნების მონაწილეობის წილის შესახებ ემიტენტის საწესდებო კაპიტალში (საპაიო ფონდში). სპეციალური უფლების (ოქროს აქციები) არსებობა;

ცნობებს ემიტენტის საწესდებო კაპიტალში (საპაიო ფონდში) მონაწილეობის შეზღუდვის შესახებ;

- ცნობებს ცვლილებების შესახებ ემიტენტის იმ მონაწილეთა (აქციონერთა) შემადგენლობაში წილის სიდიდისა და შემადგენლობის შესახებ, რომლებიც ფლობენ საწესდებო კაპიტალის (საპაიო ფონდის) არა ნაკლებ 5%-ისა და ჩვეულებრივი აქციების არანაკლებ 5%-ის, ბოლო ხუთი დასრულებული საფინანსო წლის განმავლობაში ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლის ბოლოს, თუ ემიტენტი თავის სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს 5 წელზე ნაკლები დროით;

ცნობებს ემიტენტის მიერ განხორციელებული გარიგებების შესახებ, რომლის მიმართ მას ჰქონდა დაინტერესება ბოლო ხუთი დასრულებული წლის განმავლობაში ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლისათვის, თუ ემიტენტი თავის სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს ხუთ

წელზე ნაკლებ დროში. ასევე ფასიანი ქაღალდების პროსპექტის დამტკიცებამდე პერიოდის განმავლობაში;

ცნობებს დებიტორული დავალიანების სიდიდის შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებული საფინანსო წლის განმავლობაში ან/ყოველ საფინანსო წელს თუ კი ემიტენტი ახორციელებს თავის საქმიანობას ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში. ასევე დებიტორების მიხედვით დაყოფით, რომელთა დავალიანების სიდიდე შეადგენს საერთო დებიტორული დავალიანების არა ნაკლებ 10%-ს. ასევე მონაცემები დებიტორული დავალიანების შესახებ აფიშირებული პირების წინაშე.

ზ) ემიტენტის საბუღალტრო ანგარიშგებას და სხვა ფინანსურ ინფორმაციას

იგი მოიცავს:

- ემიტენტის წლიურ ბუღალტრულ ანგარიშგებას ბოლო სამი დასრულებული წლის განმავლობაში ანდა ყოველი დასრულებული საფინანსო წლისათვის, თუ კი ემიტენტი თავის სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს სამ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში, რომელსაც თან უნდა ახლდეს აუდიტორის (აუდიტორთა) დასკვნა აღნიშნული საბუღალტრო ანგარიშგების მიმართ;

  ემიტენტის კვარტალურ საბუღალტრო ანგარიშგებას ბოლო დასრულებული საანგარიშგებო კვარტალისათვის;

  ემიტენტის კრებსით საბუღალტრო ანგარიშგებას უკანასკნელი სამი დასრულებული საფინანსო წლის განმავლობაში ანდა ყოველ დასრულებულ საფინანსო წელს;

  ცნობებს ექსპორტის საერთო ოდენობის შესახებ, ასევე ექსპორტის წილის შესახებ გაყიდვების საერთო ოდენობაში;

  ცნობებს არსებითი ცვლილებების შესახებ, რომელსაც ადგილი აქვს ემიტენტის ქონების შემადგენლობაში ბოლო დასრულებული ფინანსური წლის დასრულების თარიღის შემდეგ;

  ცნობებს ემიტენტის სასამართლო პროცესებში მონაწილეობის შესახებ, იმ შემთხვევაში, თუ ასეთი მონაწილეობა არსებითად აისახა ემიტენტის საფინანსო სამეურნეო საქმიანობაზე.

ი) ზუსტ ცნობებს საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესისა და პირობების შესახებ

მათ მიეკუთვნება შემდეგი ცნობები:

- განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების, განთავსების ფასის (მისი განსაზღვრის წესის), უპირატესი ანდა სხვა უფლებების არსებობა განთავსებული ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე, ნებისმიერი შეზღუდვები განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების შეძენასა და მიმოქცევაზე;

  ემიტენტის საემისიო ფასიანი ქაღალდების ფასების ცვლილების დინამიკაზე, თუ კი ასეთი ფასიანი ქაღალდები დაშვებული იყო მიმოქცევაში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობის ორგანიზატორების მიერ, მათ შორის საფონდო ბირჟების მიერ;

  პირების შესახებ, რომლებიც მომსახურებას უწევენ საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების ორგანიზაციას.

  საემისიო ფასიანი ქაღალდების პოტენციური მყიდველების შესახებ;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობის ორგანიზატორების შესახებ, მათ შორის საფონდო ბირჟებზე, რომელზედაც ნებართვულია საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ანდა მიმოქცევა;

საწესდებო კაპიტალში აქციონერთა მონაწილეობის წილის შესაძლო ცვლილების შესახებ ემიტენტის საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსების შედეგად;

ხარჯების შესახებ, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ემისიასთან;

სახსრების დაბრუნების წესებისა და მეთოდების შესახებ, რაც უნდა გაიცეს განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების ასანაზღაურებლად იმ შემთხვევაში, როცა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება (დამატებითი გამოშვება) ჩაითვლება გაუქმებულად, ასევე სხვა შემთხვევებში, რაც გათვალისწინებულია კანონმდებლობით.

10) დამატებით ცნობებს ემიტენტების და მათ მიერ განთავსებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების შესახებ

ისინი მოიცავენ:

- ცნობებს ემიტენტის საწესდებო კაპიტალის (საპაიო ფონდის) სიდიდის და სტრუქტურის შესახებ და მისი ცვლილების შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებული ფინანსური წლის ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლის მიხედვით, თუ კი ემიტენტი თავის საქმიანობას ახორციელებს ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში, ემიტენტის მართვის უფლებამოსილი ორგანოების გადაწყვეტილებით, რომელიც არის საფუძველი ასეთი ცვლილებისათვის;
- ცნობებს ემიტენტის აქციების ყოველი კატეგორიის (ტიპის) მიხედვით, იმ უფლებების მითითებით, რომლებიც წარმოდგენილია მათი მფლობელების აქციებით, ყოველი აქციის ნომინალური ღირებულება, მიმოქცევაში არსებული აქციების რაოდენობა, დამატებითი აქციების რაოდენობა, რომელიც არის განთავსების პროცესში, გამოცხადებული აქციების რაოდენობა, ემიტენტის ბალანსზე არსებული აქციების რაოდენობა, დამატებითი აქციების რაოდენობა, რომლებიც შეიძლება განთავსებული იქნას საემისიო ფასიანი ქაღალდების კონვერტაციის შედეგად;

  ცნობებს ემიტენტის საემისიო ფასიანი ქაღალდების წინა გამოშვებების შესახებ ემიტენტის აქციების გამოკლებით;

  ცნობებს ემიტენტის მართვის ორგანოების სტრუქტურის და მათი კომპეტენციის შესახებ, ასევე მისი საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის კონტროლის ორგანოების სტრუქტურის შესახებ და მათი კომპეტენციის შესახებ;

  ცნობებს ემიტენტის უმაღლესი მართვის ორგანოების კრებების მოწვევისა და ჩატარების წესის შესახებ;
- ცნობებს არსებული გარიგებების შესახებ, რომელსაც დებს ემიტენტი ბოლო ხუთი დასრულებული საფინანსო წლის მანძილზე ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლისთვის, თუ კი ემიტენტი ახორციელებს თავის სამეურნეო საქმიანობას ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში. ვალდებულებათა სიდიდე, რომელიც შეადგენს ემიტენტის აქტივების საბალანსო ღირებულებაზე არანაკლებ 10%-ისა საბუღალტრო ანგარიშგების მონაცემების მიხედვით, უკანასკნელი დასრულებული საფინანსო წლის მიხედვით;
- ცნობებს საკანონმდებლო აქტების შესახებ, რომლებიც არეგულირებენ კაპიტალის ექსპორტის და იმპორტის საკითხებს, რომელთაც შეიძლება გავლენა მოახდინონ დივიდენდების, პროცენტების და სხვა გადახდებზე არარეზიდენტებთან;
- შემოსავლების საგადასახადო დაბეგვრის წესის აღწერას, რომელიც მიიღება განთავსებული ან/და განსათავსებელი საემისიო ფასიანი ქაღალდების მიხედვით;

ცნობებს გამოცხადებული (დარიცხული) და გადახდილი დივიდენდების შესახებ ემიტენტის აქციების მიხედვით, ასევე ემიტენტის საობლიგაციო შემოსავლების მიხედვით ბოლო ხუთი დასრულებული ფინანსური წლის ანდა ყოველი დასრულებული ფინანსური წლის მიხედვით, თუ კი ემიტენტი ახორციელებს თავის სამეურნეო საქმიანობას ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში, დივიდენდების და სხვა შემოსავლების გადახდის წესის ჩათვლით.

ცნობებს იმ პირების შესახებ, რომლებიც წარადგენენ უზრუნველყოფას ემიტენტის მიერ ობლიგაციების გამოშვების შემთხვევაში, ასევე ვალდებულებების შესრულების უზრუნველყოფის პირობების შესახებ ემიტენტის ობლიგაციების მიხედვით;

ცნობებს ემიტენტის საკრედიტო რეიტინგის შესახებ, აგრეთვე ცნობებს ცვლილებების შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებული საფინანსო წლის ანდა ყოველი დასრულებული საფინანსო წლის შესახებ, თუ კი ემიტენტი სამეურნეო საქმიანობას ახორციელებს ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში;

ცნობებს კომერციული ორგანიზაციების შესახებ, სადაც ემიტენტი ფლობს საწესდებო კაპიტალის (საპაიო ფონდის) არა ნაკლებ 5%-ისა ან ჩვეულებრივი აქციების არანაკლებ 5%-ს;

ცნობებს სარეზერვო ფონდის ფორმირებისა და გამოყენების შესახებ, ასევე ემიტენტის სხვა ფონდების შესახებ ბოლო ხუთი დასრულებული საფინანსო წლის შესახებ, ანდა ყოველი დასრულებული საფინანსო წლის შესახებ, თუ კი ემიტენტი სამეურნეო საქმიანობას ექვსი ხუთ წელზე ნაკლები დროის განმავლობაში.

ცნობებს ორგანიზაციების შესახებ, რომლებიც ახორციელებენ უფლებების აღრიცხვას ემიტენტის საემისიო ფასიან ქაღალდებზე;

სხვა ცნობებს, რომელსაც ითვალისწინებს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ ანდა სხვა კანონები.

სამეურნეო საზოგადოების ფასიანი ქაღალდების პროსპექტი მტკიცდება დირექტორთა საბჭოს (დამკვირვებელთა საბჭოს ანდა იმ ორგანოს მიერ, რომელიც ახორციელებს კანონის შესაბამისად ამ სამეურნეო საზოგადოების დირექტორთა საბჭოს (დამკვირვებელთა საბჭოს) ფუნქციებს.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის სახელმწიფო რეგისტრაცია

მეოთხე ეტაპი — საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და ემისიის პროსპექტის სახელმწიფო რეგისტრაცია. საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) სახელმწიფო რეგისტრაცია — ეს არის ფასიანი ქაღალდებისათვის სახელმწიფო სარეგისტრაციო ნომრის მინიჭება. იგი ხორციელდება აღმასრულებელი ხელისუფლების მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ან სხვა სარეგისტრაციო ორგანოს მიერ, განსაზღვრული კანონით ემიტენტის განცხადების საფუძველზე (საქართველოში - ფინანსური ზედამხედველობის სააგენტო).

ფასიანი ქაღალდების გამოშვების რეგისტრაციისთვის ემიტენტი სარეგისტრაციო ორგანოში წარადგენს შემდეგ დოკუმენტებს:

- განცხადება რეგისტრაციაზე;
- გადაწყვეტილება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე;
- ემისიის საბოლოო პროსპექტი (თუ ეს საჭიროა);
- დამფუძნებელი დოკუმენტების ასლები (აქციების ემისიისას სააქციო საზოგადოების შექმნისათვის);

დოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ აღმასრულებელი ხელისუფლების უფლებამოსილი

ორგანოს ნებართვას საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების განხორციელებაზე (თუ კი ასეთი ნებართვის აუცილებლობა დადგენილია ქვეყნის კანონებით);

ხელშეკრულებას, გაფორმებულს მომპყრ ინვესტორთან გამოშვებული ფასიანი ქაღალდის 25%-ის შეძენის შესახებ.

საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სახელმწიფო რეგისტრაციის დროს მას ენიჭება ინდივიდუალური სახელმწიფო სარეგისტრაციო ნომერი – ციფრული (ასოთი, ნიშნობრივი), რომელიც იდენტიფიცირებას უკეთებს საემისიო ფასიანი ქაღალდების კონკრეტულ გამოშვებას.

საემისიო ფასიანი ქაღალდების ყოველი დამატებითი გამოშვების სახელმწიფო რეგისტრაციისას მას ენიჭება ინდივიდუალური სახელმწიფო სარეგისტრაციო ნომერი, რომელიც შედგება ინდივიდუალური სახელმწიფო სარეგისტრაციო ნომრისგან, რომელიც მინიჭებული აქვს საემისიო ფასიანი ქაღალდის გამოშვებას და საემისიო ფასიანი ქაღალდების ამ დამატებითი გამოშვების ინდივიდუალური ნომრისაგან. საემისიო ფასიანი ქაღალდების დამატებითი გამოშვების შედეგების შესახებ ანგარიში სახელმწიფო რეგისტრაციის მომენტიდან სამი თვის გასელის შემდეგ, დამატებითი გამოშვების ინდივიდუალური ნომერი (კოდი) ანულირდება (უქმდება).

ფასიანი ქაღალდების სერთიფიკატების დამზადება

მეხუთე ეტაპი — ეს არის ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების დამზადება. გამოშვების დოკუმენტალური ფორმისთვის აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების სერტიფიკატების (ბლანკების) დამზადება, რომელიც ხორციელდება ფინანსთა სამინისტროს „ფასიანი ქაღალდების ბლანკების დამზადების შესახებ" ინსტრუქციის შესაბამისად. საერთაშორისო პრაქტიკაში იყენებენ ბლანკს, რომელსაც დაცვის ექვსი ხარისხი გააჩნია: ბლანკის ჩარჩოს რთულ გრაფაში შესრულება; დაფარული მიკროტექსტი, ფონისმიერი ბადე, როზეტების ფლუორესცენტული ნათება, რთული გეომეტრიული ფიგურების გამოსახულება წლის ნიშნის ფორმით, ლუმინესცენტული ნათება ცენტრალურ ზოლებში ულტრაიისფერი სხივებით განათებისას. ბლანკი უნდა შეიცავდეს ფასიანი ქაღალდის აუცილებელ რეკვიზიტებს და პასუხობდეს ტექნოლოგიურ მოთხოვნებს. ფასიანი ქაღალდების დამზადება მოითხოვს დიდ დანახარჯებს, ამიტომ ამ ხარჯების შემცირების მიზნით ნებადართულია დაიბეჭდოს არა ფასიანი ქაღალდები, არამედ სერტიფიკატები.

ემისიის პროსპექტში მოცემული ინფორმაციის გახსნა

მეექვსე ეტაპი. — ემისიის პროსპექტში მოცემული ინფორმაციის გახსნა. ემისიის შემთხვევაში, რომელიც მოითხოვს ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციას, ემიტენტი ვალდებულია უზრუნველყოს ფასიანი ქაღალდების პროსპექტში არსებული ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა ამ ინფორმაციით დაინტერესებული ნებისმიერი პირისათვის ინფორმაციის მიღების მიზნით.

ღია ხელმოწერის შემთხვევაში ემიტენტი ვალდებულია გამოაქვეყნოს განცხადება საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) სახელმწიფო რეგისტრაციის შესახებ, ამასთან უნდა მიუთითოს ნებისმიერი დაინტერესებული პირისათვის იმ ინფორმაციაზე ხელმისაწვდომობის წესი, რომელსაც შეიცავს ფასიანი ქაღალდების პროსპექტი. განცხადება უნდა განთავსდეს მასობრივ საინფორმაციო ბეჭდვით ორგანოში, რომელიც ვრცელდება ტირაჟით არა ნაკლებ 10 ათასი ეგზემპლარისა.

გამოქვეყნებულ განცხადებაში ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ მოცემული უნდა იყოს:

1. ცნობები ემიტენტის შესახებ: საწესდებო კაპიტალის სიდიდე, ფასიანი ქაღალდის ნომინალური სიდიდე, საბალანსო მოგების ოდენობა წელიწადში, კერძოდ იმ წელს, რომელიც წინ უსწრებდა ემისიას, ქაღალდების განთავსების ვადები და პირობები;
2. ფასიანი ქაღალდის ბლანკის ზედმიწევნით დაწერილებითი აღწერა: ზომა, ფერი, ტექსტი, დეკორატიული გაფორმება, გაყალბებისაგან დაცვის საშუალებები.

დახურული ხელმოწერის შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციის თანმხლებ პროსპექ-

ტში ემიტენტი ვალდებულია გამოაქვეყნოს საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) სახელმწიფო რეგისტრაციის შესახებ განცხადება, ამასთან მიუთითოს საემისიო ფასიანი ქაღალდების პოტენციური მფლობელებისათვის იმ ინფორმაციაზე ხელმისაწვდომობის წესი, რომელიც არის ფასიანი ქაღალდების პროსპექტში. განცხადება უნდა გამოქვეყნდეს მასობრივ საინფორმაციო ბეჭდვით ორგანოში, რომელიც ვრცელდება ტირაჟით არა ნაკლებ ათასი ეგზემპლარის.

ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲔᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲗᲐᲕᲡᲔᲑᲐ

მეშვიდე ეტაპი — ფასიანი ქაღალდების განთავსება. საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ეს არის ემიტენტის მიერ საემისიო ფასიანი ქაღალდების გასხვისება პირველ მფლობელებზე სამოქალაქო-სამართლებრივი გარიგების დადების გზით.

ემიტენტს უფლება აქვს დამოუკიდებლად ჩაატაროს ფასიანი ქაღალდების ემისია მოქმედი კანონმდებლობის შესაბამისად, მაგრამ უმეტესობა მათგანისათვის ეს პროცედურა საკმაოდ ძნელია. ამიტომ ბევრი ემიტენტი სარგებლობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა მომსახურებით, რომლებიც კისრულობენ ვალდებულებას თავისი ანგარიშით გამოიყიდონ: 1) ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვება ფიქსირებულ ფასში შემდგომში მათ გარეშე ინვესტორებისათვის მიყიდვის მიზნით; 2) გარე ინვესტორებს შორის გაუვრცელებელი ფასიანი ქაღალდები დათქმულ ვადაში. შუამავლებს ასევე შეუძლიათ თავის თავზე აიღონ ვალდებულება ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის შესახებ ემიტენტის სახელით გამოშვების გაუვრცელებელ ნაწილზე ყოველგვარი ვალდებულების აღების გარეშე.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების განთავსების შემდეგი წესები:

- პრივილეგირებული აქციების პაკეტის უკანდაუბრუნებლობის პირობით გადაცემა შრომითი კოლექტივისათვის მფლობელთა სახელობითი სიის შედგენის გზით;

  ხელმოწერა ფასიან ქაღალდებზე, რომელიც, როგორც უკვე აღინიშნა, შეიძლება იყოს ღია და დახურული. ღია (საჯარო) განთავსება ხორციელდება ინვესტორების შეუზღუდველ წრეზე;

  დახურული – წინასწარ ცნობილ ინვესტორთა შორის;

  აუქციონი – ფასიანი ქაღალდების შეძენა ფიზიკური და იურიდიული პირების მიერ ღია ვაჭრობაზე, როცა მყიდველთაგან არ მოითხოვება რაიმე პირობის შესრულება. აუქციონი შეიძლება ჩატარდეს ტენდერის და ღია ვაჭრობების სახით;

  კომერციული კონკურსი, იგი აუქციონისაგან განსხვავებით მყიდველთაგან მოითხოვს რაიმე პირობის შესრულებას. მაგალითად, საწარმოს პროფილის შენარჩუნებას, სამუშაო ადგილების შენარჩუნებას; სოციალური სფეროს ობიექტების დაფინანსებას, ინვესტიციების აუცილებელ ოდენობას;

  საინვესტიციო ვაჭრობები – სახელმწიფო და მუნიციპალური საწარმოების აქციების პაკეტის გაყიდვა, როცა მყიდველთაგან მოითხოვება საინვესტიციო პროგრამების განხორციელება.

ემიტენტი ვალდებულია დაასრულოს გამოშვებული საემისიო ფასიანი ქაღალდების განთავსება სახელმწიფო რეგისტრაციიდან არა უგვიანეს ერთი წლისა.

ემიტენტს შეუძლია განათავსოს საემისიო ფასიანი ქაღალდების იმაზე მცირე ოდენობა, რაც მითითებულია გადაწყვეტილებაში საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ (დამატებითი გამოშვება), განთავსებული ფასიანი ქაღალდების ფაქტიური რაოდენობა მითითებულია ანგარიშში გამოშვების შესახებ, რაც წარმოდგენილია რეგისტრაციაზე. განუთავსებელი ფასიანი ქაღალდების წილი ფასიანი ქაღალდების საერთო რიცხოვნობაში, რაც მითითებულია გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილებაში, რომლის მიხედვითაც ემისია არ ითვლება შემდგარად, დგინდება აღმასრულებელი ხელისუფლების ორგანოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიხედვით.

ᲡᲐᲔᲛᲘᲡᲘᲝ ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲔᲑᲘᲡ ᲒᲐᲛᲝᲨᲕᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲡᲐᲮᲔᲑ ᲐᲜᲒᲐᲠᲘᲨᲘᲡ ᲠᲔᲒᲘᲡᲢᲠᲐᲪᲘᲐ

მერვე ეტაპი — ფასიანი ქაღალდების განთავსების დასრულებიდან არა უგვიანეს 30 დღისა

ემიტენტი ვალდებულია წარადგინოს ანგარიში საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შედეგების შესახებ სარეგისტრაციო ორგანოში.

საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შედეგების შესახებ ანგარიში უნდა შეიცავდეს შემდეგ ინფორმაციას.

1. ფასიანი ქაღალდების განთავსების დასწყისისა და დასრულების თარიღი;
2. ფასიანი ქაღალდების განთავსების ფაქტიური ფასი (ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით მოცემული გამოშვების ფარგლებში);
3. განთავსებული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა;
4. შემოსულობათა საერთო ოდენობა განთავსებულ ფასიან ქაღალდებზე, მათ შორის:

- ფულადი სახსრების ოდენობა ლარებში, რაც შეტანილია განთავსებული ფასიანი ქაღალდების ანაზღაურებისათვის;
- უცხოური ვალუტის ოდენობა, რაც შეტანილია განთავსებული ფასიანი ქაღალდების ანაზღაურებაზე, გამოხატული ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი ვალუტის კურსით შეტანის მომენტში;
- შემოსულობათა საერთო ოდენობა განთავსებული ფასიანი ქაღალდების მიხედვით ლარებში და უცხოურ ვალუტაში.

აქციებისათვის საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ ანგარიშში დამატებით მიეთითება მფლობელების სია, რომლებიც ფლობენ საემისიო ფასიანი ქაღალდების პაკეტს, რომლის სიდიდე განისაზღვრება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიხედვით აღმასრულებელი ხელისუფლების მიერ. ერთდროულად საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ სარეგისტრაციო ორგანოში წარედგინება განაცხადი მისი რეგისტრაციის შესახებ და დოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ ემიტენტის მიერ მოთხოვნების დაცვას, რაც დაწესებულია კანონმდებლობით. ეს კანონმდებლობა განსაზღვრავს ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესსა და პირობებს, ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შედეგების შესახებ ანგარიშს, ინფორმაციის გახსნას და სხვა მოთხოვნებს, რომელთა დაცვა აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების განთავსების დროს. ასეთი დოკუმენტების ამომწურავი ჩამონათვალი განისაზღვრება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ აღმასრულებელი ხელისუფლების ნორმატიული სამართლებრივი აქტებით.

რეგისტრაციის ორგანო განიხილავს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების (დამატებითი გამოშვების) შესახებ შედეგების ანგარიშს ორკვირიან ვადაში და დარღვევების არარსებობის შემთხვევაში ახდენს მის რეგისტრაციას.

სახელმწიფო და მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროცედურა. მათი განთავსების პირობები და მი მოქცევა რეგულირდება შესაბამისი კანონებით.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროცედურა საკმაოდ რთულია საქართველოს კორპორაციებისათვის და აქვს ნეგატიური მხარეებიც. მათგან მთავარი დაკავშირებულია ემიტენტის დიდ ხარჯებთან ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გასვლასთან დაკავშირებით. ესაა ასევე გადასახადი ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე და დამატებითი ხარჯები, რაც დაკავშირებულია ფინანსური კონსულტანტების მომსახურებასთან და ემიტენტების შესახებ ინფორმაციის გახსნასთან.

ფინანსური კონსულტანტების ინსტიტუტი, შემოღებულია ფასიანი ქაღალდების შესახებ ბაზრის კანონის თანახმად, თითქოსდა კეთილშობილური მიზნით, გაიზარდოს ემიტენტების გამჭვირვალობა. სინამდვილეში ამან გამოიწვია ბაზრის მონოპოლიზაცია ცალკეული პროფესიონალი მონაწილის მიერ და მკვეთრად გაზარდა ხარჯები კორპორაციებისათვის ბაზარზე გასასვლელად. სამწუხაროდ, იგივე შეიძლება ითქვას ინფორმაციის გახსნის სისტემაზეც. ერთის მხრივ, ამ სისტემამ გააფართოვა ინვესტორების შესაძლებლობები სარწმუნო და სწორი ინფორმაციის მისაღებად, ხოლო მეორეს მხრივ, ამან გამოიწვია ემიტენტისათვის ამ ხარჯების ზრდა. ემისიის პროცედურის ხელსაყრელად დასრულება ნიშნავს, რომ ფასიანი ქაღალდები შემოდიან ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მათი შემდგომი მიმოქცევისათვის.

17.4. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა

ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ეს არის სამოქალაქო-სამართლებრივი გარიგებების დადება, რომლის შედეგადაც საკუთრების უფლება ფასიან ქაღალდებზე იცვლება. ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების გადაცემა და ფასიანი ქაღალდებით მინიჭებული უფლებების რეალიზაცია განისაზღვრება „ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის" თანახმად.

მნიშვნელოვანი მომენტი ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაში არის საემისიო ფასიან ქაღალდებზე უფლებათა გადასვლის ფიქსაცია მისი ერთი მფლობელიდან მეორეზე. უფლებათა გადასვლის წესი ფასიან ქაღალდებზე სამოქალაქო-უფლებრივი გარიგებების დადების შედეგად დამოკიდებულია ფასიანი ქაღალდების ფლობის წესზე (სახელობითი თუ წარმომდგენზე) და არსებობის ფორმაზე (დოკუმენტალური თუ არადოკუმენტალური).

საემისიო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დოკუმენტალური ფორმის მფლობელების უფლება დასტურდება სერტიფიკატებით (თუ კი სერტიფიკატები არის მფლობელებთან) ანდა სერტიფიკატებით და ჩანაწერებით დეპო ანგარიშზე დეპოზიტარებში (თუ კი სერტიფიკატები გადაცემულია შესანახად დეპოზიტარებზე).

მფლობელების უფლება საემისიო ფასიან ქაღალდებზე გამოშვების არადოკუმენტალური ფორმის დროს დასტურდება რეესტრის წარმოების სისტემაში – რეესტრის მფლობელის პირად ანგარიშებში ჩანაწერებით, ხოლო ფასიან ქაღალდებზე უფლებების აღრიცხვისას დეპოზიტარებში – ჩანაწერებით „დეპო" ანგარიშებზე დეპოზიტარებზე.

უფლება წარმომდგენელ დოკუმენტალურ ფასიან ქაღალდის შემძენზე გადადის როცა:

- მისი სერტიფიკატი ინახება მფლობელთან – ამ სერტიფიკატის შემძენზე გადაცემის მომენტში;
- სერტიფიკატის შენახვისას ანდა დეპოზიტარში აღრიცხვის უფლების შემთხვევაში, შემძენის დეპო ანგარშზე ფასიანი ქაღალდის ჩანაწერის შეტანით.
  სახელობით დოკუმენტგარეშე ფასიან ქაღალდზე უფლება გადადის მყიდველზე მისი უფლებების გათვალისწინების შემთხვევაში ფასიან ქაღალდზე:
  რეესტრის წარმოების სისტემაში – შემძენის პირად ანგარიშზე შემოსვლის ჩანაწერის გაკეთების მომენტიდან;
- დეპოზიტართან – შემოსვლის ჩანაწერის გაკეთების მომენტიდან შემძენის დეპო ანგარიშზე.

უფლება, რომელიც განმტკიცებულია საემისიო ფასიანი ქაღალდით, გადადის მის შემძენზე ამ ფასიან ქაღალდზე უფლების გადაცემის მომენტიდან.

ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და ბრუნვა ხორციელდება სახელმწიფოს მხრიდან მკაცრი კონტროლის ქვეშ. ფინანსთა სამინისტრო აწარმოებს „ფასიანი ქაღალდების ერთიან სახელმწიფო რეესტრს" და რეგულარულად აქვეყნებს სიებს ახლად დარეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ სახელმწიფო რეგულირება ხორციელდება ემიტენტების საქმიანობის გამოვლენის მიზნით, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილეებისა და მათი სტანდარტების მიმართ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე უკანონო საქმიანობის აკრძალვებისა და აღკვეთების მიზნით ქვეყნის სახელმწიფო ბიუჯეტში კონკრეტული წელილის შეტანის მიზნით.

17.5. ფასიანი ქაღალდების ცალკეულ სახეობათა დახასიათება

შეეჩერდეთ უფრო დაწვრილებით ეკონომიკაში ყველაზე ფართოდ გამოყენებულ ფასიან ქაღალდებზე.

აქცია

აქცია – ეს არის საემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც განამტკიცებს მისი მფლობელის (აქციონერის) უფლებას მიიღოს სააქციო საზოგადოების მოგების ნაწილი დივიდენდების სახით, მონაწილეობა მიიღოს სააქციო საზოგადოების და მისი ქონების წილის მართვაში. აქციების გამოშვების უფლება აქვთ მხოლოდ სააქციო საზოგადოებებს. შემოსავალი აქციაზე, რომელიც ყალიბდება სააქციო საზოგადოების (ან სხვა ემიტენტის) მოგების ხარჯზე, რომელიც უშვებს აქციებს, არის დივიდენდი.

განმარტებიდან ირკვევა, რომ აქცია იძლევა:

- **ხმის უფლებას.** დაბანდებული კაპიტალის სანაცვლოდ აქციონერს შესაძლებლობა აქვს მონაწილეობა მიიღოს სააქციო საზოგადოების მართვაში აქციონერთა კრების მეშვეობით. ამის გარდა, აქციონერი შეიძლება არჩეული იქნას სააქციო საზოგადოების მართვის ორგანოში, შეიდეს დირექტორთა საბჭოში მაგრამ ხმის უფლებით სარგებლობს მხოლოდ ჩვეულებრივი აქციის მფლობელი;

  უფლებას შემოსავალზე. ე.ი. წმინდა მოგების ნაწილის მიღება მისი წილის პროპორციულად საწესდებო კაპიტალში დივიდენდის სახით. როგორც წესი, დივიდენდის სიდიდე არ არის მუდმივი, იგი დამოკიდებულია სააქციო საზოგადოების მოგების სიდიდეზე, თუ ჩვეულებრივ აქციას ფლობს ინვესტორი და დირექტორთა საბჭოს გადაწყვეტილებებზე გადაიხადონ დივიდენდები პრივილეგირებული აქციის მფლობელი ფიქსირებულ დივიდენდს ღებულობს სისტემატიურად, თუ აქცია „არაკუმულაციური" ტიპის არ არის;

- **უფლებას კაპიტალის მატებაზე,** რომელიც დაკავშირებულია ბაზარზე აქციების ფასების ზრდაზე;

  უფლებას დამატებით შეღავათებზე, რომელსაც სააქციო საზოგადოებები აძლევენ თავიანთ აქციონერებს ფასდაკლების სახით სააქციო საზოგადოების პროდუქციის შეძენისას, ანდა მომსახურებით სარგებლობისას (შეღავათიანი ფასები სასტუმროში ცხოურებაზე, შეღავათიანი მგზავრობა და ა.შ.);

  უფლებას ახალი გამოშვების აქციების უპირატეს შეძენაზე (პირველი რიგის ინვესტორი სარგებლობს უპირატესი შეძენის უფლებით, ანუ ემისიის პროსპექტის შედგენისას, ვინც გააფორმა კონტრაქტი გამოსაშვები აქციების 25%-ის შეძენაზე);

  უფლებას სააქციო საზოგადოების ქონების ნაწილზე, რაც რჩება მისი ლიკვიდაციისას ყველა კრედიტორებთან ანგარიშსწორების შემდეგ. ამ უფლებით სარგებლობს მხოლოდ პრივილეგირებული აქციის მფლობელი.

აქციის დამახასიათებელი თვისებები

აქცია, როგორც ფასიანი ქაღალდი, ფლობს რამდენიმე თვისებას, რომელიც მხოლოდ მისთვისაა დამახასიათებელი. ესენია:

- აქცია – ეს არის საკუთრების ტიტული, ე.ი. აქციის მფლობელი არის სააქციო საზოგადოების მესაკუთრე;

  აქციას არა აქვს მიმოქცევის ვადა, ე.ი. უვადოა იგი შეზღუდულია სააქციო საზოგადოების არსებობის ვადით;

აქციები შეიძლება დაიყოს და კონსოლიდირებული იქნას. დაყოფისას აქციების რაოდენობა იზრდება (ერთი აქცია გარდაიქმნება რამდენიმედ), მათი ნომინალური ღირებულება მცირდება საწესდებო კაპიტალის საწყისი სიდიდე კი უცვლელია. კონსოლიდაციისას აქციების რიცხვი მცირდება, ნომინალური ღირებულება იზრდება, ხოლო საწესდებო კაპიტალის სიდიდე არ იცვლება;

აქციისათვის დამახასიათებელია შეზღუდული პასუხისმგებლობა, ვინაიდან აქციონერი პასუხისმგებელი არაა თვითონ სააქციო საზოგადოების ვალდებულებებზე;

აქციებისათვის დამახასიათებელია განუყოფადობა, ე.ი. აქციების ერთობლივი ფლობა არ არის დაკავშირებული მესაკუთრეებს შორის უფლებების დაყოფასთან. ისინი ერთად გამოდიან როგორც ერთი პირი;

აქციების მფლობელს უფლება აქვს ამოიღოს თავისი წილი სააქციო საზოგადოების საერთო კაპიტალიდან, გაყიდოს და გააჩუქოს აქციები კანონმდებლობის შესაბამისად.

ფინანსური რესურსების მოზიდვის პრაქტიკამ სააქციო საზოგადოებაში გამოიმუშავა აქციების სხვადასხვა სახეები, რომლებიც აკმაყოფილებენ ინვესტორების სხვადასხვა მოთხოვნას. აქციები ერთიმეორისაგან განსხვავდებიან ემიტენტზე დამოკიდებულებით, აქციონერის უფლებათა რეგისტრაციის წესით, საინვესტიციო ხარისხით და ა.შ. (ნახ. 17.2.).

ᲙᲚᲐᲡᲘᲤᲘᲙᲐᲪᲘᲘᲡ ᲜᲘᲨᲜᲔᲑᲘ	ᲐᲥᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲔᲑᲘ
1. აქციონერის უფლების რეალიზაციის მიხედვით	ჩვეულებრივი პრივილეგირებული
2. გაჩერცელების მიხედვით	შრომითი კოლექტივების აქციები საწარმოთა აქციები სააქციო საზოგადოების აქციები
3. აქციების მიმოქცევაში გაშვების სტადიისა და მისი გადახდის (ანაზღაურება) მიხედვით	გაცხადებული საჯარო, დახურული (კანონით) განთავსებული ანაზღაურებული
4. გამოშვების ფორმის მიხედვით	დოკუმენტალური (საბლანკო) მატერიალიზებული დოკუმენტების გარეშე (ბლანკის გარეშე) არამატერიალიზირებული
5. საინვესტიციო ხარისხის მიხედვით	მაღალი ხარისხის საშუალო ხარისხის დაბალი ხარისხის
6. ემიტენტის მიხედვით	კორპორაციული საბირჟო საბანკო
7. კონვერტირებადობის მიხედვით	კონვერტირებადი (მიმოქცევადი) არაკონვერტირებადი (არამიმოქცევადი)
8. ბირჟაზე ვაჭრობის შესაძლებლობის მიხედვით	დარეგისტრირებული (კოტირებადი) არარეგისტრირებული
9. მიმოქცევის ხასიათის მიხედვით	ვანკულირებული თავისუფლად მიმოქცევადი
10. სახელმწიფო კონტროლის მიხედვით	ოქროს აქცია

ნახ. 17.2. აქციების კლასიფიკაცია

სუბიექტების მიხედვით, რომელთა შორის ერცელდება აქციები განასხვავებენ: შრომითი კოლექტივების აქციებს, საწარმოს აქციებს, სააქციო საზოგადოებების აქციებს.

1. აქციების სახეები აქციონერის უფლების რეალიზაციის ხერხების მიხედვით

აქციონერის უფლების რეალიზაციის ხერხის მიხედვით სააქციო საზოგადოების აქციები შეიძლება იყოს ჩვეულებრივი და პრივილეგირებული. ჩვეულებრივი აქციები მონაწილეობის მიღების უფლებას იძლევა სააქციო საზოგადოების მართვაში. (1 აქცია – 1 ხმა აქციონერთა სხდომაზე საკითხის გადაწყვეტისას).

ჩვეულებრივი აქციების წილი, რომელიც ერთი მფლობელის ხელშია და მას საშუალებას აძლევს განახორციელოს ფაქტიური კონტროლი სააქციო საზოგადოებაზე, ჰქვია სააქციო საზოგადოების საკონტროლო პაკეტი. თეორიულად პაკეტი უნდა შეადგენდეს მთელი გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების საერთო ოდენობის 50% პლუს 1 აქცია. პრაქტიკულად – დივიდენდები ამ აქციებზე გადაიხდება პრივილეგირებულ აქციებზე დივიდენდების გადახდის შემდეგ, მაგრამ განვითარებულ ქვეყნებში ხშირად ჩვეულებრივ აქციებზე უფრო მეტი დივიდენდი გაიცემოდა მსოფლიო ფინანსურ კრიზისამდე, ვიდრე პრივილეგირებულ აქციებზე.

პრივილეგირებული აქციები მის მფლობელს არ აძლევს ხმის უფლებას აქციონერთა კრებაზე (გამონაკლისს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოების რეორგანიზაციისა და ლიკვიდაციის საკითხი). მაგრამ მოაქვთ მუდმივი (ფიქსირებული) შემოსავლები, რომელთა სიდიდე დგინდება და მტკიცდება აქციების გამოშვებისას. ამ აქციებს აქვს უპირატესობა ჩვეულებრივ აქციებთან შედარებით მოგების განაწილებისას და საზოგადოების ლიკვიდაციისას. როცა მოგება საკმარისი არ არის პრივილეგირებულ აქციებზე დივიდენდების გადასახდელად, მაშინ იგი იფარება საზოგადოების სარეზერვო ფონდიდან, ხოლო როცა სახსრები საკმარისი არ არის ჩვეულებრივ აქციებზე დივიდენდების დასაფარავად, მაშინ იგი არ გადაიხდება, პრივილეგირებული აქციები შეიძლება გამოშვებული იქნას კონვერტირებადი აქციების სახით, ე.ი. აქციების სახით, რომლებიც შეიძლება გაიცვალოს მფლობელის სურვილის მიხედვით იგივე ემიტენტის ჩვეულებრივ აქციებზე.

დივიდენდების გადახდის ხასიათის მიხედვით პრივილეგირებული აქციების სხვადასხვა სახე არსებობს:

- ფიქსირებული შემოსავლით;
  ცვლადი შემოსავლით;
- მოგებაში მონაწილეობით დადგენილი დივიდენდების ზევით;
  გარანტირებულები;
  კუმულაციურები (ამ აქციების მიხედვით გადაუხდელი დივიდენდი გროვდება და გადაიხდება შემდგომში);
- არაკუმულაციური.

ფლობის წესის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდები შეიძლება იყოს სახელობითი და წარმომდგენზე. საქართველოს კანონების „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ თანახმად და კანონის „სააქციო საზოგადოებების შესახებ“, აქციები შეიძლება იყოს სახელობითი და წარმომდგენზე ფასიანი ქაღალდები. **სახელობითი აქცია** ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომლის მფლობელის სახელი მითითებულია მის ბლანკზე ანდა მესაკუთრეთა რეესტრში. იგი შეიძლება გადაეცეს მეორე პირს ცესიის მეშვეობით. ოღონდ მხოლოდ ნოტარიული გაფორმების გზით ანდა საბროკერო კანტორის მიერ, ბანკების მიერ. სახელობითი აქციების მფლობელები რეგისტრირდებიან აქციათა დამოუკიდებელ რეგისტრაციაში. წარმომდგენზე აქციის სერთიფიკატში აქციონერის ვინაობა არ არის ფიქსირებული და მისი რეალიზაციაც და რეგისტრაციაც უფრო გამარტივებულია, ვიდრე სახელობითი აქციის.

2. აქციების გავრცელების მიხედვით

შრომითი კოლექტივების აქციები ერცელდება მხოლოდ მოცემული საწარმოს მუშაკებს შორის.

საწარმოს აქციები ვრცელდება სხვა იურიდიულ პირებს შორისაც. იგი უფლებას არ აძლევს მის მფლობელებს მონაწილეობა მიიღონ საწარმოს მართვაში და არის მხოლოდ დამატებითი ფინანსური რესურსების მობილიზაციის საშუალება. სააქციო საზოგადოების აქციები ვრცელდება ყოფილ აქციონერებს შორის ე.ი. მოცემული საზოგადოების თანამფლობელებს შორის.

3. აქციები მიმოქცევაში გაშვების სტადიების მიხედვით

მიმოქცევაში გაშვების სტადიების და მათი გადახდის მიხედვით განასხვავებენ აქციების შემდეგ სახეებს: გაცხადებული, განთავსებული და ანაზღაურებული. **გაცხადებული აქციები** – ეს არის აქციების შესაბამისი ტიპის ზღვრული ოდენობა, რომელიც შეიძლება გამოშვებული იქნას საწარმოების მიერ დამატებით უკვე განთავსებულ აქციებთან. გამოცხადებული აქციების რაოდენობა არ არის დაკავშირებული საწესდებო კაპიტალის სიდიდესთან და შეიძლება იყოს მის სიდიდეზე მეტი ან ნაკლები. ეს რაოდენობა ფიქსირდება სააქციო საზოგადოების წესდებაში ან მიიღება აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებით ხმათა უმრავლესობით. **აქციების განთავსება,** ანუ **განთავსებული აქციები** ეს არის აქციონერების მიერ შესყიდული აქციები. **ანაზღაურებული აქციები** ესაა აქციები, რომელთა მიხედვით მათი მფლობელი ახდენს 100%-იან გადახდას და სახსრები ირიცხება სააქციო საზოგადოების ანგარიშზე. ყველა განთავსებული აქცია გამოსყიდული არ არის. ვინაიდან შეიძლება გათვალისწინებული იქნეს აქციების გადახდა გადავადებით საზოგადოების აქციების არანაკლებ 50%-ი, რომელიც განაწილებულია მისი დაარსებისას, გადახდილი უნდა იქნას სამი თვის განმავლობაში საზოგადოების სახელმწიფო რეგისტრაციიდან, ხოლო დარჩენილი ნაწილი რეგისტრაციიდან ერთი წლის განმავლობაში.

გამოშვების ფორმების მიხედვით აქციები შეიძლება იყოს: **დოკუმენტალური** (საბლანკო, განცალკევებული დოკუმენტების სახით) და **არადოკუმენტალური** (უბლანკო ანდა სახეზე არ არსებული, ანუ არსებობენ ჩანაწერების სახით პირად ანგარიშებზე რეესტრის მწარმოებლებთან ანდა დეპო ანგარიშებზე დეპოზიტარებთან). გადაწყვეტილებას გამოშვების ფორმის შესახებ ღებულობს ემიტენტი. თანამედროვე პირობებში ყველაზე იშვიათად გამოდის დოკუმენტალური ფორმის აქციები, ყველაზე ხშირად ეს ფორმა იცვლება შესაბამისი მონაცემების ჩაწერით კომპიუტერის მეხსიერებაში, ხოლო აქციონერებს ხელზე მიეცემათ აქციების სერტიფიკატები. აქციების სერტიფიკატი ეს არის დოკუმენტი, რომელიც გამოშვებულია ემიტენტის მიერ და რომელიც ადასტურებს ფლობის ფაქტს მასში დასახელებულ პირზე მოცემული საარქიო საზოგადოების განსაზღვრული ოდენობის აქციების მიხედვით. (სერტიფიკატი ადასტურებს უფლებათა ერთობლიობას სერტიფიკატზე მითითებული აქციების რაოდენობის მიხედვით). აქციების მფლობელს უფლება აქვს მოითხოვოს ემიტენტისაგან მისი ვალდებულებების შესრულება ასეთი სერტიფიკატის საფუძველზე. სერტიფიკატის გადაცემა ერთი პირიდან მეორეზე ნიშნავს გარიგების დადებას, ხოლო აქციებზე საკუთრების უფლების გადაცემა, ხორციელდება მხოლოდ დადგენილი წესით ოპერაციის რეგისტრაციის შემთხვევაში.

კონვერსიის შესაძლებლობების მიხედვით აქციები შეიძლება იყოს კონვერტირებადი და არაკონვერტირებადი. კონვერტირებადი აქციები იცვლება შესაბამისი პროპორციით სხვა ფასიან ქაღალდებზე. კონვერტაცია შეიძლება მოხდეს შემდეგი წესებით:

- სხვა ფასიან ქაღალდებზე;
- მაღალი ნომინალური ღირებულების აქციებისა დაბალი ნომინალური ღირებულების აქციებზე და პირიქით, დიდი უფლებების მქონე აქციებისა მცირე უფლებების მქონე აქციებზე;
- აქციებიდან აქციებზე კონსოლიდაციისა და მათი დაყოფის შემთხვევაში.

კონვერტაციის კურსი დგინდება ასეთი აქციების გამოშვების მომენტში. **არაკონვერტირებად** აქციებს ასეთი შესაძლებლობა არა აქვთ. ასე მაგ.: კანონის „სააქციო საზოგადოებების შესახებ“ და შესაბამისად, პრივილეგირებულ აქციების კონვერტაცია ჩვეულებრივ აქციებზე და სხვა ტიპის პრივილეგირებული

აქციებზე დასაშვებია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა ეს გათვალისწინებულია საზოგადოების წესდებით ანდა მისი რეორგანიზაციისას. ჩვეულებრივი აქციების კონვერტაცია პრიორიტეტულ აქციებზე, ობლიგაციებზე და სხვა ფასიან ქაღალდებზე დაუშვებელია.

ბირჟაზე მიმოქცევის შესაძლებლობების მიხედვით აქციები იყოფა რეგისტრირებულ და არარეგისტრირებულ აქციებად. რეგისტრირებული – ესაა აქციები, რომლებიც კოტირდებიან ბირჟაზე. **არარეგისტრირებულია** აქციები, რომლებიც არ დაიშვებიან ბირჟაზე მიმოქცევაში. ბირჟის ყაჭრობაში მონაწილე ყველა აქცია გაიცლის ყაჭრობაზე დაშვების პროცედურას, — ეგრეთ წოდებულ, ლისტინგის პროცედურას, რომლის მიზანია – აქციების ჩართვა ბირჟის კოტირების სიაში.

პრივატიზაციისას სახელმწიფო საწარმოებს შეუძლიათ გამოუშვან ე.წ. „ოქროს აქციები“, რომლებიც თავიანთ მფლობელებს აძლევენ „ვეტოს“ უფლებას შეძენიდან სამი წლის განმავლობაში აქციონერთა კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღებისას. ეს ხდება მაშინ როცა:

- შედის დამატებები და შესწორებები სააქციო საზოგადოების წესდებაში;
- მისი რეორგანიზაციის ან ლიკვიდაციისას;

  სხვა საწარმოებში მისი მონაწილეობისას;
- არენდით ანდა გირაოში გადაცემისას, ქონების სხვა წესით გაყიდვის ანდა გასხვისებისას.

აქციები შეიძლება იყოს თავისუფლად მიმოქცევადი და შეზღუდულად მიმოქცევადი. შეზღუდულად მიმოქცევად აქციებს მიეკუთვნება ე.წ. ჯანკულირებული აქციები – ესაა აქციები, რომელთა გასხვისება შეიძლება მხოლოდ ემიტენტის თანხმობის შემთხვევაში.

აქციები საინვესტიციო მიმზიდველობის თვალსაზრისით

საინვესტიციო მიმზიდველობის თვალსაზრისით განასხვავებენ შემდეგი სახის აქციებს:

1. **ციკლური აქციები** – ესაა აქციები, რომელთა კურსი იზრდება ეკონომიკის აღმავლობისას და ეცემა მისი დაცემისას;
2. **ზრდის აქციები** ესაა აქციები, რომელთა კურსს აქვთ საერთოდ ზრდისადმი ტენდენცია;
3. **დაცემის აქციები** – ესაა აქციები, რომელთა კურსს აქვთ შემცირების ტენდენცია;
4. **სპეკულაციური აქციები** – ესაა კომპანიის აქციები, რომლის შესახებ ინფორმაცია არ არის, ამიტომ ისინი წარმოადგენენ რისკს ინვესტორთათვის.

იმისათვის, რომ შეგვეძინა საერთო შეხედულება აქციების საინვესტიციო მიმზიდველობის შესახებ, უნდა ვიცნობდეთ შემდეგ მაჩვენებლებს;

- აქციების გამოსყიდვის ვადა, იზომება წლებში და განისაზღვრება როგორც დამოკიდებულება აქციების მიმდინარე ფასსა და ერთ აქციაზე წმინდა მოგებას შორის;

  აქციის მიმდინარე ფასის შეფარდება მის საბალანსო ღირებულებასთან. თუ კი ეს მაჩვენებელი ძალზე დიდია, ეს ნიშნავს ბაზარზე აქციის კურსის ზედმეტად შეფასებას. ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობა 1,25-1,3-ის დონეზე, არის ის ზღვარი, რომლის ზევითაც, როგორც წესი, იწყება აქციების ფასის სპეკულაციური ზრდა;

  მოგების სიდიდე ერთ აქციაზე განისაზღვრება საწარმოს გამოცხადებული მოგების გაყოფით აქციების საერთო რიცხვზე;

  საკურსო ღირებულება – სიდიდე, რომელიც გვიჩვენებს, თუ რამდენჯერაა მაღალი აქციის მიმდინარე ფასი (ფასი, რომლის მიხედვით შეიძლება მისი შეძენა ბაზარზე ახლა) მის ნომინალურ ფასზე.

აქციებზე მოთხოვნისა და მიწოდების ანალიზისათვის გამოიყენება მაჩვენებელი – სპრედის აბსოლუტური სიდიდე და რენდიტი. **სპრედი** — ეს არის სხვაობა მიწოდების მინიმალურ ფასსა და მოთხოვნის მაქსიმალურ ფასს შორის. ყველაზე ლიკვიდურად ითვლება ფასიანი ქაღალდები,

რომელთათვის სარედის შეფარდება მოთხოვნის მაქსიმალურ ფასთან უმცირესია (0-დან 3%-მდე), **რენდიტი** – ეს არის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის შეფარდებითი მაჩვენებელი. აქციის რენდიტი გაითვლება როგორც პროცენტული თანაფარდობა გაღახდილ დივიდენდსა და აქციის საბაზრო კურსს შორის. რაც უფრო დიდია რენდიტის ოდენობა, მით უფრო შემოსავლიანია აქცია.

აქციები წარმოადგენენ ყველაზე გავრცელებულ ფასიანი ქაღალდების სახეს. აქციონერების დიდი რიცხვი ქვეყანაში ხელს უწყობს წარმოების საშუალებათა მესაკუთრეების ფართო წრის წარმოშობას. აქციების მეშვეობით ხორციელდება როგორც თვით საკუთრების გადაადგილდება, ასევე კონტროლი მასზე. ამაუდროულად ადგილი აქვს კაპიტალის კონცენტრაციას.

ᲝᲑᲚᲘᲒᲐᲪᲘᲐ

ობლიგაცია – ეს არის საემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც განამტკიცებს მისი მფლობელის უფლებას ობლიგაციის ემიტენტისაგან მიიღოს გათვალისწინებულ ვადაში მისი ნომინალური ღირებულება ანდა სხვა ქონებრივი ექვივალენტი. ობლიგაცია ასევე მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს მიიღოს ფიქსირებული პროცენტი მისი (ობლიგაციის) ნომინალური ღირებულებიდან ანდა სხვა ქონებრივი უფლება. შემოსავალი ობლიგაციიდან არის პროცენტი, ანუ დისკონტი.

ობლიგაცია გამოდის განსაზღვრული ვადით, დამატებითი ფინანსური რესურსების მოზიდვის მიზნით. აქციებისაგან განსხვავებით, ობლიგაცია არ იძლევა საქციო საზოგადოების მართვაში მონაწილეობის უფლებას, მისი მფლობელის მხრიდან, მაგრამ მას აქვს რიგი უპირატესობები. ობლიგაცია არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც:

1. გამოხატავს საკალო, სესხისმიერ დამოკიდებულებას ობლიგაციონერსა და ემიტენტს შორის;
2. მოაქვს გარანტირებული შემოსავალი;
3. თავისუფლად მიმოიქცევა საფონდო ბაზარზე ემიტენტის მიერ მისი საბოლოოდ დაფარვამდე და აქვს საკუთარი კურსი;
4. ფლობს ლიკვიდობის, საიმედოობის, შემოსავლიანობის და სხვა საინვესტიციო თვისებებს;
5. აქვს პრიორიტეტი აქციებთან შედარებით შემოსავლის მიღების კუთხით, შემოსავლის გადახდა ობლიგაციაზე ხდება პირველ რიგში აქციებზე დივიდენდების გადახდასთან შედარებით;
6. მეპატრონეს უფლებას აძლევს პირველ რიგში დააკმაყოფილოს მისი მოთხოვნები აქციონერებთან შედარებით საწარმოს ლიკვიდაციის დროს;
7. სახსრების ინვესტირება სახელმწიფო ობლიგაციებში იძლევა გარკვეულ საგადასახადო შეღავათებს.

ᲝᲑᲚᲘᲒᲐᲪᲘᲔᲑᲘ ᲡᲐᲙᲚᲐᲡᲘᲤᲘᲙᲐᲪᲘᲣᲠᲘ ᲜᲘᲨᲜᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲮᲔᲓᲕᲘᲗ

ემიტენტები უშვებენ სხვადასხვა ტიპისა და სახის ობლიგაციებს, იმისაგან დამოკიდებულებით, თუ რომელი საკვალიფიკაციო ნიშანი დაედება საფუძვლად დაჯგუფებას, შეიძლება გამოიყოს ობლიგაციების რამდენიმე სახე (ნახ. 17.3).

ობლიგაციის მფლობელის უფლებათა რეალიზაციის მიხედვით იგი შეიძლება იყოს სახელობითი და წარმომდგენზე. სახელობითი ობლიგაციის დროს ობლიგაციის მფლობელის სახელი შეიტანება ობლიგაციის ტექსტში და რეგისტრაციის წიგნში, რომელსაც აწარმოებს ემიტენტი. **წარმომდგენზე** ობლიგაციის შემთხვევაში მფლობელის უფლება დასტურდება ობლიგაციის უბრალო წარდგენისას.

უზრუნველყოფის წესის მიხედვით ობლიგაციები არის უზრუნველყოფილი და არაუზრუნველყოფილი. უზრუნველყოფილი ობლიგაციები გამოიშვება კონკრეტული ქონების გირაოს ქვეშ (მიწა, ფასიანი ქაღალდები, რომელიც ეკუთვნის ემიტენტს). **არაუზრუნველყოფილი** ობლიგაციები – ეს არის საკალო ვალდებულება, რომელიც არ არის უზრუნველყოფილი გირაოთი.

კონვერსიული პრივილეგიების არსებობის მიხედვით გამოყოფენ კონვერტირებად და არაკონვერტირებად ობლიგაციებს. კონვერტირებადი ობლიგაციები უფლებას აძლევს მფლობელს გაცვალოს იგი იგივე ემიტენტის ჩვეულებრივ აქციებზე. **არაკონვერტირებადი** ობლიგაციები ასეთ უფლებას არ იძლევიან.

კლასიფიკაციის ნიშნები	ობლიგაციის ნიშნები
1. ფლობის წესი	სახელობითი წარმომდგენზე
2. უზრუველყოფის წესი	უზრუნველყოფილი არაუზრუნველყოფილი
3. კონვერსიული პრივილეგია	კონვერტირებადი არაკონვერტირებადი
4. ემიტენტი	კორპორაციის ობლიგაციები სახელმწიფოს ობლიგაციები
5. გამოშვების მიზანი	ახალი საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება; ემიტენტების დავალიანების დაფინანსება; არასაწარმოო საქმიანობის დაფინანსება.
6. მიმოქცევის ვადა	ობლიგაცია დაფარვის დათქმული ვადით დაფარვის ფიქსირებული ვადის გარეშე
7. გამოშვების ფორმა	სახზე არსებული სახზე არარსებული
8. შემოსავლის გადახდის ფორმა	უპროცენტო (დისკონტური) პროცენტიანი (ცვლადი და ფიქსირებული განაკვეთით) მომგებიანი სესხის ობლიგაციები

ნახ. 17.3. ობლიგაციების კლასიფიკაცია

შემოსავლიანობის სახეების მიხედვით განასხვავებენ პროცენტიან, უპროცენტო ობლიგაციებს და ობლიგაციებს ნულოვანი კუპონით (მომგებიანი სესხის ობლიგაციები). **უპროცენტო** (დისკონტური) ობლიგაციები იყიდება დისკონტით ნომინალზე დაბალ ფასში. შემოსავალი **პროცენტიან** (კუპონურ) ობლიგაციებზე გადაიხდება ობლიგაციების კუპონების ანაზღაურებით. კუპონი ეს არის ობლიგაციურ სერტიფიკატის ნაწილი, რომელიც სერტიფიკატიდან გამოყოფისას აძლევს მფლობელს პროცენტის (შემოსავლის) მიღების უფლებას. პროცენტის სიდიდე და მისი გადახდის ვადა მითითებულია კუპონზე. ამიტომ კუპონი წარმოადგენს ობლიგაციის ძირითად მახასიათებელს. გადახდილი პროცენტი შეიძლება იყოს ფიქსირებული და მცურავი. შემოსავალი მომგებიანი სესხის ობლიგაციიდან წარმოდგენილია საქონლის ან მომსახურების სახით, რომლის გირაოს ქვეშ ისინი იყვნენ გამოშვებული.

მოქმედების ვადის მიხედვით ობლიგაციები შეიძლება იყოს გადახდის დათქმული ვადით და დაფარვის ფიქსირებული ვადის გარეშე. ობლიგაციები დათქმული გადახდის ვადით იყოფა მოკლევადიან — მოქმედების ვადა 1 წლამდე, საშუალოვადიანი — მოქმედების ვადა 5 წლამდე და გრძელვადიანი მოქმედების ვადა 5-დან 30 წლამდე ობლიგაციებად. ობლიგაციები გადახდის ფიქსირებული ვადის გარეშე იყოფა დაბრუნებადად – ობლიგაციები, რომელიც გამოშვებულია ემიტენტის მიერ ვადის დასრულებამდე, მფლობელისათვის პრემიის გადახდის ხელიდან გაშვებული მატერიალური შესაძლებლობებისათვის; ობლიგაციები მოქმედების ვადის გადიდებით – მფლობელს უფლება აქვს მოქმედების ვადის დასრულებამდე გაცვალოს იგი იგივე ღირებულების უფრო გრძელვადიან ობლიგაციებზე და უფრო მაღალი საპროცენტო გადახდებით; ობლიგაციები შეზღუდული მოქმედების ვადით – მფლობელს უფლება აქვს წარადგინოს თავისი ობლიგაცია გამოსყიდვაზე ნომინალური ღირებულებით სესხის ვადის დასრულებამდე.

ემიტენტზე დამოკიდებულებით განასხვავებენ კორპორაციულ და სახელმწიფო ობლიგაციებს.

სახელმწიფო ობლიგაციები შეიძლება იყოს ფინანსური სამმართველოს და მუნიციპალური ორგანოების მიერ ემიტირებული.

კორპორაციული ობლიგაციების ემისიის მიზანია დამატებითი ფინანსური რესურსების მოზიდვა. შიდა სახელმწიფო სესხის ობლიგაციები და მუნიციპალური სესხის ობლიგაციები გამოდის წარმომდგენზე. საწარმოთა ობლიგაციები არის როგორც სახელობითი, ასევე წარმომდგენზე.

ობლიგაციების საბაზრო მახასიათებლები

ობლიგაციას შემდეგი საბაზრო თვისებები ახასიათებს – ნომინალი, კურსი, პუნქტი, კუპონი, დისკონტი და ა.შ. გადახდა ობლიგაციების მიხედვით ხდება ნომინალურ ღირებულებაზე პროცენტების დარიცხვის გზით. ინვესტორმა ობლიგაციის ფლობისას წინასწარ იცის, რა ოდენობის ფულად თანხას მიიღებს იგი განსაზღვრულ დროს. ნომინალის სიდიდის ცოდნა ასევე საჭიროა იმისათვის, რომ განისაზღვროს ობლიგაციის მიმდინარე კურსი, თუ რამდენად მიმოიქცევა მოცემული ქაღალდი და კოტირდება პროცენტებში მის ნომინალურ ღირებულებასთან (ე.ი. იმ თანხასთან, რა მითითებულია ობლიგაციაზე). ობლიგაციის კურსი განისაზღვრება პროცენტებში ობლიგაციის საბაზრო ფასის გაყოფით ობლიგაციის ნომინალურ ფასზე.

საერთო შემოსავალი ობლიგაციიდან ყალიბდება შემდეგი ელემენტებისაგან:

1. პერიოდულად გადარიცხული პროცენტები. (კუპონური შემოსავალი);
2. ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება შესაბამის პერიოდში.
3. შემოსავალი მიღებული პროცენტების რეინვესტიცირების შედეგად.

არსებობს პრინციპული განსხვავება აქციებსა და ობლიგაციებს შორის: მათი განმასხვავებელი თავისებურებები ნაჩვენებია შემდეგ სქემაში (ნახ. 17.4).

ნიშნები	აქცია	ობლიგაცია
მიმოქცევის ვადა	უვადო	მიმოქცევის ვადა შეზღუდულია
სახსრების დაბანდების ფორმა	ნაწილობრივი	სავალო
შემოსავლების გადახდის თანმიმდევრობა	მეორე რიგში	პირველ რიგში
მართვაში მონაწილეობის უფლება	აქვს	არა აქვს
შემოსავლის ფორმა	დივიდენდები	პროცენტი (დისკონტი)

ნახ. 17.4. აქციებისა და ობლიგაციების განმასხვავებელი ნიშნები

თამასუქი

თამასუქი — ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს თამასუქის გამცემის უპირობო ფულად ვალდებულებას გადაუხადოს ვადის დადგომისას ფულის განსაზღვრული თანხა თამასუქის მფლობელს (თამასუქის შემნახველს). თამასუქი არსებობს უბრალო და გადასაყვანი.

თამასუქის არსებითი თავისებურებები

თამასუქს აქვს რიგი არსებითი თავისებურებები.

- **აბსტრაქტულობა,** ე.ი. არ არსებობს არანაირი ახსნა ფულადი ვადის წარმოშობასთან დაკავშირებით. ყალიბდება რა, როგორც გარკვეული გარიგების შედეგი, თამასუქი მისგან გამოცალკევდება და არსებობს როგორც დამოუკიდებელი დოკუმენტი, ხოლო დაპირება გადახდის შესახებ თამასუქის გამცემის მიერ გადაეცემა არა ერთ რომელიმე განსაზღვრულ პირს, არამედ ყველა მის კანონიერ მფლობელს;

- **უცილობლობა,** ანუ გადახდაზე ვალდებულება ზუსტად თამასუქის შესაბამისად;
  მიმოქცევადობა, ანუ თამასუქი გადამცემი ხელმოწერის საშუალებით შეიძლება მიმოიქცეს კლიენტთა შეუზღუდავ რაოდენობას შორის;
  მონეტარულობა, ე.ი. სათამასუქო ვალდებულების საგანი შეიძლება იყოს მხოლოდ ფული;
- **პროტესტის უფლება,** რომელიც თამასუქის მფლობელს უფლებას აძლევს იმ შემთხვევაში, როცა თამასუქის გამცემი არ იხდის თამასუქს, გამოხატოს პროტესტი, ე.ი. გადახდის ვადის ამოწურვის მეორე დღეს ოფიციალურად დაადასტუროს გადახდის უარის ფაქტი ნოტარიუსის კანტორაში გადამხდელის ადგილმდებარეობის მიხედვით. ამის შემდეგ თამასუქი წარედგინება საარბიტრაჟო სასამართლოს;
  სოლიდარული პასუხისმგებლობა, რომელიც იმაში მდგომარეობს, რომ თავისდროული პროტესტის შემთხვევაში თამასუქის მფლობელს უფლება აქვს წაუყენოს სარჩელი ყველა იმ პირს, ვინც დაკავშირებულია ამ თამასუქთან და ყოველ მათგანს მოსთხოვოს პასუხი.

თამასუქების კლასიფიკაცია

თამასუქების სახეები საკმაოდ მრავალფეროვანია და ერთი მეორისაგან განსხვავდებიან ემიტენტის, გადახდის ვადის, ფლობის წესით მიხედვით (ნახ. 17.5).

კლასიფიკაციის ნიშნები	თამასუქის სახეები
1. გადახდის განმახორციელებელი სუბიექტი	უბრალო გადასაყვანი
2. ემიტენტი	სახელმწიფო კერძო
3. ფლობის წესი	სახელობითი წარმომდგენზე (უსახელო)
4. შემოსავლის ფორმა	პროცენტული დისკონტური
5. ტერიტორია	ლოკალური ეროვნული საერთაშორისო
6. გადახდის ვადა	წარდგენისას წარდგენისას, მაგრამ არა უგვიანეს განსაზღვრული ვადისა წარდგენისას მაგრამ არა უადრეს განსაზღვრული თარიღისა განსაზღვრულ დღეს რამდენიმე დღის შემდეგ წარდგენიდან
7. გადახდის გარანტია	ავალირებული არაავალირებული
8. საკუთრების მიხედვით	გაცემული აღებული
9. გამოშვების ფორმის მიხედვით	ქაღალდის უქაღალდო
10. გადაცემის შესაძლებლობა	ინდოსირებული არაინდოსირებული

ნახ. 17.5. თამასუქების კლასიფიკაცია

იმისდა მიხედვით, თუ ვინ იხდის თამასუქზე მითითებულ თანხას, თამასუქი იყოფა უბრალო და გადასაყვან თამასუქად.

უბრალო (სოლო-თამასუქი) – ეს არის მოვალის ვალდებულება გადაუხადოს განსაზღვრული თანხა დადგენილ ვადაში ფულის მიმღებს ანდა ამ უკანასკნელის ბრძანებით ნებისმიერ სხვა პირს, რომელიც წარადგენს თამასუქს გადახდაზე. უბრალო თამასუქს გამოწერს თვითონ გადამხდელი (მოვალე). **გადასაყვანი** თამასუქი (ტრასატი) გამოიწერება და ხელი მოეწერება კრედიტორის (ტრასანტის) მიერ და წარმოადგენს კრედიტორის (ტრასანტის) ბრძანებას მოვალისადმი (ტრასატი) გადაუხადოს მითითებულ ვადაში ფულის განსაზღვრული თანხა მესამე პირს (რემიტენტს – თამასუქის პირველ მფლობელს) ანდა წარმომდგენს. გადასაყვანი თამასუქის მიხედვით მოვალე გადაიქცევა გადამხდელად.

ემიტენტის პრინციპის მიხედვით განასხვავებენ სახელმწიფო და კერძო თამასუქს. **სახელმწიფო** თამასუქი ეს არის საგალო ვალდებულება, რომელიც გამოშვებულია ქვეყნის ხელისუფლების მიერ ცენტრალური ბანკის და ფინანსთა სამინისტროს მიერ. მუნიციპალური თამასუქები გამოიშვება და ადგილობრივი ადმინისტრაციების მიერ. **კერძო** თამასუქებს მიეკუთვნება თამასუქები, რომლებიც ემიტირებულია კორპორაციების, საფინანსო ჯგუფების, კომერციული ბანკების მიერ. საბანკო თამასუქებს უშვებენ ბანკები (როგორც წესი, დისკონტით). კორპორატიული თამასუქები გამოიყენება საკრედიტო ვალდებულებების გასაფორმებლად და გამოიშვება სამეურნეო სუბიექტების მიერ.

ფლობის წესის მიხედვით განასხვავებენ **სახელობით** თამასუქებს და თამასუქებს **წარმომდგენზე**.

მიღებული შემოსავლის მიხედვით თამასუქები შეიძლება იყოს **დისკონტური** – გულისხმობს დისკონტს (სხვაობა თამასუქის შეძენის ფასსა და დაფარვის (ნომინალის) ფასს შორის); **პროცენტული** — გულისხმობს პროცენტის მიღებას.

ტერიტორიის მიხედვით, სადაც მიმოიქცევა თამასუქი, არსებობს **ლოკალური**, რომელიც შეიძლება მიმოიქცეოდეს მხოლოდ განსაზღვრულ ტერიტორიაზე, **ეროვნული**, რომელიც მიმოიქცევა მხოლოდ ქვეყნის ტერიტორიაზე და **საერთაშორისო**; შეიძლება ასევე გამოიყოს სამამულო და უცხოური თამასუქები.

გადახდის გარანტირებულობის მიხედვით თამასუქები იყოფა **აჟალირებულ** (გარანტირებულ) და **არაკვალირებულ** (გარანტიის გარეშე) თამასუქებად. გარანტირებული თამასუქები აღჭურვილია აღნიშნით სათამასუქო თავდებობით, ბანკის გარანტით და საკრედიტო დაწესებულების აჟალით.

საკუთრებასთან მიმართებაში თამასუქი შეიძლება იყოს **გაცემული** (საკუთარი) და **მიღებული** (სხვისი) თამასუქი.

სხვა პირზე გადაცემის შესაძლებლობის მიხედვით თამასუქი შეიძლება იყოს **ინდოსირებული და არაინდოსირებული**. თამასუქი ერთი პირიდან მეორეზე შეიძლება გადაცემული იქნას გადასაცემი წარწერით. ასეთ წარწერას **ქვია ინდოსამენტი**. იგი არ მოითხოვს ნოტარიალურ დამტკიცებას. ინდოსამენტის მეშვეობით თამასუქი შეიძლება ცირკულირებდეს განუსაზღვრელი ოდენობის პირებს შორის, ასრულებს რა ნაღდი ფულის ფუნქციებს. ინდოსამენტი შეიძლება იყოს სპეციალური და საბლანკო. სპეციალურ ინდოსამენტზე მითითებულია კონკრეტული პირი, რომელსაც გადაეცემა თამასუქი. საბლანკო – კი წარმომდგენზე, ფორმდება თამასუქის გამცემის ხელმოწერით. თამასუქს შეიძლება თან ერთოდეს დამატებითი ფურცელი – ალონჟი – გადასაცემი ხელმოწერებისათვის.

გამოშვების ფორმის მიხედვით თამასუქი შეიძლება იყოს **ქაღალდის და ქაღალდის გარეშე**. გირაოს არსებობის მიხედვით თამასუქებს ყოფენ **უზრუნველყოფილ და არაუზრუნველყოფილ** თამასუქებად. უზრუნველყოფილი თამასუქები გამოიყენება როგორც ვალდებულების შესრულების თავისდროულობისა და სიზუსტის უზრუნველყოფის საშუალება რომელიმე გარიგების მიხედვით. უზრუნველყოფილი თამასუქი არ არის გამიზნული შემდგომი ბრუნვისათვის. იგი ინახება სესხის ამღების დეპონირებულ ანგარიშზე და თუ კი გადახდა ხდება ვადაში, დაუყოვნებლივ იფარება, თუ არა – მაშინ ბანკი იღებს საკუთრების უფლებას თამასუქზე და წარუდგენს მას მოვალეს გადახდაზე.

გარიგების მომსახურების მიხედვით განასხვავებენ **სასაქონლო და ფინანსურ** თამასუქებს. სასაქონლო თამასუქს საფუძვლად უდევს სასაქონლო გარიგება, კომერციული კრედიტი, რომელსაც გამყიდველი

აძლევს მყიდველს საქონლის რეალიზაციისას, ამ დროს თამასუქი ერთის მხრივ, შეიძლება გამოყიდეს როგორც კრედიტის იარაღი, ხოლო მეორეს მხრივ, შეასრულოს საანგარიშსწორებო საშუალების ფუნქცია, რომელიც მრავალგზის გადადის ხელიდან ხელში ფინანსური თამასუქის საფუძველია რომელიმე ფინანსური ოპერაცია, რომელიც არ არის დაკავშირებული საქონლის ყიდვა-გაყიდვასთან.

განასხვავებენ ასევე **განაღდებულ და გაუნაღდებელ, გაპროტესტებულ და გაუპროტესტებელ ეროვნულ და სავალუტო** თამასუქებს. სავალუტო თამასუქი გამოიხატება უცხოურ ვალუტაში, რომელიც ჩვეულებრივ გამოიყენება გარიგებებში უცხოელ კონტრაგენტთან, მაგრამ შეიძლება გამოყენებული იქნას შიდა ბრუნვაში, როგორც თამასუქის ნომინალის გაუფასურების რისკის საწინააღმდეგო საშუალება.

არსებობენ ასევე აქცეპტირებული და დომიცილირებული თამასუქები. **აქცეპტირებული** – ესაა თამასუქები, რომელთაც აქვთ გადამხდელის ნებართვა მის გადახდაზე. ისინი ასეთები ხდებიან თამასუქის ტრასანტის აქცეპტის მომენტიდან, როცა ტრასანტი ხდება პირდაპირი მოვალე. **დომიცილირებული** თამასუქი – ესაა თამასუქი, რომელსაც აქვს დათქმა იმაზე, რომ იგი ექვემდებარება გადახდას მესამე პირის მიერ (დომიცილანტი) გადამხდელის საცხოვრებელი ადგილის, ანდა სხვა ადგილის მიხედვით. როგორც წესი, დომიცილიანტი ხდება გადამხდელის ბანკი.

სათამასუქო კანონმდებლობის მოთხოვნასთან შესაბამისობის მიხედვით შეიძლება გამოიყოს კლასიკური თამასუქები, რომლებიც შეესაბამებიან კანონმდებლობას და კვაზი თამასუქები.

თანამედროვე პირობებში ძირითადად ბაზარზე გამოდიან თამასუქები, რომელთაც უშვებენ ბანკები და საწარმოები როგორც საბრუნავი სახსრების დაფინანსების მოკლევადიან ინსტრუმენტებს.

დეპოზიტარი (შემნახველი) სერთიფიკატი

დეპოზიტური – (შემნახველი) სერთიფიკატი – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს ანაბრის თანხას. იგი შეტანილია ბანკში და მეანაბრის (სერტიფიკატის მფლობელის) უფლებას გარკვეულ დადგენილ ვადაში მიიღოს თანხა და მასზე გათვალისწინებული პროცენტები. თუ კი მეანაბრის როლში გამოდის იურიდიული პირი, მაშინ ფორმდება დეპოზიტური სერტიფიკატი, ხოლო ფიზიკური პირის შემთხვევაში – შემნახველი სერტიფიკატი.

დეპოზიტური სერტიფიკატი – ეს არის დოკუმენტი, რომლის მიხედვითაც მოთხოვნის უფლება ერთი პირიდან გადაეცემა მეორეს, რაც არის ბანკის ვალდებულება აქ განთავსებული დეპოზიტების გადახდაზე.

შემნახველი სერტიფიკატი — ეს არის დოკუმენტი, რომლის მიხედვითაც მოთხოვნის უფლება ერთი პირიდან გადაეცემა მეორეს, რაც არის ბანკის ვალდებულება აქ განთავსებული შემნახველი ანაბრების გადახდაზე.

შეიძლება გამოიყოს დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატების საერთო ნიშნები: ისინი ფასიანი ქაღალდებია, გამოიცემა მხოლოდ ბანკების მიერ; რეგულირდებიან საბანკო კანონმდებლობით; ყოველთვის გამოიშვებიან დოკუმენტური ფორმით; არიან მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდები (მათ მიხედვით მოთხოვნის უფლება შეიძლება დაეთმოს სხვა პირებს); არ შეიძლება გამოყენებულნი იქნან როგორც საანგარიშსწორებო და საგადასახადო საშუალება საქონელსა და მომსახურებაზე, გაიცემა და მიმოიქცევა მხოლოდ რეზიდენტებს შორის.

დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატები განსხვავდებიან მეანაბრეების, ანგარიშსწორების ფორმის, ნომინალის, დაფარვის ვადის მიხედვით. (ნახ. 17.6) დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატების გამოშვების უფლება მინიჭებული აქვთ მხოლოდ ბანკებს.

დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატები არის ვადიანი ფასიანი ქაღალდები. ე.ი. მათზე მითითებულია ანაბარის ამოღების ვადა. დეპოზიტური სერთიფიკატების მიმოქცევის ვადა განისაზღვრება ერთი წლით, შემნახველი სერთიფიკატებისათვის – არ შეიძლება აღემატებოდეს სამ წელს. თუ კი მათი დაფარვის ვადა გადაჭაღებულია, მაშინ ისინი ითვლებიან დოკუმენტებად მოთხოვნამდე და ბანკი. ვალდებულია იგი დაფაროს მფლობელის პირველი მოთხოვნისთანავე. დეპოზიტარულ და

შემნახველ სერტიფიკატებში მითითებულია ანაბარზე დარიცხული პროცენტების სიდიდე. შეიძლება გამოშვებული იქნას სერტიფიკატები სახსრების ვადამდე აღრე ამოღების უფლებით და მის გარეშე, ჯარიმების გადახდით და არგადახდით სახსრების ვადამდე აღრე ამოღებაზე. თუ კი სერთიფიკატის მფლობელი მოითხოვს დაბანდებული სახსრების დაბრუნებას ვადიანი სერთიფიკატის მიხედვით განსაზღერულ ვადაზე აღრე, მაშინ მას უხდიან უფრო დაბალ პროცენტს, რომლის დონეც განისაზღერება ხელშეკრულების საფუძველზე, რომელიც იდება ფულის შესანახად შეტანის მომენტში.

ნიშანი	დეპოზიტური	შემნახველი
1. ემიტენტი	ბანკი	
2. ინვესტორი	იურიდიული პირი	ფიზიკური პირი
3. მოთხოვნის უფლება	იურიდიული პირი	ფიზიკური პირი
4. ნომინალის ფულადი ერთეული	ვალუტაში ორმაგი ნომინაციით ლარებში	
5. ნომინალის სიდიდე	მსხვილი ნომინალი	წვრილი ნომინალი
6. ანგარიშსწორების ფორმა	უნაღდო	ნაღდი
7. განთავსების ფორმა	ფულადი	
8. პროცენტების გადახდის მეთოდი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი; მერყეი საპროცენტო განაკვეთი	
9. მიმოქცევის ვადა	1 წლამდე	3 წლამდე
10. ფლობის წესი	სახელობითი; წარმომდგენზე	
11. გამოყენების ხასიათი	ერთჯერადი, სერიული	
12. გამოშვების რეგისტრაციის ხერხი	ყუთით; ყუთის გარეშე	

ნახ. 17.6. დეპოზიტური და შემნახველი სერთიფიკატების შედარებითი დახასიათება

ნომინალის მინიმალური სიდიდე სერტიფიკატებისათვის დადგენილი არ არის. ტრადიციულად საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებულია სერთიფიკატების დაყოფა მსხვილნომინალიან და წვრილნომინალიან სერთიფიკატებად.

დეპოზიტური და შემნახველი სერთიფიკატები შეიძლება გამოშვებული იქნას ერთჯერადი წესით და სერიულად, როგორც სახელობითი, ისე წარმომდგენზე, როგორც პროცენტული, ასევე დისკონტური.

პროცენტული სერტიფიკატების მიხედვით შეიძლება დადგინდეს პროცენტების გადახდის შემდეგი მეთოდები: ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი, მერყეი საპროცენტო განაკვეთი, რომლის სიდიდე დაკავშირებულია რომელიმე ფინანსურ მაჩვენებელთან. დისკონტური სერტიფიკატების პირველადი განთავსება ხორციელდება ნომინალზე დაბალი ფასებით, პროცენტი გადაიხდება როგორც სხვაობა ნომინალურ და დაფარვის ფასს შორის.

დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატები მიმოიქცევიან მოთხოვნის უფლებათა დათმობის გზით (ცესია).

მოთხოვნის უფლების დათმობა წარმომდგენზე ხორციელდება სერტიფიკატის უბრალო გადაცემით ახალ მფლობელზე. რაც შეეხება სახელობით სერტიფიკატს, ცესია ფორმდება მის მეორე მხარეზე.

კონოსამენტი

კონოსამენტი — ეს არის არასაემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელსაც გამოწერს საზღვაო ტვირთის

გადამზიდველი ან მისი უფლებამოსილი პირი ტვირთის მეპატრონის და ან მისი წარმომადგენლის სახელზე. კონოსამენტი ეს არის სატრანსპორტო დოკუმენტი, რომელიც შეიცავს საზღვაო გადაზიდვების ხელშეკრულების პირობებს, ადასტურებს ტვირთის მიღების და მისი გადაგზავნის ფაქტს, იძლევა კონოსამენტის მფლობელის მიერ განკარგვის და საკუთრების უფლებას, კონოსამენტის მფლობელის მიერ ტვირთის ფლობისა და განკარგვის უფლებას.

კონოსამენტი გაიცემა ნებისმიერ ტვირთზე მიუხედავად იმისა, როგორ განხორციელდება გადაზიდვა: მთელი ხომალდის დათმობით, ხომალდის ცალკეული ნაგებობის დათმობით თუ ასეთი პირობების გარეშე.

სამართლებრივი აქტები, რომელიც არეგულირებს კონოსამენტის გაცემისა და შენახვის საკითხებს, არის:

— 1921 წლის საერთაშორისო კონვენცია ზოგიერთი წესის უნიფიკაციის შესახებ, რომელიც ეხება კონოსამენტებს (ჰააგის წესები);

— 1968 წლის ბრიუსელის პროტოკოლი;

— 1921 წლის ჰააგის წესების გადასინჯვის შესახებ კონოსამენტთან დაკავშირებით (ჰააგა-ფისბის წესები);

— გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის კონვენცია საზღვაო ტვირთების გადაზიდვების შესახებ 1978 წ. (ჰამბურგის წესი).

კონოსამენტს ადგენენ დატვირთვის ორდერის საფუძველზე, რომელიც ხელმოწერილია ტვირთის გამგზავნის მიერ და რომელიც გადასცემს პორტს საექსპორტო დაშვებას აუცილებელი რეკვიზიტებით. კონოსამენტში მითითებულია ენა, რომელზედაც დაბეჭდილია კონოსამენტის ტექსტი, შეიძლება კონოსამენტის ორენოვანი გაფორმება. ჩვეულებრივ კონოსამენტი ეს არის ტოპოგრაფიულად დაბეჭდილი ბლანკი. იგი სტანდარტული ფორმის დოკუმენტია, რომელიც მიღებულია საერთაშორისო პრაქტიკაში ტვირთების გადაზიდვისას.

კონოსამენტებს ადგენენ სამ ეგზემპლარად ერთიდაიგივე შინაარსით და თარიღით. ერთი — ტვირთის გამგზავნისათვის, მეორე ტვირთის მიმღებისათვის, მესამე — ტვირთის გადაშზიდვისათვის. კონოსამენტის ყველა ეგზემპლარი ორიგინალია, რასაც ადასტურებს მათზე შტამპი „ორიგინალი". ზოგ შემთხვევაში აღინიშნება ორიგინალის რიგითი ნომერი, პირველი, მეორე, მესამე. კონოსამენტზე მითითებულია შედგენილი ორიგინალების რიცხვი, ოღონდ მათგან მხოლოდ ერთი შეიძლება იყოს საქონლის განმკარგველი დოკუმენტი. თუ კი მათგან ერთის მიხედვით საქონელი გაიცა, მაშინ ორი დანარჩენი ძალას კარგავს. კონოსამენტის ასლები იბეჭდება ქაღალდზე, რომელიც განსხვავდება ორიგინალისგან.

7.კონოსამენტის სახეები

შეიძლება გამოიყოს კონოსამენტის შემდეგი სახეები (ნახ. 17.7.):

კლასიფიკაციის ნიშნები	კონოსამენტის სახე
1. ფლობის წესი	სახელობითი წარმომდგენზე ორდერული
2. ტვირთის გამანაწილებელი ადგილი	ბორტის სანაპიროს
3. სადაზღვევო პოლისის არსებობა	დაზღვეული დაუზღვეველი
4. გადაზიდვის თავისებურება	ხაზობრივი ჩარტერული
5. დათქმის არსებობა ტვირთის დაზიანების შემთხვევაში	კონოსამენტი დათქმით; წმინდა კონოსამენტი
6. საქონლის განკარგვის შესაძლებლობა	ბრუნვითი, არაბრუნვითი

ნახ. 17.7. კონოსამენტის კლასიფიკაცია

კონოსამენტში მოცემულია აუცილებელი ცნობები ტვირთის შესახებ. დათქმის მიხედვით, აქვს თუ არა გადამზიდავს პრეტენზიები გადასაზიდი ტვირთის რაოდენობასთან, ხარისხთან, შეფუთვასთან დაკავშირებით, განასხვავებენ **კონოსამენტს დათქმით და წმინდა კონოსამენტს. კონოსამენტი დათქმით** ესაა კონოსამენტი, რომელშიც გაკეთებულია აღნიშვნა ტვირთის ან შეფუთვის დაზიანების შესახებ. **წმინდა კონოსამენტი** არ შეიცავს რაიმე დათქმას ანდა ნიშანს, რომელიც დააფიქსირებს ტვირთის ან შეფუთვის დეფექტიან მდგომარეობას.

იმისდა მიხედვით, **თუ სად არის ტვირთი, კონოსამენტი არის საბორტო და სანაპირო. საბორტო კონოსამენტი** ესაა კონოსამენტი, რომელიც ადასტურებს, რომ გადასაზიდად მიღებული ტვირთი დატვირთულია გემზე. **სანაპირო კონოსამენტი** ესაა კონოსამენტი ტვირთზე, რომელიც მიღებულია დასატვირთად პორტში და რომელიც ელოდება ჯერ შემოსულელ გემს.

გადაზიდვის თავისებურებების მიხედვით განარჩევენ წრფივ, ხაზობრივ და ჩარტერულ კონოსამენტს. **წრფივი (რეისული) კონოსამენტი** ესაა კონოსამენტი, რომელსაც გასცემს სანაოსნო კომპანია ანდა მისი სახელით გადაზიდვის განმახორციელებელი სპეციალური გემები, რომლებიც ახორციელებენ რეგულარულ მარშრუტებს დადგენილი და გამოქვეყნებული სარეისო გემებით, რომელთათვის პორტებში არის სპეციალური სარეზერვო ნაგებობები. **ჩარტერული (ფრახტული, საფრახტო) კონოსამენტი** ესაა კონოსამენტი, რომელიც გამოიყენება ტრამპული (არარეგულარული) გადაზიდვებისას.

პირდაპირი კონოსამენტი

პირდაპირი კონოსამენტი – ეს არის კონოსამენტი, რომელიც ფარავს ტვირთის გადაზიდვას დატვირთვის და გადმოტვირთვის უშუალო პორტებს შორის ერთსა და იმავე ხორბალზე. თუ კი საზღვაო გადაზიდვა წარმოადგენს საერთო გადაზიდვის მხოლოდ ნაწილს, და ტვირთი უნდა გადაიზიდოს სხვა სახმელეთო და საზღვაო გადაზიდვებით, მაშინ ტვირთის გამგზავნისათვის მოხერხებულია ისარგებლოს გამჭოლი კონოსამენტით, ვიდრე დადოს ხელშეკრულება რამდენიმე გადამზიდავთან. **გამჭოლი კონოსამენტი** ეს არის კონოსამენტი, რომელიც ითვალისწინებს ტვირთის გადაზიდვას სხვა გემზე შუალედურ პუნქტში და ფარავს ტვირთის მთელ გადაზიდვას დატვირთვის პორტიდან ბოლო დანიშნულების ადგილამდე. ასეთი გადაზიდვები შესაძლებელია, როცა გადამზიდველს აქვს რამდენიმე რეგულარული ხაზი სხვადასხვა მიმართულებით ანდა ორ გადამზიდავს შორის მოლაპარაკების საფუძველზე: ერთი ღებულობს ტვირთს გაგზავნის პორტიდან მეორე კი ღებულობს მას გადასაგზავნი პორტიდან ბოლომდე. ჩვეულებრივ გადამზიდავები, რომლებიც ერთობლივად გადაადგილებენ ტვირთს გამჭოლი კონოსამენტით, ერთმანეთს შორის ახდენენ თავიანთი ურთიერთვალდებულებების დათქმას, ყოველი გადამზიდავი პასუხისმგებელია გზის მხოლოდ იმ ნაწილზე, რომელზედაც იგი ახდენს გადაზიდვას. გამჭოლი კონოსამენტის დროს საჭიროა ზუსტი აღნიშვნების არსებობა ტვირთის გადაცემისას ერთი გადამზიდველიდან მეორეზე.

იმისდა მიხედვით, მოიცავს თუ არა კონოსამენტი სადაზღვევო პოლისს, ერთიმეორისაგან განასხვავებენ დაზღვეულ და დაუზღვეველ კონოსამენტს. **დაზღვეული კონოსამენტი** წარმოადგენს სატრანსპორტო დოკუმენტის შერწყმას სადაზღვევო პოლისთან და არის მტკიცებულება ტვირთის მიღების გადასაზიდად, ასევე მისი დაზღვევის თვალსაზრისით. იგი ჩვეულებრივ გამოიყენება ტვირთების კონტეინერების მეშვეობით გადაზიდვების შემთხვევაში.

განასხვავებენ ასევე შემდეგი სახის კონოსამენტებს: წილობრივი კონოსამენტი – განკარგულება გადასაზიდი ტვირთის გარკვეული ნაწილის გადაცემაზე დანიშნულების პორტში სხვა პირზე. იგი გამოიყენება ტვირთის მიმღების მიერ ტვირთის ნაწილობრივი გაყიდვის შემთხვევაში მანამ, სანამ იგი მიიღებს მიწოდებას.

კრებსითი კონოსამენტი — კონოსამენტი რამდენიმე ტვირთზე, რომელიც გამიზნულია ტვირთის სხვადასხვა მიმღებთათვის.

ვარანტი

ვარანტი – აქვს გამოყენების ორი სახე: **ჯერ-ერთი,** ვარანტი ეს არის სერტიფიკატი, რომელიც მფლობელს უფლებას ანიჭებს იყიდოს ფასიანი ქაღალდები დათქმულ ფასში დროის განსაზღვრულ მონაკვეთში ანდა უვადოდ. ზოგჯერ ვარანტს თანაზობენ ფასიან ქაღალდთან ერთად სტიმულის სახით მის საყიდლად.

შეიძლება გამოიყოს ვარანტების შემდეგი სახეები (ნახ. 17.8.):

საკლასიფიკაციო ნიშანი	ვარანტების სახეები
1. მიმოქცევის ვადა	ვადიანი უვადო
2. ფლობის წესი	სახელობითი წარმომდგენზე
3. არსებობის ფორმა	წყვეტილი უწყვეტი

ნახ. 17.8. ვარანტების სახეები

ვარანტი ხელმოწერით – ეს არის ინსტრუმენტი, რომლის მეშვეობითაც აქციონერები რეალიზებას უკეთებენ თავიანთ უფლებას ხელმოწერაზე ანდა ხელმოწერის პრივილეგიებზე. იგი გამოშვებულია კორპორაციის მიერ, რომელიც თვითონ განსაზღვრავს აქციების რიცხვს, რომლის შეძენაც შეუძლია აქციონერს და მათი შეძენის პირობებს დამატებითი ემისიის შემთხვევაში. ვარანტი ხელმოწერით არის კანონიერი საბუთი უფლების ფლობის ხელმოწერაზე და შეიძლება დათმობილი იქნას სხვა პირებისათვის. მისი სახესხვაობაა ექსვარანტი – სერტიფიკატი, რომელიც ადასტურებს აქციონერის უფლებას შეღავათიან ფასებში შეიძინოს კომპანიის ახალი ჩვეულებრივი აქციები მათ საჯარო მიწოდებამდე.

არსებობის ფორმის მიხედვით განასხვავებენ წყვეტილ და უწყვეტ ვარანტებს. **უწყვეტი ვარანტი** – ეს არის გრძელვადიანი ანდა უვადო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც გამოდის ობლიგაციასთან ანდა პრივილეგირებულ აქციასთან ერთად და უფლებას იძლევა შეძენილი იქნას იგივე ემიტენტის ჩვეულებრივი აქციების განსაზღვრული ნაწილი. მათი ცალ-ცალკე გაყიდვა მფლობელს არ შეუძლია.

წყვეტილი (მოძრავი) ვარანტი – ეს არის ვარანტი, რომელიც შეიძლება გაიყიდოს იმ ფასიანი ქაღალდისაგან ცალკე, რომელზეც იგი თავდაპირველად იყო მიმაგრებული.

ობლიგაცია ვარანტით – ეს არის ჩვეულებრივი ობლიგაციისა და ვარანტის კომბინაცია აქციების შესყიდვაზე. ობლიგაციები ვარანტთან შეიძლება წარმოდგენილი იქნას, როგორც ობლიგაციის ვარანტისაგან გამოყოფის შესაძლებლობა, ისევე როგორც ამის შეუძლებლობა. ამასთან ვარანტის რეალიზაცია არ ნიშნავს ობლიგაციის მოქმედების შეწყვეტას. ვარანტები საშუალებას იძლევიან ობლიგაციები გამოშვებული იქნას უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით.

დეფიდენდური ვარანტი – ეს არის შეწმობა, ვარანტის მიღების შესახებ ბრძანება, აქციონერს გადაუხადონ დივიდენდი.

პროცენტული ვარანტი – კორპორაციის განკარგულება პროცენტების გადახდის შესახებ, რომელიც დაერიცხა მის ობლიგაციებს და სხვა ფასიან ქაღალდებს.

ინდექსური ვარანტი – ოფციონი საფონდო ინდექსზე, გამოშვებულია როგორც საემისიო ფასიანი ქაღალდების ნაწილი და გარანტირებულია კლირინგული პალატის მიერ.

სავალუტო ვარანტები – ესაა ოფციონი, რომელიც ჩართულია ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაში და მის მფლობელს უფლებას აძლევს შეისყიდოს ემიტენტისაგან დამატებითი ფასიანი ქაღალდები, რომელიც გამოხატულია სხვა ვალუტაში. ამასთან ფასიანი ქაღალდის კუპონი და კურსი ფიქსირდება ძირითადი ემისიის გაყიდვის მომენტში.

დაბურული ვარანტი – ვარანტი განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდების ყიდვაზე ანდა გაყიდვაზე, რომელიც საინვესტიციო კომპანიის პორტფელშია.

ევროპული ვარანტი – ესაა ვარანტი, რომელიც გამოიყენება მხოლოდ განსაზღვრულ დღეებში და პერიოდებში.

ვარანტის ყიდვას აზრი აქვს იმ შემთხვევაში, როცა ფარაუდება აქციების ღირებულების გადიდება მათი გამოშვების ღიმენტში. ვარანტის გაყიდვა აქციების ახალი გამოშვების განთავსების ერთ-ერთი ხერხია. ვარანტებით ვაჭრობა შეიძლება განხორციელდეს ბირჟაზე.

მეორეც –ვარანტი არის სასაქონლო გარიგების დასტური განსაზღვრული საქონლის შესანახად მიღებაზე. ამ შემთხვევაში ვარანტი არის სასაქონლო-განმკარგველი დოკუმენტი და გამოიყენება საქონლის გაყიდვის ან დაგირავების დროს. ის შედგება: **სასწყობო** და საგირავნო მოწმობისაგან. სასაწყობო მოწმობა ეს არის არაგამისიური ფასიანი ქაღალდი, რომელიც გამოშვებულია საწყობის მიერ ქაღალდის დოკუმენტის სახით და ადასტურებს საქონლის საწყობში არსებობის ფაქტს. იგი ემსახურება საქონელზე საკუთრების უფლების გადაცემას მისი გაყიდვის ან გაცვლის დროს. ამავე დროს, ვარანტი გადაეცემა კრედიტორს ინდოსამენტის მიხედვით. კრედიტორს შეუძლია განახორციელოს შემდგომი გადაცემა, კერძოდ, სასაწყობო მოწმობის მფლობელისათვის მის მიერ სესხის დაფარვისას. ვარანტის ხელიდან ხელში გადასვლისას საქონელმა მრავალგზის შეიძლება შეიცვალოს მფლობელი, ისე რომ სულ იყოს ერთსა და იმავე ადგილს, ე.ი. სამეურნეო სუბიექტის საწყობში, რომლისაგანც მიღებულია მოცემული ვარანტი. საგირავნო მოწმობა გამოიყენება კრედიტის მისაღებად საქონლის გირაოს ქვეშ კრედიტის პირობების აღნიშვნით (თანხა, ვადა). საქონლის გირაოში გადაცემისას ვარანტი უნდა გამოცალკავდეს სასაწყობო მოწმობისაგან და გადაეცეს გირაოს მფლობელს.

საქონლის საწყობიდან გატანისას აუცილებელია ზემოთ მითითებული ვარანტის ორივე ნაწილის წარდგენა. ორმაგი მოწმობის ორივე ნაწილში ერთნაირად უნდა იყოს გაფორმებული რეკვიზიტები და ორივე ნაწილს უნდა ჰქონდეს იდენტური ხელმოწერა უფლებამოსილი პირისგან და სასაქონლო საწყობის ბეჭედი.

ვარანტის გამოშვება ხდება კონკრეტულად საქონლის ნომენკლატურაზე, რომელიც იმყოფება მოცალე საწარმოს საწყობის მარაგებში, და შეიძლება წარდგენილი იქნას ვაჭრობაზე ბირჟების მეშვეობით. ვარანტის მყიდველი შესაძლებლობას ღებულობს შეიძინოს საჭირო საქონელი შეღაგათიან ფასებში, ხოლო მოცალე – ვარანტის ემიტენტი – სწრაფად და მომგებიანად ახდენს სასაქონლო მარაგების რეალიზაციას და ანგარიშს უსწორებს კრედიტორებს. ვარანტი არის სახელობითი და წარმომდგენზე, ინდოსირებული და არაინდოსირებული.

ᲤᲘᲣᲩᲔᲠᲡᲔᲑᲘ

ფიუჩერსი არის ვადიანი საბირჟო კონტრაქტი, რომლის ერთი მხარე იღებს ვალდებულებას შეისყიდოს, ხოლო მეორე კი გაყიდოს საბაზისო აქტივების განსაზღვრული რაოდენობა დადგენილ ვადაში ფიქსირებულ ფასად.

ფიუჩერსული კონტრაქტის დადება, როგორც წესი, მიზნად არ ისახავს საქონლის რეალურ მიწოდებას. მსოფლიო სტატისტიკა გვიჩვენებს, რომ ასეთი კონტრაქტების არა უმეტეს 5% სრულდება რეალური მიწოდების გარეშე.

ფიუჩერსული კონტრაქტის უპირობო შესრულება გარანტირებულია ბირჟის საკლირინგო პალატის მიერ, რაც მას მაღალლიკვიდურობას ანიჭებს.

მსოფლიოში არსებობს 60-ზე მეტი სხვადასხვა საბირჟო საქონელი, რომლებზეც იღება ფიუჩერსული კონტრაქტები. ისინი პირობითად შეიძლება გაიყოს ოთხ ძირითად ჯგუფად:

1. სოფლის მეურნეობის პროდუქცია და ლითონები;
2. ფასიანი ქაღალდები (ძირითადი ობლიგაციები);

3. უცხოური ვალუტა;
4. საბირჟო ინდექსები.

ფიუჩერსული კონტრაქტების სახეები. თავის მხრივ ფიუჩერსული კონტრაქტი წარმოადგენს მოლაპარაკებას მხარეებს შორის განსაზღვრული რაოდენობის საქონლის ყიდვა-გაყიდვის შესახებ წინასწარ დათქმულ ფასში. ფიუჩერსულ კონტრაქტში განისაზღვრება შესყიდვის ფასი, მაგრამ აქტივი მიწოდების თარიღამდე არ ექვემდებარება მიწოდებას. მოლაპარაკების მონაწილეები პასუხისმგებლები არიან კონტრაქტის შესრულების პირობებზე. ფიუჩერსული კონტრაქტები დაიდება ბირჟაზე მხოლოდ ისეთ აქტივებზე, როგორიცაა სოფლის მეურნეობის საქონელი, მადნეული, უცხოური ვალუტა, ფასიანი ქაღალდები ფიქსირებული შემოსავლებით, საბაზრო ინდექსები, საბანკო დეპოზიტები და სხვა.

მხარეები, რომლებიც აფორმებენ ფიუჩერსულ კონტრაქტს, არ წარმოადგენენ მყიდველებსა და გამყიდველებს, რადგანაც თითოეული მათგანი თავის თავზე იღებს ვალდებულებას ერთი აქტივის (მაგალითად, აქციების) მიღების და მეორე აქტივის (მაგალითად, ფულის) მიწოდების თაობაზე. მაგრამ ფიუჩერსების ბაზარზე სწორედ ასეთი ტრადიციაა ჩამოყალიბებული. მხარე, რომელიც ვალდებულებას იღებს მიაწოდოს საბაზისო აქტივი, ამბობენ, რომ მან „გაყიდა ფიუჩერსი", ანუ დაიკავა **„მოკლე"** პოზიცია, ხოლო მხარეზე, რომელიც იღებს ვალდებულებას მიიღოს საბაზისო აქტივი, ამბობენ, რომ მან „იყიდა ფიუჩერსი", ანუ დაიკავა **„გრძელი"** პოზიცია.

ფიუჩერსული ფასი

ფიუჩერსული ფასი არის ინვესტორის მოლოდინის ანარეკლი საბირჟო აქტივის მომავალი ფასის შესახებ. ეს არის ფასი, რომელიც ფიქსირდება ფიუჩერსული კონტრაქტის დადებისას. ის შეიძლება იყოს ბაზისური აქტივის ფასზე დაბალი ან მაღალი მიმდინარე მომენტში (სპოტის ფასი). სიტუაციას, რომლის დროსაც ფიუჩერსული ფასი სპოტის ფასზე მაღალია, ეწოდება **კონტანგო**, ხოლო თუ დაბალია — **ბეკვორდეიშენი**.

ფიუჩერსული კონტრაქტების შემდეგი სახეები არსებობს:

სასაქონლო ფიუჩერსი – შეთანხმება საქონლის მიღების ან მიწოდების შესახებ განსაზღვრული რაოდენობითა და ხარისხით, სადაც დაფიქსირებულია ფასი და დრო. ბაზისური საქონელი შეიძლება იყოს მარცვლეული (ხორბალი), ნავთი, ძვირფასი ლითონი, სასურსათო საქონელი და ა.შ.

ფინანსური ფიუჩერსი — შეთანხმება, რომელიც ასახავს განსაზღვრული ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვა-გაყიდვას განსაზღვრულ ვადაში და ფასში.

საპროცენტო ფიუჩერსები — ეს ფიუჩერსული კონტრაქტებია, რომლებიც ეფუძნება საგალო ფასიან ქაღალდებს. ამერიკულ ბაზარზე საპროცენტო ფიუჩერსის ყველაზე გავრცელებული სახეა ფიუჩერსები თამასუქებზე. აგრეთვე აშშ-ს სახაზინო საშუალო და გრძელვადიანი ობლიგაციები 30-დღიანი საპროცენტო განაკვეთებით და 90 დღიანი ევროდოლარის დეპოზიტური სერტიფიკატები.

ზოგიერთი აქტივების $F_t(t+n)$ ფორვარდული ფასი, n დღის ვადით, ემთხვევა ამავე აქტივების ანალოგიურ ფიუჩერსულ ფასს — $\Phi_t(t+n)$, თუ ქვემოთ ჩამოთვლილი პირობებიდან ერთი მაინც შესრულდება:

- $S_{t=n}$ აქტივების სპოტ-ფასი, n დღის შემდეგ, t მომენტში ზუსტად განსაზღვრულია;
- $\tilde{r}_t(1), \tilde{r}_{t+1}(1), \ldots \tilde{r}_{t=n-1}(1)$, ურისკო საპროცენტო განაკვეთები დეტერმინირებულია.

ე.ი. კოკსი-ინგერსოლის-როსის თეორემის თანახმად[1],

$$\Phi_t(t+n)=F_t(t+n) \qquad (17.1.)$$

სავალუტო ფიუჩერსები

სავალუტო ფიუჩერსები — ეს ფიუჩერსული კონტრაქტებია, რომლის ბაზისს წარმოადგენს უცხოური ვალუტა. სავალუტო ფიუჩერსების რეალიზება ხდება ვალუტის კურსის შესაბამისად. ფიუჩერსული

[1]Барбаумов В.Е. Финансовые инвестиции. М.: Финансы и статистика. 2008. გვ. 321-322.

კონტრაქტის ფასი გამოხატულია დოლარის რაოდენობით ვალუტის ერთეულზე.

საბაზო პუნქტის ფასი განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$Ц_{бп}=C_э \times H_к \qquad (17.2.)$$

სადაც, $Ц_{бп}$- საბაზო პუნქტის ღირებულებაა აშშ დოლარში ეროვნული ვალუტის ერთეულზე;

$C_э$- საბაზო პუნქტის სტანდარტული მნიშვნელობა, რომელიც დადგენილია ბირჟის მიერ დოლარში ვალუტის ერთეულზე.

სავალუტო ფიუჩერსული კონტრაქტებით ვაჭრობა აშშ-ში წარმოებს საერთაშორისო ფულად ბაზარზე (IMM), რომელიც ჩიკაგოს სასაქონლო ბირჟის ქვეგანყოფია (CME). რუსეთში ფიუჩერსებით ვაჭრობენ მხოლოდ ,,სანქტ-პეტერბურგის" ბირჟაზე.

სავალუტო ფიუჩერსები, როგორც ფორვარდული კონტრაქტები, აფიქსირებენ რომელიმე ვალუტის ღირებულებას მიწოდების რომელიმე მომენტამდე მომავალში. ფორვარდული განსხვავებით ფიუჩერსული კონტრაქტები სტანდარტიზირებულია და მათზე საჯაჭრო ოპერაციები ორგანიზებულ ბაზარზე ხორციელდება ფიუჩერსული კონტრაქტებით წარმატებული ვაჭრობა განაპირობებს ბირჟის ლიკვიდურობას.

კორპორაციულ ან ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს შეუძლიათ მიიღონ მნიშვნელოვანი შემოსავალი ფინანსური ფიუჩერსების ჰეჯირების მეშვეობით. საჯაჭრო ოპერაციები სავალუტო ფიუჩერსებზე შეიძლება დაეხმაროს ტრანსნაციონალურ კორპორაციებს ვალუტის რისკის კომპენსაციაში, რომელიც დაკავშირებული იქნება ინვესტირებასთან.

ფიუჩერსული კონტრაქტები უზრუნველყოფენ აუცილებელ მომსახურებას სავალუტო ბაზრის მონაწილეებისათვის. ეს მომსახურება მოიცავს:

- განსაზღვრულ ფასებს, ანუ ბაზრის მონაწილეები, რომლებიც ატარებენ ჰეჯირებას, და სპეკულიანტები ურთიერთმოქმედებენ, რომ განსაზღვრონ რომელიმე ვალუტის მომავალი ფასი;
- ლიკვიდურობას, ბაზრის მონაწილეების შესაძლებლობა განახორციელოს ყიდვა-გაყიდვა ნებისმიერ დროს, როდესაც ბაზარი ღიაა ვაჭრობისთვის;
- კლიენტის დაცვას, რომელიც განხორციელდება დაძალებით გაცვლა-გამოცვლის წესების შემოტანით.

კლიენტის დაცვის მაღალი დონის უზრუნველყოფისათვის SME-ზე გამოიყენებენ შემდეგ ზომებს: მარჟის მოთხოვნებს; დაცვა გაკოტრებისაგან; დაცვა ვალდებულებების შეუსრულებლობისაგან; საკლირინგო სისტემას.

სავალუტო ფიუჩერსებით ვაჭრობისას დაცვის პირველი დონეს წარმოადგენს საწყისი მარჟა. ბირჟა ადგენს მარჟის მოთხოვნას ყოველ ფირმისათვის - საკლირინგო სისტემის წევრისათვის.

თავის მხრივ ფირმა აწესებს ამ ნორმებს კლიენტისათვის (ფიუჩერსული კონტრაქტის გამყიდველის ან მყიდველისათვის). ეს მოთხოვნები მინიმუმამდე ამცირებენ პოტენციურ ზარალს, რომელიც შეიძლება განიცადოს კლიენტმა ფირმის გაკოტრების ან გადახდისუუნარობის შემთხვევაში.

საწყისი მარჟის გარდა არსებობს დამხმარე მარჟის (maintenance margin) მოთხოვნები. მოთხოვნები ეფუძნება ფიუჩერსული კონტრაქტის ღირებულების ყოველდღიურ მომატებას ან შემცირებას.

მაგალითად, ამერიკაში არსებობს ფედერალური კანონი სასაქონლო ბირჟების მართვის შესახებ (The Commodity Exchange ACt), რომელიც არეგულირებს სასაქონლო ვაჭრობას. კანონის შესაბამისად, ფირმა, რომელიც ფიუჩერსების ბაზარზე მოქმედებს, ვალდებულია შეინარჩუნოს კაპიტალი დადგენილ დონეზე, რათა კლიენტის სახსრები განცალკევებული იყოს მისი კაპიტალისგან. ეს ღონისძიება იმაზეა მიმართული, რომ მოხდეს კლიენტების დაცვა საკლირინგო სისტემის წევრის გაკოტრების შემთხვევაში.

ბირჟის საკლირინგო სისტემა მხოლოდ თავიანთ წევრ კომპანიებთან მუშაობს, და არა ბაზრის ინდივიდუალურ წევრებთან. ბირჟა ანგარიშსწორებას განახორციელებს პირდაპირ საკლირინგო სისტემის წევრებთან. ამის მეშვეობით ხდება კომპანიის ფულად სახსრებზე კლიენტების ზემოქმედების თავიდან

აცილება. ასეთ სისტემას საშუალებას იძლევა წყარო ფორმებისთვის გადახდების განხორციელებას საპირისპირო პოზიციის შესაძლო გადახდისუნარო მხარის მიუხედავად.

საკლირინგო პალატა მოქმედებს როგორც გარანტი ფიუჩერსული და ოფციონური კონტრაქტების შესრულებისა. როგორც აგენტი კონტრაქტების გადაცემისა, რომელიც გულისხმობს ფიზიკურ გადაცემას, ეს პალატა უზრუნველყოფს გამყიდველის მიერ დროულ მიწოდებას, ხოლო მყიდველის მიერ აქტივის სრულ და დროულ გადახდას, მაგრამ ფიუჩერსული კონტრაქტების უმეტესობის ლიკვიდაცია ხდება შესრულების თარიღამდე, სხვა კონტრაქტის ყიდვის ან გაყიდვის გზით (ინვესტორები ხურავენ თავიანთ ღიად პოზიციებს საკომპენსაციო გარიგებების განხორციელების გზით).

სტანდარტიზირებული ფიუჩერსული კონტრაქტები შეიცავენ ბირჟის მიერ დაწესებულ შემდეგ ელემენტებს:

- კონტრაქტის ერთეულს ან მოცულობას;
  ფასის კოტირების მეთოდს;
- ფასის მინიმალურ შეცვლას;
- ფასის ჩარჩოებს;
  შესრულების ვადებს;
- ვაჭრობის დასრულების წინასწარ განსაზღვრულ თარიღს;
- მარჟის უზრუნველყოფას ან მოთხოვნებს.

მაგალითად, ამერიკის საქალუტო ბირჟებზე ყველა საქალუტო კონტრაქტის შეფასება ხდება ამერიკულ დოლარში. კონტრაქტებს გააჩნიათ შესრულების სტანდარტული ვადა. საქალუტო ფიუჩერსული კონტრაქტის დაფარვა ხდება კონტრაქტის ვადის ამოწურვის შემდეგ თვის მესამე ოთხშაბათს. კონტრაქტებით ვაჭრობა მთავრდება იმ ოთხშაბათამდე ორი სამუშაო დღით ადრე, როდესაც ვადა მათ მიხედვით იწურება. ჩვეულებრივ, ეს არის ორშაბათი, რომელიც წინ უძღვის ამ ოთხშაბათს.

საქალუტო ფიუჩერსების საბაზრო კოტირება, აგრეთვე ნავთობის, ნავთობპროდუქტების, ოქროს ფიუჩერებისსაბაზრო კოტირება,რომლებითაც ვაჭრობაბირჟებზე ხორციელდება,ქვეყნდებაყოველდღიური გაზეთების („Financial Times") ფინანსურ ნაწილებში, რუსეთში — გაზეთებში „Комерсант-Даилу", "Ведемости", სადაც იბეჭდება ენერგომატარებლების ფიუჩერსების კოტირება. საქალუტო ფიუჩერსების კოტირების პოვნა საქართველოს საინფორმაციო სააგენტოებში ძნელია, რადგანაც საქართველოში არ მიმოიქცევა ფიუჩერსები, არც გაზეთების ფურცლები არ იხარჯება ამ მიმართულებით.

საქალუტო ფიუჩერსებს იყენებენ ინვესტორები, კომპანიები, რომლებიც აწარმოებენ ოპერაციებს საზღვარგარეთ, აგრეთვე ექსპორტიორები და სპეკულიანტები. კონტრაქტის ყიდვა უზრუნველყოფს მყიდველისთვის „გრძელ" პოზიციას (პოზიციის სასწრაფო გარიგებების მიხედვით, როდესაც თამაში მიმდინარეობს კურსის აწევაზე) და შეიძლება გამოყენებულ იქნას მომავალი გადასახდელი ვალდებულების ჰეჯირებისათვის იმავე ვალუტით.

ასე მაგალითად, ქართველ იმპორტიორს შეუძლია გააფორმოს კონტრაქტი საქონლის შესყიდვის თაობაზე გერმანელი მომწოდებლისაგან, სადაც ანგარიშსწორება მოხდება ევროთი, ჰეჯირებისას ევროს ღირებულების გაზრდის დროს ქართველმა იმპორტიორმა შეიძლება იყიდოს ევროზე ერთი ან რამდენიმე ფიუჩერსული კონტრაქტი (მომავალი გადახდის მოცულობის მიხედვით). თუკი ევროს „სპოტ" კურსი გაიზრდება, ფიუჩერსული კონტრაქტის ღირებულებაც პარალელურად გაიზრდება. როდესაც დადგება გადახდის დრო, იმპორტიორს შეუძლია განახორციელოს ევროს შესყიდვა „სპოტ"-კურსის მიხედვით.

ევროს ღირებულების მომატების გამო იგი მეტ თანხებს დახარჯავს, მაგრამ მომატება კომპენსირებულ იქნება ფიუჩერსული კონტრაქტის ღირებულების გაზრდით, რომლის მფლობელიცაა იმპორტიორი.

ნებისმიერი ფიუჩერსული კონტრაქტი შეიძლება გაიყიდოს ბაზარზე. ამ დროს მიღებული მოგება

დაახლოებით ტოლი იქნება იმ დამატებითი ხარჯებისა, რომლებიც წარმოიშვა ევროს „სპოტ“ კურსის გაზრდის შედეგად.

საჯალუტო ფიუჩერსის გაყიდვა უზრუნველყოფს გამყიდველის „მოკლე“ პოზიციას (პოზიციას ვადიანი გარიგების მიხედვით, როდესაც მიმდინარეობს თამაში დაწევაზე, შემცირებაზე) ამ ვალუტით.

მაგალითად, ქართველ ექსპორტიორს შეუძლია კონტრაქტი გააფორმოს საქონლის გაყიდვაზე გერმანელ მყიდველთან ევროთი. ევროს ღირებულების შემცირებით გამოწვეული პეჯირებისათვის ქართველ ექსპორტიორს შეუძლია გაყიდოს ერთი ან რამდენიმე ფიუჩერსული კონტრაქტი ამ ვალუტით.

მოგვიანებით ექსპორტიორს შეუძლია იყიდოს ფიუჩერსული კონტრაქტი ევროზე ანალოგიური საანგარიშსწორებო თარიღით. შედეგად, ხდება საჯალუტო პოზიციის ლიკვიდაცია.

ფიუჩერსები საფონდო ინდექსზე

ფიუჩერსები საფონდო ინდექსებზე — ეს არის ხელშეკრულებები, რომლებიც ეფუძნება საფონდო ბაზრის ყოველმხრივი შეფასების მაჩვენებლებს.

მაგალითად, აშშ-ში ფიუჩერსების საფუძვლად ხშირად იყენებენ „Standard End Puturs 500“-ის, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟისა და „Value line“-ს აგრეგირებულ ინდექსებს.

ოპერაციები საფონდო ინდექსებით ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარულ ფიუჩერსულ გარიგებად იქცა, რადგანაც ისინი წარმოადგენენ კონტრაქტს ფასიანი ქაღალდების წარმოსახვითი პაკეტის ყიდვა-გაყიდვის შესახებ, რომელიც შეგროვილია უმსხვილესი კომპანიების აქციებისაგან, რომელთა ღირებულებაც შეჯამებისას განსაზღვრავს საბირჟო ინდექსების სიდიდეს. მაგალითად, PPTC (რუსეთი), Nikkey (იაპონია), Dow-Jones (აშშ), galt&Taggarti (საქართველო) და სხვა.

დაუშვათ, რომ აშშ უმსხვილეს საწარმოთა 500 აქციისაგან შემდგარი ტიპიური პაკეტის მიმდინარე ფასი, რომლის მიხედვითაც ხდება „სტანდარდ ენდ ფუურს 500“ ინდექსის გაანგარიშება, შეადგენს 170 ათას ამერიკულ დოლარს. თუკი ერთ საათში ინდექსი ქვევით იწევს, ანუ მის შემადგენელთა ჯამური საკურსო ღირებულება ვარდნას განიცდის 167 ათას დოლარამდე, მაშინ მოთამაშე, რომელმაც გაყიდა საინდექსო პორტფელი, ისევ ყიდულობს მას და ასე ხურავს ოპერაციას 3 ათასიანი მოგებით.

ოფციონები

ოფციონური კონტრაქტები. ოფციონი წარმოადგენს კონტრაქტს, რომლის მყიდველს აქვს უფლება იყიდოს ან გაყიდოს აქტივი ფიქსირებულ ფასში განსაზღვრულ ვადაში, ხოლო გამყიდველი კონტრაგენტის მოთხოვნის შესაბამისად იღებს ვალდებულებას უზრუნველყოს ამ უფლების რეალიზაცია ფულადი პრემიის საფასურად.

ინვესტორს, რომელიც დარწმუნებულია, რომ მისი პროგნოზები რაღაც აქტივზე მომავალი ფასების შესახებ გამართლდება, აქვს შესაძლებლობა გააფორმოს ფიუჩერსული კონტრაქტი, მაგრამ ეს მის პოზიციას საკმაოდ სარისკოს გახდის, რადგანაც თუკი მისი პროგნოზი არ აღმოჩნდება სწორი, ინვესტორი ვერ შეძლებს უარის თქმას გარიგების შესრულებისაგან, რადგანაც ფიუჩერსული კონტრაქტი „ვალდებულებას“ გულისხმობს. მაგრამ ინვესტორს თავისი საფინანსო რისკის შეზღუდვა შეუძლია ოფციონური გარიგების დადებით.

პირველად ოფციონების გამოყენება 1964 წ. ინგლისშია დაფიქსირებული. ერთ-ერთი პირველი ოფციონი XVII საუკუნეში ჰოლანდიაში გაჩნდა. ეს იყო ოფციონები ტიტებზე (ყვავილი).

ამჟამად განვითარებულ საფონდო ბაზრებზე ოფციონური კონტრაქტების დადება ხდება სხვადასხვა საქონელზე, ვალუტაზე, ფასიან ქაღალდებზე, საფონდო ინდექსებზე. მსოფლიოში ოფციონური ბაზრების მკვეთრი ზრდა დაიწყო 1973 წლიდან და არსებობს როგორც საბირჟო ოფციონები, ისე არასაბირჟო ოფციონები, რომლებიც ბირჟის გარეთ მიმოიქცევა.

ოფციონური კონტრაქტები იღება საქონლის ხუთ ჯგუფზე:

1. ვალუტა;
2. ფასიანი ქაღალდები;

3. საპროცენტო განაკვეთები (საბირჟო კრედიტებზე და დეპოზიტებზე);
4. საბირჟო ინდექსი;
5. ფინანსური წარმოებული ინსტრუმენტი.

საინტერესოა საკრედიტო ან სადეპოზიტო საპროცენტო განაკვეთზე ოფციონები. ისინი აძლევენ გარანტიას მყიდველს იმაზე, რომ პროცენტის განაკვეთი არ აიწევა უფრო მაღლა, ან არ დაიწევს განსაზღვრული დონის ქვემოთ.

მსოფლიო ბაზარზე არსებობს ოფციონის ორი ძირითადი ტიპი — ამერიკული და ევროპული. ისინი განსხვავდებიან შესრულების ვადებით. მაგალითად, ამერიკული ტიპის მიხედვით ოფციონის რეალიზება შესაძლებელია კონტრაქტის შესრულების მთელი ვადის განმავლობაში, ხოლო ევროპულის მიხედვით — მხოლოდ ვადის გასვლის ბოლო დღეს.

ფასიანი ქაღალდებზე ოფციონებს ხშირად უწოდებენ **ვარანტებს**. ისინი აძლევენ უფლებას მათ მფლობელებს შეიძინონ კონკრეტული საზოგადოების განსაზღვრული რაოდენობის ფასიანი ქაღალდები განსაზღვრულ ფასში.

ვარანტი — ეს ისეთი ფასიანი ქაღალდია, რომლის მეშვეობით მის მფლობელს შეუძლია შეიძინოს აქცია კომპანიისგან თვით ვარანტში მითითებული კურსით.

ხელმოწერილი უფლებებისაგან განსხვავებით ვარანტი გრძელვადიანი ფასეული ქაღალდია, რომლის მიმოქცევის ვადები 5, 10 და ზოგჯერ 20 წელს უტოლდება. ზოგიერთ ვარანტებს არა აქვთ დაფარვის ვადები.

ვარანტის შესრულების კურსი — ეს არის გამოცხადებული კურსი, რომლის მიხედვითაც ვარანტის მფლობელს შეუძლია შეიძინოს მის მიერ ემიტირებული აქცია. ვარანტებს აქვთ შედარებით დაბალი ღირებულება, ამიტომ მათ ახასიათებთ არამყარი კურსი და შემოსავლიანობის მაღალი ნორმის უზრუნველყოფა.

ხელმოწერილ უფლებებში და ვარანტებში სახსრების დაბანდება ეფექტური ბერკეტების გამოყენების შესაძლებლობას იძლევა, რაც იმაში მდგომარეობს, რომ შესაძლებელია კომპანიის აქციონერულ კაპიტალში განსაზღვრული წილის შეძენა კაპიტალის შედარებით ნაკლები ხარჯებით.

დეპოზიტური ხელწერილები, ხელმოწერილი უფლებები და ვარანტები, კონვერტირებადი ობლიგაციები, ანუ მეორადი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება მხოლოდ პირობითად მოვაკუთვნოთ წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, რადგანაც მათი წარმოშობა და გამოყენება, აგრეთვე ფასთწარმოქმნა უშუალოდ უკავშირდება ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ბრუნვას. თანაც ამ ფასიანი ქაღალდების წარმოქმნისა და ემიტენტის როლში გვევლინებიან ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები (კლასიკური წარმოებული ფასიანი ქაღალდების ემიტენტს წარმოადგენს ბირჟის საკლირინგო პალატა).

გარდა ამისა, თუ წარმოებული ფასიანი ქაღალდის გამოშვება ხორციელდება ბაზრის მონაწილეთა საკუთრო პოზიციების ჰეჯირების მიზნით, მაშინ მეორადების გამოშვება ან წაახალისებს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ძველ მფლობელებს (კონვერტირებადი ობლიგაციებით, ხელმოწერილი უფლებებით, ვარანტებით), ან გამოაქვს ძირითადი ფასიანი ქაღალდები ახალ ფინანსურ ბაზრებზე (დეპოზიტარული ხელწერილები).

აშშ-ში ოფციონური კონტრაქტები ერთ დღეში იღება 500-ზე მეტ აქციაზე. ამერიკელებმა შემოქმედებითად განაყოთარეს ოფციონების გამოყენების სპექტრი. კერძოდ, დაღეს ოფციონები წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე, ფიუჩერსულ კონტრაქტებზე, სვოპებზე (სვოპ-ოფციონი) და თვით ოფციონებზე (ორმაგი ოფციონები).

როგორც ეკონომიკური მოვლენა, ოფციონი წარმოადგენს ყიდვა-გაყიდვის (ან გარიგებაზე უარის თქმის) უფლებას, რომელიც ფორმდება ხელშეკრულებით, და რომელიც ითვალისწინებს ამ უფლების განხორციელებას სახელშეკრულებო ვადის მანძილზე და ფიქსირებულ სახელშეკრულებო ფასად

საბაზისო აქტივის გარკვეული მოცულობით; ან გარკვეული შემოსავლის მიღებას ფინანსური შენატანის ან ფულადი სესხისაგან.

ფასს, რომლითაც ხორციელდება ოფციონი, ეწოდება შესრულების ფასი, ანუ „სტრაიკების" ფასი.

ოფციონურ გარიგებაში მონაწილე მხარეები

ოფციონურ გარიგებაში მონაწილეობს ორი მხარე — მყიდველი და გამყიდველი. ოფციონის მყიდველი (ოფციონის მეპატრონე) — წარმოადგენს ხელშეკრულების მხარეს, რომელიც იძენს საბაზისო აქტივს ყიდვის და გაყიდვის ან გარიგებაზე უარის თქმის უფლებით. გამყიდველი წარმოადგენს მხარეს, რომელიც ვალდებულია მიაწოდოს ან მიიღოს გარიგების საგანი მყიდველის მოთხოვნით.

ყიდვის დროს მყიდველი უხდის გამყიდველს **ოფციონურ პრემიას** - ოფციონის შეძენის ფასს. პრემია შედგება ორი კომპონენტისაგან შიდა და დროებითი ღირებულება. პირველი წარმოადგენს სხვაობას აქტივის მიმდინარე კურსსა და ოფციონის შესრულების ფასს შორის, მეორე, გარე ღირებულება - ეს არის სხვაობა პრემიის თანხასა და ოფციონის შიდა ღირებულებას შორის.

მთავარი ამოცანა, რომელიც უნდა გადაწყვიტოს ინვესტორმა, მდგომარეობს ოფციონის ფასის განსაზღვრაში. ოფციონების თეორიული ღირებულების გამოსაანგარიშებლად გამოიყენება საკმაოდ რთული მათემატიკური ფორმულები. ოფციონური პრემიის განსაზღვრის ორი ყველაზე ცნობილი მოდელი არსებობს:

- ბლეკ-შოულზისა და კოქსის მოდელი;
- როსისა და რუბინშტეინის ბინომინალური მოდელი.

ყველაზე ხშირად ქოლ ოფციონის ღირებულების შესაფასებლად (საგადასახადო გადასახადებისა და ტრანზაქციული დანახარჯების გათვალისწინების გარეშე) გამოიყენება ბლეკ-შოულზის ფორმულა:

$$V_c = N(d_1)P_s - \left(E / e^{RT}\right)N(d_2),$$ [1]

როდესაც $d_1 = \left[I_n (P_s / E) + \left(R + 0{,}5\sigma^2\right) \times T \right] / \sigma\sqrt{T};$

$$d_2 = \left[I_n (P_s / E) + \left(R - 0{,}5\sigma^2\right) \times T \right] / \sigma\sqrt{T}$$

ბლეკ-შოულზის ფორმულა „პუტ" ოფციონისთვის შემდეგ სახეს იღებს:

$$P_p = \left(E / e^{RT}\right)N(-d_2) - P_s N(-d_1) \qquad (17.4.)$$

სადაც, C არის ევროპული ქოლ ოფციონის ნამდვილი ღირებულება;

S - საბაზისო აქტივის მიმდინარე საბაზრო ფასი;

N(d) – კუმულაციური სტანდარტული ნორმალური განაწილება;

r - პროცენტის განაკვეთი, რომელიც თავისუფალია რისკისაგან;

E - ოფციონის შესრულების ფასი;

T - დრო კონტრაქტის შესრულების ვადამდე, წლებში წელიწადზე გაანგარიშებით;

e - ნატურალური ლოგარითმის ფუძე.

კოქსის, როსისა და რუბინშტეინის ბინომინალური მოდელი გამოიყენება ამერიკული ოფციონების პრემიის შესაფასებლად. ოფციონური კონტრაქტის მოქმედების მთლიანი პერიოდი იყოფა დროის ინტერვალებით. ითვლება, რომ თითოეული მათგანის განმავლობაში საბაზისო აქტივის ფასი შეიძლება გაიზარდოს ან შემცირდეს გარკვეული ალბათობით. საბაზისო აქტივის ფასები იღებენ მნიშვნელობას დროის თითოეული ინტერვალისათვის; მისი კურსის სტანდარტული გადახრის მონაცემების გათვალისწინებით განსაზღვრავენ აქტივის საკურსო ღირებულების მომატების ან დაწევის ალბათობას დროის ინტერვალის თითოეულ მონაკვეთზე.

ოფციონის შესაძლო ფასების განსაზღვრა მოცემულ დროს ხდება აქტივის ფასების მნიშვნელობებზე

[1] **Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции.** М.: ИНФРА - М. 1997. გვ. 1002.

დაყრდნობით ოფციონის დასრულების მომენტისათვის. ამის შემდეგ ოფციონის თანმიმდევრული დისკონტირების გზით (აქტივის ღირებულების მომატებისა და დაწევის ალბათობის გათვალისწინებით დროის ყოველ მონაკვეთზე) მიიღებენ მისი ფასის მნიშვნელობას კონტრაქტის დადების მომენტში.

ᲝᲤᲪᲘᲝᲜᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲔᲑᲘ

ოფციონების სხვადასხვა სახეები არსებობს. **შესრულების ვადების** მიხედვით ისინი ორ ტიპად იყოფა:

1. ამერიკული, რომლის დროსაც ოფციონის მეპატრონეს (მფლობელს) შეუძლია განახორციელოს თავისი უფლება ნებისმიერ დროს ოფციონური ვადის ფარგლებში;
2. ევროპული, რომლის დროსაც მასში ჩადებული უფლების რეალიზება შესაძლებელია მხოლოდ ოფციონში აღნიშნული ვადის დადგომისას.

იმის მიხედვით, თუ **რა უფლებებს იძენს** მყიდველი, გამოჰყოფენ ორ ტიპს:

1. ყიდვის ოფციონი — ქოლი (call), რომელიც მყიდველს აძლევს უფლებას იყიდოს კონტრაქტში აღნიშნული აქტივი დადგენილ ვადებში ოფციონის გამყიდველისაგან შესრულების ფასად, ან უარი თქვას ყიდვაზე;
2. გაყიდვის ოფციონი, ფუთი (put), რომელიც მყიდველს აძლევს უფლებას მიყიდოს კონტრაქტში აღნიშნული აქტივი დადგენილ ვადაში ოფციონის გამყიდველს შესრულების ფასად ან უარი თქვას მის გაყიდვაზე.

რადგან საბაზისო აქტივის ფასი **ნაღდ ბაზარზე მუდმივად მერყეობს**, სპოტ ფასისა და ოფციონის შესრულების ფასის თანაფარდობა შეიძლება არ ემთხვეოდეს ერთმანეთს. ამასთან დაკავშირებით გამოყოფენ ოფციონების სამ კატეგორიას:

1. ოფციონი მოგებით, რომელიც მისი დაუყოვნებლივ შესრულებისას მოუტანს ინვესტორს მოგებას;
2. ოფციონი მოგების გარეშე, რომელიც დაუყოვნებლივ შესრულებისას ვერ მოახდენს ვერც პოზიტიურ და ვერც ნეგატიურ გავლენას ინვესტორის ფინანსურ მდგომარეობაზე;
3. ოფციონი ზარალით, რომელიც მისი დაუყოვნებლივ შესრულების დროს გამოიწვევს ფინანსურ დანაკარგებს.

ოფციონები სრულდება, თუკი შესრულების მომენტში ისინი წარმოადგენენ მომგებიან ოფციონებს.

ოფციონური კონტრაქტებით ვაჭრობის სტრატეგიები. ოფციონები ინვესტორს აძლევენ საშუალებას გამოიყენონ სავაჭრო სტრატეგიები. მათ შორის უმარტივესია, ეგრეთ წოდებული, სინთეტიკური სტრატეგიები: ოფციონების ყიდვის (გაყიდვის) შერწყმა საბაზისო აქტივების, მაგალითად, აქციების ყიდვასთან ერთად (გაყიდვასთან). ასეთი სტრატეგიები ინვესტორებს აძლევენ იმის საშუალებას, რომ დაბალ ზეინთ თავიანთი პოზიციები მაღალი რისკისაგან.

თეორიულად ოფციური სტრატეგიები ინვესტორებს აძლევენ მანევრირების საშუალებას, მაგრამ პრაქტიკაში სხვადასხვა მანევრების შესაძლებლობა შეზღუდულია იმით, რომ საბირჟო ოფციონების უმეტესობა ამერიკულია, რაც არ იძლევა მოქმედებათა შედეგების ზუსტად განსაზღვრის საშუალებას.

80-იან წლებში პოპულარული გახდა ოფციონის გამოყენება ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დასაზღვევად (portfolio insurance). ფუთ-ოფციონს იყენებენ ინდექსისათვის, რომელიც ძალიან ჰგავს ინვესტორის პორტფელს.

ოფციონების მეშვეობით ინვესტორს შეუძლია აგრეთვე დაიზღვიოს თავი მისთვის საინტერესო აქტივის ფასის მომატებისა თუ ვარდნისაგან. თუკი მეანაბრე ახდენს საკუთარი პოზიციის პეჯირებას აქტივის ფასის ზრდისაგან, მან უნდა იყიდოს ქოლ ოფციონი ან გაყიდოს ფუთ ოფციონი. მეორე შემთხვევაში ინვესტორი თავს იზღვევს მხოლოდ პრემიის სიდიდეზე, რომელიც მიიღება ფუთ ოფციონის გაყიდვისაგან.

ოფციონის ნებისმიერი მყიდველი ისურვებდა ჰქონოდა იმის გარანტია, რომ გამყიდველი შეასრულებს თავის ვალდებულებებს ოფციონის შესრულებისას. ქოლ ოფციონის მყიდველი ცდილობს მიიღოს იმის გარანტია, რომ გამყიდველს აქვს უნარი მიაწოდოს საჭირო აქციები, ხოლო ფუთ ოფციონის მყიდველი ცდილობს მიიღოს იმის გარანტია, რომ გამყიდველს შეუძლია გადაუხადოს საჭირო თანხა. ამიტომ ბირჟები ოფციონებით ვაჭრობისას ადგენენ საგირაშო მოთხოვნებს — გამყიდ-

ველის მოქმედებისაგან დაცვის სისტემას, რომელიც ცნობილია, როგორც „შარჟა“. საბროკერო ფირმებისთვის ნებადართულია, საკუთარი სურვილით დაადგინონ კიდევ უფრო მკაცრი მოთხოვნები კლიენტებისადმი.

ᲝᲤᲪᲘᲝᲜᲔᲑᲘᲡ ᲠᲗᲣᲚᲘ ᲡᲐᲮᲔᲔᲑᲘ

არსებობს კიდევ უფრო რთული სტრატეგიებიც, რომელთა ჩამოყალიბება ხდება რამდენიმე ოფციონის ერთდროული გაყიდვით და (ან) ყიდვით.

კომბინაცია — ეს არის სხვადასხვა სახის ოფციონების პორტფელი ერთი და იმავე აქტივზე, შესრულების ერთი და იმავე ვადით, ერთნაირი ან სხვადასხვა ფასებით. კომბინაციის სახეებია:

სტრედლი (სტელაჟური გარიგება) კომბინაცია — ქოლ და ფუთ ოფციონებისა ერთი და იმავე საბაზისო აქტივზე, შესრულების ერთნაირი ფასით და კონტრაქტების ერთნაირი ვადებით. მყიდველს აქვს უფლება იყიდოს ან გაყიდოს დაწესებულ ფასად მომავალში, გარკვეულ მომენტში საბაზისო აქტივი, მაგრამ აქ უნდა იყიდოს, ან უნდა გაყიდოს, ერთდროულად ორივეს უფლება არა აქვს. გამოიყენება მაშინ, როდესაც მოსალოდნელია მომავალში საბაზისო აქტივის ფასის მნიშვნელოვანი ცვლილებები, მაგრამ შეუძლებელია ზუსტად განსაზღვრა იმისა, თუ რა მიმართულებით მოხდება ეს ცვლილებები. გამყიდველი იმედოვნებს, რომ კურსის მერყეობა არ იქნება დიდი, მყიდველი გამყიდველს უხდის ორ პრემიას, რომელთა ჯამსაც რეველუციამდელ რუსეთში ეწოდებოდა სტელაჟის დაძაბვა;

სტრენგლი - ფუთ და ქოლ ოფციონების შეზამება, ერთობლიობა ერთნაირი ამოწურვის ვადის, მაგრამ შესრულების სხვადასხვა ფასების მქონე საბაზისო აქტივებზე. უმეტესად იზიდავს ოფციონების გამყიდველს, რადგანაც იძლევა მოგების მიღების საშუალებას აქციათა კურსის უფრო ფართო დიაპაზონის რყევის დროს;

სტრიპი — კომბინაცია ერთნაირი ამოწურვის ვადის მქონე ერთი ფუთ ოფციონისა და ორი ქოლ-ოფციონისაგან. შესრულების ფასები შეიძლება იყოს როგორც ერთნაირი, ასევე განსხვავებული. მყიდველი მიმართავს ამ კომბინაციას, თუკი თელის, რომ უფრო მოსალოდნელია საბაზისო კურსის მომატება;

სტრიპი — არის კომბინაცია კონტრაქტის ამოწურვის ერთნაირი ვადებისა და კონტრაქტის შესრულების ერთნაირი ან განსხვავებული ფასების მქონე ერთი ქოლ-ოფციონისა და ორი ფუთ-ოფციონისაგან. შეიძენენ მაშინ, როდესაც არსებობს ვარაუდი, რომ მოსალოდნელია საბაზისო აქტივის კურსის უფრო დაწევა.

სპრედი — ეს არის ერთი და იგივე ტიპის ოფციონების პორტფელი ერთი და იმავე აქტივზე, მაგრამ განსხვავებული ფასებით შესრულებული, თანაც ზოგიერთის მიხედვით ინვესტორი წარმოადგენს გამყიდველს, ზოგის მიხედვით კი — მყიდველს.

გარდა მრავალფეროვანი სავაჭრო სტრატეგიებისა, რომლებიც ეფუძნება ოფციონების გამოყენებას, არსებობს აგრეთვე წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც შეიცავენ ოფციონების ნიშნებს. მათ შეიძლება მიეკუთვნოს ისეთი ინსტრუმენტები, როგორიცაა კეპი, ფლორი, ქოლორი და სხვა.

კეპი (ინგლ. cap-კეპი, ქუდი)— ეს არის შეთანხმება სესხის მიწოდებაზე მცურავი საპროცენტო განაკვეთით, მაგრამ იმის გარანტიით, რომ იგი არასდროს არ აცდება გარკვეულ დონეს. ამ ინსტრუმენტის გამოყენება სესხის ამღებს აძლევს საშუალებას, შეზღუდოს რისკი თავისი ვალდებულების მიხედვით.

ფლორი (ინგლ. Floor - იატაკი) — შეთანხმება სესხის მიწოდების შესახებ მცურავი საპროცენტო განაკვეთით, მაგრამ იმ პირობით, რომ იგი არასდროს არ დაიწევს რაღაც გარკვეულ დონეზე დაბლა. ამ შემთხვევაში კრედიტორი თავის რისკს ზღუდავს საპროცენტო განაკვეთის ვარდნისაგან.

ქოლორი (ინგლ. collar - ყელსაბამი, საბმელი) — არის ორი საპროცენტო ოფციონის — კეპისა და ფლორის — კომბინაცია. იცავს ინვესტორს საპროცენტო განაკვეთების დიდი მერყეობისაგან, რადგანაც აწესებს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებების ქვედა ზღვარს.

ვარანტი აქციაზე ეს არის ქოლ ოფციონი, რომელსაც ფირმა გამოწერს თავის აქციებზე. ჩვეულებრივ ვარანტების ემიტირება ხდება უფრო ხანგრძლივი ვადით (ხუთი ან მეტი წლით), ვიდრე ტიპიური ქოლ ოფციონებისა. უშვებენ აგრეთვე უვადო ვარანტებს.

შესრულების ფასები შეიძლება იყოს ფიქსირებული ან შეიძლება იცვლებოდეს ვარანტის მოქმედების ვადის განმავლობაში როგორც წესი, იზრდებოდეს. შესრულების საწყისი ფასი ვარანტის გამოშვების მომენტში, ჩვეულებრივ დგინდება საბაზისო აქტივის საბაზრო ფასზე გაცილებით უფრო მაღალი. ვარანტები შეიძლება გადანაწილდეს აქციონერებს შორის დივიდენდების ნაცვლად და გაიყიდოს ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვების სახით. ფირმას აგრეთვე შეუძლია გაყიდოს ობლიგაცია ან აქცია ვარანტთან ერთად.

ᲠᲘᲗ ᲒᲐᲜᲡᲮᲕᲐᲕᲓᲔᲑᲐ ᲕᲐᲠᲐᲜᲢᲘ ᲝᲤᲪᲘᲝᲜᲘᲡᲐᲒᲐᲜ

ერთ-ერთი ნიშანი, რითაც ვარანტი განსხვავდება ქოლ ოფციონისაგან, იმაში მდგომარეობს, რომ ვარანტების რაოდენობა შეზღუდულია. ყოველთვის უშვებენ გარკვეული ტიპის ვარანტების გარკვეულ რაოდენობას. საერთო რაოდენობა ჩვეულებრივ არ შეიძლება გაიზარდოს და მცირდება ვარანტების შესრულების მიხედვით. ვარანტის შესრულება დადებითად მოქმედებს კორპორაციის მდგომარეობაზე, რომელიც იღებს მეტ სახსრებს, ამავდროულად იზრდება გამოშვებული აქციების რაოდენობა და მცირდება ვარანტების რაოდენობა.

ხელმოწერილი უფლება ჰგავს ვარანტს, რადგან ისიც წარმოადგენს ქოლ ოფციონს, რომელიც გამოშვებულია ფირმის მიერ საკუთარ აქციებზე. უფლებას ზოგჯერ უწოდებენ ხელმოწერილ ვარანტს. ეს ინსტრუმენტი აქციონერებს აძლევს უპირატეს უფლებებს იმ მხრივ, რომ მათ შეუძლიათ ხელი მოაწერონ ჩვეულებრივი აქციების ახალ ემისიას მათ საჯარო განთავსებამდე. თითოეული აქცია, რომელიც ბრუნვაშია, ღებულობს ერთ უფლებას. ერთი აქცია შეიძინება გარკვეული რაოდენობის უფლებებით და ფულადი თანხით, რომელიც უდრის ხელმოწერის ფასს. იმისათვის, რომ ახალი აქციები გაიყიდოს, ჩვეულებრივ ხელმოწერილი ფასი აქციათა საბაზრო ფასზე დაბალია უფლებათა გამოშვების მომენტისათვის.

უფლებებს ჩვეულებრივ მოქმედების მოკლე პერიოდი გააჩნიათ (2-დან 10 კვირამდე ემისიის მომენტიდან) და მათ შეუძლიათ თავისუფლად მიმოქცევა შესრულების მომენტამდე. გარკვეულ თარიღამდე ძველი აქციები იყიდება უფლებებთან ერთად. ეს იმას ნიშნავს, რომ აქციის მყიდველი მიიღებს უფლებებსაც, როცა ისინი იქნებიან გამოშვებული. ამის შემდეგ აქციები იყიდება უფლებების გარეშე უფრო დაბალ ფასად.

ოფციონებთან დაკავშირებულია, აგრეთვე ობლიგაციები. უკან გამოხმობის პირობით, ბევრი ფირმა უშვებს, ისეთ ობლიგაციებს, რომლებიც იძლევიან შესაძლებლობას გამოისყიდონ ობლიგაციები მათ დაფარვამდე იმ ფასად, რომელიც ჩვეულებრივ აღემატება ნომინალს. ასეთი ქაღალდის გამოშვება ნიშნავს ერთდროულად უბრალო ობლიგაციის გაყიდვას და ფირმის მიერ ქოლ ოფციონის ყიდვას. ამისთვის ფირმა იხდის ობლიგაციის ფასზე შედარებით დაბალს. ოფციონის გამყიდველს წარმოადგენს ობლიგაციის მყიდველი.

მეთვრამეტე თავი. კლასიკური და ფუნდამენტური ანალიზი

18.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიკური ფუნდამენტური ანალიზი

1. ლიკვიდობის კოეფიციენტები (Cash ratio).

ლიკვიდობის კოეფიციენტები ახასიათებენ საწარმოს უნარს სწრაფად დაფაროს კრედიტორების წინაშე არსებული თავისი მოკლევადიანი საკალო ვალდებულებები. იგი გვიჩვენებს, თუ მოკლევადიანი ვალდებულებების რა ნაწილის დაფარვაა შესაძლებელი ფულადი სახსრებითა და მათი ეკვივალენტებით, მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდებისა და დეპოზიტების სახით. ე.ი. საწარმოს აბსოლუტურად ლიკვიდური აქტივების ხარჯზე. ამ მაჩვენებელს პირველ რიგში ითვალისწინებენ მომავალი მიმწოდებლები და კრედიტორები შედარებით მოკლევადიანი დაკრედიტებისას. იგი საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ, აქვს თუ არა საწარმოს კრიტიკულ სიტუაციაში კრედიტორების მოთხოვნების დაკმაყოფილების უნარი. ანალიტიკოსების აზრით, ამ მაჩვენებლის ქვედა ზღვარია 0,2. დასავლეთში ფულადი სახსრების მართვის თანამედროვე კომპიუტერიზებულმა სისტემებმა შეამცირეს ფულად სახსრებზე არსებული მოთხოვნილებები, რის გამოც ამ კოეფიციენტის შემცირების ობიექტური ტენდენცია შეიძინა. სტრატეგიული ინვესტორებისათვის საწარმოს აბსოლუტურ ლიკვიდურობას უფრო ნაკლები მნიშვნელობა აქვს.

კოეფიციენტს ანგარიშობენ ფორმულით:

CR = (ფულადი სახსრები + მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები)/მიმდინარე ვალდებულებები

მისი რეკომენდირებული მნიშვნელობაა: 0,2-0,5.

2. სწრაფი ლიკვიდობის კოეფიციენტი (Quick ratio).

საბრუნავი სახსრების (ფულადი სახსრების, დებიტორული დავალიანების, მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებების) ყველაზე უფრო ლიკვიდური ნაწილის შეფარდება მოკლევადიან ვალდებულებებთან. ჩვეულებრივ, რეკომენდებულია, რომ მისი მნიშვნელობა მეტი იყოს ერთზე. ზოგან დასაშვებად მიაჩნიათ, რომ ეს 0,7-0,8-ის ფარგლებშიც შეიძლება იყოს (რუსეთი). სასწრაფო ლიკვიდობის კოეფიციენტის დაწევისას შესაძლოა საწარმო გადააწყდეს ლიკვიდური სახსრების დროებითი დეფიციტის პრობლემას. იგი იმ შემთხვევაში შეიძლება მოგვარდეს, თუ საწარმოს აქვს საკრედიტო ხაზი საკრედიტო დაწესებულებებში. ან ისეთი მაღალი საკრედიტო რეიტინგი, რომელიც ფინანსების ბაზარზე მისი ობლიგაციების მომგებიანად გაყიდვის შესაძლებლობას უქმნის მას.

კოეფიციენტს აღნიშნავენ ფორმულით:

QR = (ფულადი სახსრები + მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები + მისაღები ანგარიშები)/მიმდინარე პასივები.

რეკომენდებული მნიშვნელობებია: 0,3 - 1.

3. მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი (Current ratio).

ანგარიშობენ საბრუნავი აქტივების გაყოფით მოკლევადიან ვალდებულებებზე. იგი გვიჩვენებს, საკმარისად აქვს თუ არა საწარმოს ის სახსრები, რომლებიც მოკლევადიანი ვალდებულებების დასაფარავად შეიძლება გამოიყენონ. საბრუნავ აქტივებში შეაქვთ ნაღდი სახსრები (cash), მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები (short term investiment), დებიტორული დავალიანება (debtors), ნედლეულის, მასალების, საქონლისა და შზა პროდუქციის მარაგები (inventory). ლიკვიდურობის კოეფიციენტების გამოთვლის დროს საბრუნავი საშუალებების შემადგენლობაში არსებული ამა თუ იმ კომპონენტის გაანგარიშების საკითხთან დაკავშირებით ანალიტიკოსების შორის ხშირია დისკუსიები და ბევრი ეკონომისტის აზრით, საჭიროა ყველა არალიკვიდური აქტივის უკუგდება. საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად, ლიკვიდურობის კოეფიციენტის მნიშვნელობები ერთიდან ორამდე, ზოგჯერ კი — სამამდე საზღვრებში უნდა იყოს. ქვედა ზღვარს ის განაპირობებს, რომ საბრუნავი სახსრები,

სულ მცირე, მოკლევადიანი ვალდებულებების დასაფარავად მაინც უნდა იყოს საკმარისი, სხვაგვარად კომპანიას გაკოტრების საფრთხე ემუქრება, თუ საბრუნაო სახსრები 3-ჯერ და კიდევ უფრო მეტად აჭარბებს მოკლევადიან ვალდებულებებს, მაშინ არც ესაა სასურველი, რადგან იგი აქტივების არარაციონალურ სტრუქტურაზე მოწმობს. სამჯერ გადამეტება იმით შეგვიძლია გავამართლოთ, რომ მიმდინარე აქტივების ყველა შემადგენელ კომპონენტებს ერთნაირი ლიკვიდურობა არა აქვს, ე.ი. მათ ერთნაირად სწრაფად არ შეუძლიათ რეალიზება ღირებულების დაფარვის გარეშე.

ანგარიშობენ ფორმულით:

CR = მიმდინარე აქტივები/მიმდინარე პასივები

რეკომენდებული მნიშვნელობებია: 1-2.

4. წმინდა საბრუნავი კაპიტალი (Net working capital)

ესაა სხვაობა საწარმოს საბრუნავ აქტივებსა და მის მოკლევადიან ვალდებულებებს შორის. წმინდა საბრუნავი კაპიტალი აუცილებელია საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შესანარჩუნებლად, რადგან მოკლევადიან ვალდებულებებზე საბრუნავი სახსრების გადამეტება იმას ნიშნავს, რომ საწარმოს ამ თავისი ვალდებულებების დაფარვაც შეუძლია და საქმიანობის გაფართოების რეზერვიც აქვს. წმინდა საბრუნავი კაპიტალის ოპტიმალური სიდიდე კომპანიის საქმიანობის თავისებურებებზეა დამოკიდებული, კერძოდ, მის მასშტაბზე, რეალიზაციის მოცულობებზე, მატერიალური მარაგების ბრუნვის სისწრაფესა და დებიტორულ დავალიანებებზე. საბრუნავი კაპიტალის უკმარისობა იმას მოწმობს, რომ საწარმოს არა აქვს მოკლევადიანი ვალდებულებების დროულად დაფარვის უნარი. ოპტიმალურ მოთხოვნილებაზე ამ კაპიტალის მნიშვნელოვანი სიჭარბე საწარმოს რესურსების არარაციონალურად გამოყენებაზე მიუთითებს. ანალიზისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს საწარმოს საკუთარი საბრუნავი კაპიტალის ზრდის ტემპების განხილვას ინფლაციის ტემპების ფონზე.

წმინდა საბრუნავ კაპიტალს ანგარიშობენ ფორმულით:

NWC = მიმდინარე აქტივები-მიმდინარე პასივები

მისი მნიშვნელობა რეკომენდებულია: >0.

საწარმოში ლიკვიდურობასთან დაკავშირებული პრობლემების ირიბი ინდიკატორები შეიძლება იყოს თანამშრომლებისთვის ხელფასის მიცემის შეჩერება, აქციონერებისთვის დივიდენდების; აგრეთვე, საწარმოს სხვა კრედიტორებისთვის გადახდების შეუსრულებლობა.

გაფრთხილება: უნდა გვახსოვდეს, რომ მაჩვენებლების რეკომენდებული მნიშვნელობები, როგორც წესი, არსებითად განსხვავდება ერთმანეთისაგან სხვადასხვა დარგში თუ ერთი დარგის სხვადასხვა საწარმოში. ამიტომ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ სრული წარმოდგენა შეგვიძლია მივიღოთ მხოლოდ ფინანსური მაჩვენებლების მთელი ერთობლიობის ანალიზით და საწარმოს საქმიანობის თავისებურებათა გათვალისწინებით.

ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები

კაპიტალის სტრუქტურის მაჩვენებლები ასახავენ კომპანიის დაფინანსების წყაროებში საკუთარი და სასესხო სახსრების თანაფარდობის, ე.ი. ახასიათებენ კრედიტორებისგან კომპანიის ფინანსური დამოუკიდებლობის ხარისხს. ეს საწარმოს მდგრადობის მნიშვნელოვანი მახასიათებელია, კაპიტალის სტრუქტურის შესაფასებლად შემდეგ თანაფარდობებს იყენებენ:

1. ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტი (Equity to Total Assets).

ახასიათებს ფირმის დამოკიდებულებას გარე სესხებზე. რაც უფრო ნაკლებია ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო მეტი სესხი აქვს კომპანიას და მეტია გადახდისუუნარობის რისკი. საკუთარი და მოზიდული კაპიტალის თანაფარდობის მკაცრი ნორმატივები არ არსებობს, ისევე, როგორც ფინანსური კოეფიციენტების ნორმატივები მთლიანად. მუხედავად ამისა, ანალიტიკოსებს შორის გავრცელებულია აზრი, რომ საკუთარი კაპიტალის ხვედრითი წილი საკმაოდ მაღალი უნდა იყოს — არანაკლებ 50 პროცენტისა. მიაჩნიათ, რომ საკუთარი კაპიტალის მაღალი ხვედრითი წილის მქონე

საწარმოში, ინვესტორები და, განსაკუთრებით, კრედიტორები, უფრო ხალისით აბანდებენ სახსრებს, რადგან მას უფრო მეტი ალბათობით შეუძლია ვალების დაფარვა საკუთარი სახსრების ხარჯზე. გარდა ამისა, მოზიდული სახსრების მაღალი ხვედრითი წილის მქონე კომპანიებმა, როგორც წესი, მნიშვნელოვანი გადასახდელები უნდა გადაიხადონ პროცენტებზე და, შესაბამისად, დივიდენდების გადახდისა და რეზერვების შექმნისათვის მათ ნაკლები სახსრები დარჩებათ. 50-პროცენტიანი კრიტიკული დონის დადგენა შემდეგი მოსაზრების შედეგია: თუკი გარკვეულ მომენტში კრედიტორები მთელ ვალებს წარმოადგენენ გადასახდევინებლად, მაშინ კომპანიას შეუძლია გაყიდოს საკუთარი წყაროების ხარჯზე ჩამოყალიბებული თავისი ქონების ნახევარი, თუნდაც ქონების მეორე ნახევარი არალიკვიდური აღმოჩნდეს რაიმე მიზეზთა გამო. ამ მაჩვენებლის ინტერპრეტაცია მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული: კოეფიციენტის საშუალო დონე სხვა დარგებში; დაფინანსების დამატებითი საკალო წყაროების ხელმისაწვდომობა კომპანიისთვის; მიმდინარე საწარმოო საქმიანობის თავისებურებები. ფინანსური მდგრადობის დაბალი კოეფიციენტი და საგარეო სესხებში მოკლევადიანი კრედიტების მაღალი ხვედრითი წილი ორმაგად აუარესებს საწარმოს ფინანსურ მდგრადობას. ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტს ანგარიშობენ ფორმულით:

ETA = საკუთარი კაპიტალი/საწარმოს აქტივები

რეკომენდებული მნიშვნელობებია: 0,5-0,8.

2. ჯამური ვალდებულებები ჯამური აქტივების მიმართ (Total debt to total assets)

კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის წარმოდგენის კიდევ ერთი ვარიანტია. აჩვენებს, თუ საწარმოს აქტივების რა ნაწილს აფინანსებენ გრძელვადიანი სესხების ხარჯზე. რაც უფრო ნაკლებია მაჩვენებელი, მით უკეთესია კომპანიის ფინანსური მდგრადობა.

ზემოთხსენებულ სიდიდეს ანგარიშობენ ფორმულით:

TD/TA = (გრძელვადიან ვალდებულებებს + მიმდინარე ვალდებულებები)/საწარმოს აქტივები

რეკომენდებული მნიშვნელობებია: 0,2 — 0,5

3. გრძელვადიანი ვალდებულებები აქტივების მიმართ (Long - term debt to total assets). იგი გვიჩვენებს, საწარმოს აქტივების თუ რა ნაწილს აფინანსებენ გრძელვადიანი სესხების ხარჯზე. აღნიშნულ სიდიდეს ანგარიშობენ ფორმულით:

LD/TA = გრძელვადიანი ვალდებულებებს + მიმდინარე ვალდებულებები)/საწარმოს აქტივები

4. ჯამური ვალდებულებები საკუთარი კაპიტალის მიმართ (Total debt to equity).

დაფინანსების საკრედიტო და საკუთარი წყაროების თანაფარდობა, ისევე, როგორც CD/TA, ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტის წარმოდგენის ერთ-ერთი ფორმაა, რაც უფრო ნაკლებია კოეფიციენტი, მით უფრო სტაბილურია საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა. მას ანგარიშობენ ფორმულით:

TD/EQ = გრძელვადიანი ვალდებულებები + მიმდინარე ვალდებულებები)/საკუთარი კაპიტალი.

რეკომენდებული მნიშვნელობებია: 0,25 - 1.

5. გრძელვადიანი ვალდებულებები არასაბრუნავი აქტივების მიმართ (Long - term debt to fixed assets).

გვიჩვენებს, ძირითადი საშუალებების თუ რა ნაწილს აფინანსებენ გრძელვადიანი სესხების ხარჯზე. მას ანგარიშობენ ფორმულით:

TD/FA = (გრძელვადიანი ვალდებულებები + მიმდინარე ვალდებულებები)/გრძელვადიანი აქტივები.

6. პროცენტების დაფარვის კოეფიციენტი (Times interest earned).

ახასიათებს გაცემულ კრედიტებზე პროცენტების გადაუხდელობისგან კრედიტორების დაცულობის ხარისხს და გვიჩვენებს, თუ საანგარიშგებო პერიოდის განმავლობაში რამდენჯერ გამოიმუშავა კომპანიამ სესხებზე პროცენტების გადასახდელი სახსრები. ეს მაჩვენებელიც საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ იმ მოგების კლების დასაშვები დონე, რომელსაც პროცენტების გასასტუმრებლად იყენებენ.

მას ანგარიშობენ ფორმულით:

TIE = მოგება გადასახადების და კრედიტის პროცენტის გამოკლებამდე/?კრედიტებზე.

რეკომენდებული მნიშვნელობაა: >1.

რენტაბელობის კოეფიციენტები

რენტაბელობის კოეფიციენტები გვიჩვენებენ, თუ რამდენად მომგებიანია კომპანიის საქმიანობა.

1. გაყიდვათა რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on sales), %.

გვიჩვენებს წმინდა მოგების წილს საწარმოს გაყიდვათა მოცულობაში. რენტაბელობის ყველაზე უფრო მთავარი და ხშირად დასახელებული მაჩვენებელი. ზოგიერთი ქვეყნის საწარმოებისათვის უკვე კარგია, თუკი იგი უარყოფითი არაა და ინფლაციის დონესთან შესაბამისობაშია მოყვანილი. დასავლეთის საწარმოებისთვის რენტაბელობა დარგიდან დარგში მერყეობს და საკუთარ მნიშვნელობებს იძენს.

ანგარიშობენ ფორმულით:

ROS =(წმინდა მოგება/გაყიდვათა წმინდა მოცულობა)×100%.

2. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on shareholders equity), %.

არსებითად, მთავარი მაჩვენებელია სტრატეგიული ინვესტორებისთვის (ზოგან ასე უწოდებენ იმ ინვესტორებს, რომლებიც 1 წელზე მეტი ხნით აბანდებენ სახსრებს). საშუალებას გვაძლევს შევაფასოთ საწარმოს მესაკუთრეების მიერ ინვესტირებული კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობა. ჩვეულებრივ, ამ მაჩვენებელს უდარებენ სხვა საწარმოების აქციებში სახსრების შესაძლო ალტერნატიულ დაბანდებას. საკუთარ კაპიტალს უწოდებენ საწარმოს მოგებიდან ჩამოყალიბებული რეზერვებისა და აქციონერული კაპიტალის ჯამს. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა გვიჩვენებს, თუ წმინდა მოგების რამდენი ფულადი ერთეული გამოიმუშავა კომპანიის მესაკუთრეების მიერ დაბანდებულმა თითოეულმა ერთეულმა. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის მაჩვენებელი, ასევე, ახასიათებს ემიტენტი კომპანიის მენეჯერების მუშაობის ეფექტიანობას. თუ დარგის კომპანიების სიმრავლიდან ერთის აქციონერულ კაპიტალზე მოსული შემოსავალი გაცილებით ნაკლებია დანარჩენებისაზე, მაშინ ამ კომპანიას, შესაძლოა, ზოგიერთი პირობის შესრულების შემთხვევაში ჰქონდეს ზრდის პერსპექტივა და, შესაბამისად აქციების საბაზრო ღირებულების გადიდების პერსპექტივები.

ROE-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

ROE = (წმინდა მოგება/საკუთარი კაპიტალი)×100%.

3. საწარმოს აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on assets), %.

არცთუ უმნიშვნელო მაჩვენებელია. საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ საწარმოს აქტივების გამოყენების ეფექტიანობა. აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს, თუ წმინდა მოგების რამდენი ფულადი ერთეული გამოიმუშავა აქტივების თითოეულმა ერთეულმა. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის მაჩვენებელი ახასიათებს კომპანიის ფინანსური მენეჯერებისა და სპეციალისტების მუშაობის ეფექტიანობას მმართველობითი აღრიცხვის დარგში.

ROA-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

ROA = (წმინდა მოგება/საწარმოს აქტივები)×100%.

4. საბრუნავი აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on current assets), %.

გვიჩვენებს კომპანიის მიერ გამოყენებული საბრუნავი საშუალებების მიმართ მოგების საკმარისი მოცულობის უზრუნველყოფაში საწარმოს შესაძლებლობებს. რაც უფრო მეტია ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო ეფექტიანად და სწრაფად იყენებენ საბრუნავ სახსრებს. რენტაბელობის სასურველი კოეფიციენტი სხვადასხვა დარგში სხვადასხვაა. იქ, სადაც კაპიტალური დაბანდებები დიდია და საწარმოო ციკლი — ხანგრძლივი, საბრუნავი აქტივების რენტაბელობა, როგორც წესი, უფრო დაბალია, ვიდრე იქ, სადაც კაპიტალური დანახარჯები ნაკლებია, ხოლო საწარმოო ციკლი სწრაფი.

RCA-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

RCA = (წმინდა მოგება/მიმდინარე აქტივები)×100%.

5. არასაბრუნავი აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on assets),%.

გვიჩვენებს საწარმოს უნარს, უზრუნველყოფს მოგების საკმარისი მოცულობა კომპანიის ძირითადი საშუალებების მიმართ. რაც უფრო მაღალია ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო

ეფექტიანად იყენებენ ძირითად საშუალებებს და მით უფრო სწრაფად ხდება ძირითად კაპიტალში განხორციელებული ახალი ინვესტიციების ანაზღაურება.

RFA-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

RFA = (წმინდა მოგება/გრძელვადიანი აქტივები)×100%.

6. ინვესტიციების რენტაბელობის კოეფიციენტი (Return on investment),%.

გვიჩვენებს, თუ რამდენი ფულადი ერთეული დასჭირდა საწარმოს მოგების ერთი ფულადი ერთეულის მისაღებად. ეს მაჩვენებელი კონკურენტუნარიანობისა და საინვესტიციო მიმზიდველობის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ინდიკატორია.

ROI-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

ROI = (წმინდა მოგება/საკუთარი კაპიტალი + გრძელვადიანი ვალდებულებები) ×100%.

7. გაყიდვების რენტაბელობა მარჟინალური შემოსავლის მიხედვით (Gross Profil Margin), 100%.

გვიჩვენებს საწარმოს მარჟინალური შემოსავლის შეფარდებას რეალიზაციით მიღებულ ნაღაჭრთან.

GPM-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

GPM = (ამონაგები რეალიზაციიდან ცვლადი ხარჯების გამოკლებით/ ამონაგები რეალიზაციიდან) ×100%.

საქმიანი აქტივობის კოეფიციენტები

აქტივების ბრუნვისა (assets turnover) საკუთარი კაპიტალის ბრუნვის (equity turnover) მაჩვენებლები ახასიათებენ საწარმოს საქმიანი აქტივობის დონეს. მათ ანგარიშობენ პროდუქციის (მომსახურების, სამუშაოს) რეალიზაციიდან მიღებული წლიური ნაღაჭრის შეფარდებით, შესაბამისად, აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის საშუალო წლიურ ღირებულებასთან. ამ ჯგუფის კოეფიციენტები გეუხმარება გავაანალიზოთ, თუ რამდენად ეფექტიანად იყენებს თავის სახსრებს საწარმო. განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს საქმიანი აქტივობის მაჩვენებლების შედარებას დარგის საშუალო მაჩვენებლებთან, რადგან მათი სიდიდე არსებითად შეიძლება განსხვავდებოდეს დარგზე დამოკიდებულებით.

1. მუშა კაპიტალის ბრუნვის კოეფიციენტი (Net working capital turnover), ჯერადი გვიჩვენებს, თუ რამდენად ეფექტიანად იყენებს კომპანია საბრუნავ კაპიტალში განხორციელებულ ინვესტიციებს და როგორ მოქმედებს ეს გაყიდვათა ზრდაზე. რაც უფრო მეტია ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო ეფექტიანად იყენებს საწარმოო წმინდა საბრუნავ კაპიტალს.

NCT-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

NCT = გაყიდვათა წმინდა მოცულობა/წმინდა საბრუნავი კაპიტალი

2. ძირითადი საშუალებების ბრუნვის კოეფიციენტი (Fixed assets turnover), ჯერადი ფონდუკუგება. ეს კოეფიციენტი ახასიათებს საწარმოს განკარგულებაში არსებული ძირითადი საშუალებების გამოყენების ეფექტიანობას. რაც უფრო მაღალია კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო ეფექტიანად იყენებს საწარმო ძირითად საშუალებებს. ფონდუკუგების დაბალი დონე მიგვანიშნებს გაყიდვათა არასაკმარის მოცულობაზე, ან კაპიტალდაბანდებათა მეტისმეტად მაღალ დონეზე, ან წარმოების არაეფექტიან ტექნოლოგიაზე. მაგრამ ამ კოეფიციენტის მნიშვნელობები საკმაოდ განსხვავებულია სხვადასხვა დარგში და ასევე ძლიერადაა დამოკიდებული ამორტიზაციის დარიცხვის მეთოდსა და აქტივების ღირებულების შეფასების პრაქტიკაზე. ამგვარად, შესაძლებელია გაჩნდეს ისეთი სიტუაცია, როცა ძირითადი საშუალების ბრუნვის კოეფიციენტი მაღალია იმ საწარმოებში, სადაც გაცვეთილი ძირითადი საშუალებებია, და დაბალია იქ, სადაც ეს საშუალებები ახლახან დააყენეს.

FAT-ს ანგარიშობენ ფორმულით;

FAT = გაყიდვათა წმინდა მოცულობა/გრძელვადიანი აქტივები.

3. აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი (Total assets turnover), ჯერადი, ახასიათებს კომპანიების ხელთ არსებული ყველა რესურსის გამოყენების ეფექტიანობას მათი მოზიდვის წყაროების მიუხედავად. ეს კოეფიციენტი გვიჩვენებს, თუ რამდენჯერ ხორციელდება წელიწადში წარმოებისა და მიმოქცევის

სრული ციკლი, რომელსაც შესაბამისი ეფექტი მოაქვს მოგების სახით. ეს კოეფიციენტიც ძლიერ მერყეობა დარგების მიხედვით.

TAT-ს ანგარიშობენ ფორმულით;

TAT = გაყიდვათა წმინდა მოცულობა /საწარმოს აქტივები.

4. აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი (Stock turnover), ჯერადი, ასახავს მარაგების რეალიზების სისწრაფეს დღეებით. კოეფიციენტის გასაანგარიშებლად საჭიროა 365 დღე გავყოთ კოეფიციენტის მნიშვნელობაზე. მთლიანობაში, რაც უფრო მაღალია მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი, მით უფრო ნაკლები სახსრებია მოქცეული აქტივების ამ ყველაზე ნაკლებად ლიკვიდურ ჯგუფში. ბრუნვის დაჩქარებას და მარაგების შემცირებას განსაკუთრებით დიდი მნიშვნელობა აქვს კომპანიის პასივებში მნიშვნელოვანი დავალიანების არსებობისას.

ST-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

ST = რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება/სასაქონლო-მატერიალური მარაგები.

5. დებიტორული დავალიანების ბრუნვის კოეფიციენტი (Average collection period), დღეები,

გვიჩვენებს დავალიანების დაფარვისთვის საჭირო დღეების საშუალო რაოდენობას. რაც უფრო ცოტაა ეს რაოდენობა, მით უფრო სწრაფად გადაიქცევა დავალიანება ფულად სახსრებად და, მაშასადამე, მაღლდება საწარმოს საბრუნავი სახსრების ლიკვიდობა. კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობა შესაძლოა ადასტურებდეს სახსრების გადახდევინების სიძნელეებს დებიტორების ანგარიშების მიხედვით.

CP-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

CP = (ანგარიშებით მისაღები თანხები/გაყიდვათა წლიური მოცულობა)×365.

ინვესტიციური კრიტერიუმები

1. მოგება აქციაზე (Earning per ordinary share)

მოგება აქციაზე, კომპანიის საბაზრო ღირებულებაზე მოქმედი ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი მაჩვენებელია. გვიჩვენებს, წმინდა მოგების წილს ფულადი ერთეულებით, რომელიც ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე მოდის. ერთ აქციაზე მიღებული მოგების გადიდება მოწმობს ემიტენტი — კომპანიის ზრდას. ასეთი კომპანიის აქციების ყიდვა სახსრების საინვესტიციო დაბანდების ეფექტიანი მიმართულებაა რაღაც დროით, რადგან დივიდენდებთან ერთად აქციების კურსის ზრდაცაა მოსალოდნელი.

EPS-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

EPS = (წმინდა მოგება — დივიდენდები პრივილეგირებულ აქციებზე)/(ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა).

2. დივიდენდები აქციაზე (Dividends per ordinary share)

გვიჩვენებს ყოველ ჩვეულებრივ აქციაზე განაწილებული დივიდენდების თანხას. დივიდენდების მატება მოწმობს კომპანიის მოგების ზრდას და, როგორც წესი, აქციის საკურსო ღირებულების სიგნალია, თუკი მანამდე არ მომხდარა აქციის ღირებულების აწევა.

DPS-ს ანგარიშობენ ფორმულით:

DPS = დივიდენდები ჩვ. აქციებზე/ჩვ. აქციების რაოდენობა.

3. აქციის ფასისა და მოგების შეფარდება (Price to earnings), ჯერადი.

ის ერთ-ერთი მთავარი მაჩვენებელია, რომლითაც ხელმძღვანელობს რიგითი ინვესტორებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ტრეიდერების დიდი ნაწილი. ეს კოეფიციენტი გვიჩვენებს, თუ რამდენი ფულადი ერთეულის გადახდაზე არიან აქციონერები თანახმა კომპანიის წმინდა მოგების ერთ ფულად ერთეულში. ივი, აგრეთვე, გვიჩვენებს, რამდენად სწრაფად შეიძლება ანაზღაურდეს კომპანიის აქციებში შესრულებული ინვესტიციები და საშუალებას გვაძლევს ერთმანეთს შევუდაროთ აქციების ფასები შედარებით საფუძველზე. 80 დოლარიანი აქციები, რომლებსაც P/E = 8 კოეფიციენტი აქვთ, შედარებით იაფია 15 დოლარიან აქციებზე P/E = 30 კოეფიციენტით. ზოგიერთი ინვესტორი ფიქრობს, რომ დაბალი P/E კოეფიციენტის მქონე აქციები ყოველთვის ჯობს მაღალკოეფიციენტიან აქციებს.

სწრაფად ზრდადი აქციები, ჩვეულებრივ, უფრო მაღალ მამრაველს იმსახურებენ, ვიდრე ნელა განვითარებადი საწარმოების აქციები, რადგან ინვესტორები უფრო მეტს მოელიან მომავალში მათი

დინამიკისგან. პირიქით, ღირებულებაზე ორიენტირებული ზოგიერთი ინვესტორი იმის მტკიცებას მოპყვება, რომ მაღალი P/E კოეფიციენტის მქონე აქციები უფრო ძირს შეიძლება დაეშვნენ, თუკი მათი შემოსავალი არ ამართლებს ინვესტორების დიდ იმედებს, რადგან ეს დიდი იმედები მთლიანად აქციების ფასშია ჩადებული. უფრო დაბალი P/E კოეფიციენტის მქონე აქციები მეტი უსაფრთხოების შეგრძნებას, ქმნიან წმინდა სახით, რადგან პირველ რიგში, ბაზარი მათგან ბეერს არ მოელის. ამ აქციების რისკი იმაშია, რომ მათი კოტირებები წლების მანძილზე შეიძლება ერთსა და იმავე დონეზე დარჩეს და მნიშვნელოვნად არასდროს გაიზარდოს მდორედ განვითარებისა და მეტისმეტად სტაბილურობის გამო.

ანგარიშობენ ფორმულით:

P/E = აქციის საბაზრო ფასი / EPS

4. გადახდის კოეფიციენტი (Payout ratio)

კომპანიის წმინდა მოგების პროცენტი, რომელიც დივიდენდების გაცემას ხმარდება. დასაელეთის კორპორაციებში ნორმალური დონეა 25-50 %.

ფასიანი ქაღალდების შესახებ აშშ-ში 1933 წ. მიღებული კანონის თანახმად, საჯარო კომპანია (ღია ტიპის სააქციო საზოგადოება) ვალდებულია რეგულარულად მოახდინოს ანგარიშგება თავისი აქციონერების წინაშე. ყველაზე სრული ინფორმაცია მოცემულია კომპანიის წლიურ ანგარიშში, მიმდინარე საქმიანობის შედეგები კი ყოველკვარტალურ ანგარიშგებებშია ასახული.

წლიური ანგარიშგების ტიპიური სტრუქტურა ასეთია:

- განყოფილება, რომელიც ბიზნესის წარმართვის ფილოსოფიას აშუქებს;
- კომპანიის საქმიანობის ყოველი სახის დეტალურად აღწერა. ამ განყოფილებიდან შეგვიძლია მოვიპოვოთ ინფორმაცია მართვის ეფექტიანობისა და პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის შესახებ;

  ფინანსური ინფორმაცია, მათ შორის ანგარიშგება წლის განმავლობაში მოგებისა და ზარალის შესახებ და კომპანიის ბალანსი, ე.ი. მისი აქტივებისა და პასივების მდგომარეობის აღწერა წლის ბოლოსათვის განვლილი პერიოდის შედეგებთან შედარებით. გარდა ამისა, შესაძლებელია თანდართული იყოს დამატებითი ცნობები, მაგალითად, იმ სასამართლო სარჩელებსა და გარჩევებზე, რომლებშიც კომპანია მონაწილეობდა, ან სახელმწიფო რეგულირებაში მოსალოდნელ იმ ცვლილებებზე, რომლებმაც შესაძლოა უარყოფითად იმოქმედოს კომპანიის რენტაბელობაზე;

  აუდიტორის დასკვნა, რომელიც ადასტურებს ემიტენტის მიერ წარმოდგენილი ფინანსური ინფორმაციის სისრულესა და სისწორეს.

18.2. ფუნდამენტური ანალიზის უახლესი მეთოდები

საწარმოს ლიკვიდობის ახალი კომპლექსური მაჩვენებელი

საწარმოს მდგომარეობით დაინტერესებული ნებისმიერი პირი (ხელმძღვანელი, ინვესტორი, კრედიტორი, აუდიტორი და ა.შ.), რომელსაც შემდგომში გადაწყვეტილების მიმღებ პირს (გმპ) ვუწოდებთ, არ ჯერდება მაჩვენებლების უბრალო რაოდენობრივ შეფასებას. მისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს იმის ცოდნას, სასურველია თუ არა მიღებული მნიშვნელობები, კარგია თუ არა ისინი და რამდენად. გარდა ამისა, გმპ ცდილობს ლოგიკური კავშირი დაამყაროს გამოყოფილი ჯგუფის მაჩვენებლების რაოდენობრივ მნიშვნელობებსა და იმ რომელიღაც კომპლექსურ მაჩვენებლებს შორის, რომელიც

მთლიანობაში ახასიათებს საწარმოს ფინანსურ მდგომარეობას. ე.ი. გმპ ვერ დაკმაყოფილდება ბინარული შეფასებით „კარგია — ცუდია". მას აინტერესებს ვითარების ნიუანსები და ამ ნიუანსობრივი მნიშვნელობების ეკონომიკური ინტერპრეტაცია. დაკალებას ის ართულებს, რომ მაჩვენებლები ბევრია, ხშირად ისინი სხვადასხვა მიმართულებით იცვლებიან, რის გამოც გმპ ცდილობს ერთ კომპლექსურ მაჩვენებელში მოაქციოს ყველა ფინანსური მაჩვენებელი და ამის მიხედვით იმსჯელოს ფირმის კეთილდღეობის („სიცოცხლისუნარიანობის") დონეზე.

ანალიზში კარგადაა ცნობილი ე.წ. Z მაჩვენებლები, რომლებიც შესაძლო გაკოტრების ალბათობასთან არიან კაშირში:

$$Z = \sum_i A_i X_i \qquad (18.1.)$$

სადაც Xi ბუღალტრული ანგარიშგების მაჩვენებლების ფუნქციებია, Ai — იმ საწარმოების ჯგუფის ე.წ. დისკრიმინაციული ანალიზის საფუძველზე მიღებული წონების ერთობლიობა, რომელთა ნაწილი გაკოტრდა. ადგენენ, ასევე, Z_1 და Z_2 ზღვრულ ნორმატივებს. როცა $Z < Z_1$. მაშინ საწარმოს გაკოტრების ალბათობა მაღალია, როცა $Z < Z_2$ მაშინ — დაბალი; $Z_1 < Z < Z_2$ შემთხვევაში საწარმოს მდგომარეობა გაურკვეველია.

ე. ალტმანის მეთოდი

ეს მეთოდი, რომელიც 1968 წ. შეიმუშავა ე. ალტმანმა, ყველა ქვეყანაში ფართოდაა გავრცელებული და მას ფართოდ იყენებენ ანალიზში.

სხვადასხვა ქვეყნებისთვის მიღებული მონაცემების შედარება გვიჩვენებს, რომ Z - კოსანში არსებული წონები და $[Z_1, Z_2]$ ზღვრული ინტერვალი ძლიერ განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან არა მარტო ცალკეულ ქვეყნებში, არამედ ერთი და იმავე ქვეყნის ფარგლებშიც კი წლების მიხედვით (დასკვნები გაკეთებულია აშშ-ის საწარმოების მდგომარეობაზე დაკვირვებით 10 წლის განმავლობაში). ამგვარად, ალტმანის Z - მეთოდები არ გამოირჩევა საწყის მონაცემებში ვარიაციების მიმართ მდგრადობით. სტატისტიკა, რომელსაც ალტმანი და მისი მიმდევრები ეყრდნობიან, შესაძლოა, რეპრეზენტატული კია, მაგრამ მას არ აქვს მოვლენების ამორჩევის სტატისტიკური ერთგვაროვნების დიდად მნიშვნელოვანი თვისება. ერთია, როცა სტატისტიკას იყენებენ რადიოიდეტალების შერჩევისათვის ერთი წარმოებული პარტიიდან და სხვაა, როცა მას იყენებენ განსხვავებული ორგანიზაციულ-ტექნიკური სპეციფიკის მქონე ფირმებისთვის, რომლებსაც აქვთ უნიკალური საბაზრო ნიშნები, თავ-თავიანთი სტრატეგიები და მიზნები, სიცოცხლის ციკლის ფაზები და ა.შ. აქ შეუძლებელია ვისაუბროთ მოვლენათა სტატისტიკურ ერთგვაროვნებაზე და, მაშასადამე, ეჭვქვეშ დგება ალბათური მეთოდების გამოყენების, თვით „გაკოტრების ალბათობის" ტერმინის მიღება — არმიღების საკითხი.

ალტმანის მიდგომა ვარგისია მაშინ, როდესაც აშკარაა (ან მოდელითაა დასაბუთებული) გადარჩენის/გაკოტრების მოვლენათა ერთგვაროვნება და რეპრეზენტატულობა. მაგრამ ამ მეთოდის მთავარი შეზღუდვა ხარისხიანი სტატისტიკის პრობლემა სულაც არაა. საქმე ისაა, რომ კლასიკური ალბათობა ცალკეული ობიექტის ან მოვლენის მახასიათებელი კი არაა, არამედ მოვლენათა გენერალური ერთობლიობის. ცალკეული საწარმოს განხილვით ჩვენ ალბათურად აღვწერთ მის მიმართებას მთელ ჯგუფთან. მაგრამ ყოველი საწარმოს უნიკალობა ისაა, რომ მას გადარჩენა შეუძლია მინიმალური შანსების დროსაც კი და პირიქით. საწარმოს ბედ-იღბალის ერთადერთობა აიძულებს მკვლევარს, უფრო დაჟინებით დააკვირდეს საწარმოს, გაშიფროს მისი უნიკალობა და სპეციფიკა, არ მოაქციოს იგი სხვებთან ერთად „ერთ ქვეყანაში", მსგავსებები კი არ ეძიოს, არამედ მოახდინოს განსხვავებათა დიაგნოსტიკა და აღწეროს ისინი. ასეთი მიდგომის დროს ადგილი არ რჩება სტატისტიკური ალბათობისთვის. ამას ინტუიციით გრძნობს მკვლევარი და აქცენტი გაკოტრების პროგნოზირებიდან (რომელიც სრულყოფილი სტატისტიკის გარეშე მკითხაობა იქნებოდა და მეტი არაფერი) შექმნილი სიტუაციის შეცნობაზე გადააქვს. განსაზღვრავს იმ დისტანციას, რომელიც გაკოტრებისგან აშორებს საწარმოს.

ვალენტური და აქსიოლოგიური ალბათობები.

ალბათობის ბუნების გამოვლენისადმი მიძღვნილ ნაშრომებში გეხვდება სხვადასხვა ტიპის არაკლასიკური ალბათობები. აღვნიშნოთ მხოლოდ ორი მათგანი: ვალენტური და აქსიოლოგიკური ალბათობები. ვალენტური ალბათობა გამოხატავს H ჰიპოთეზის რეალიზების მოლოდინს კვლევის E ობიექტის შესახებ ფაქტიური მოწმობების არსებული კონტექსტის გათვალისწინებით (კერძო შემთხვევაში, როცა E ერთგვაროვანი მოვლენების რეპრეზენტატული ამონაკრებია, მაშინ ალბათობა სტატისტიკურია). ასიოლოგიკური ალბათობა გამოხატავს H ჰიპოთეზის რეალიზების მოლოდინს S საკვლევი ობიექტის შესახებ იმ სუბიექტურ შეფასებათა კონტექსტის გათვალისწინებით, რომლებიც ერთი ექსპერტის ან ექსპერტთა ჯგუფის მიერაა შესრულებული. ამგვარი ალბათობები შესაძლებელია გამოვიყენოთ ფინანსურ ანალიზში, როგორც ამას ფართოდ მიმართავენ ექსპერტულ სისტემებში და, აგრეთვე, გაურკვეველ პირობებში გადაწყვეტილებების მიღებისას (კერძოდ, ინვესტიციების რისკის შეფასებისას). ამ დროს შემთხვევითობის ცნებას ცვლის მოლოდინის ცნება. მაგრამ შევნიშნოთ კიდევ ერთი ასპექტი, რომელიც პრინციპში მოუხერხებელს ხდის არაკლასიკური ალბათობების გამოყენებას, როცა კვლევებისთვის არსებობს გაცილებით უფრო გამოსადეგი მათემატიკური აპარატი.

საუბარია არამკაფიო სიმრავლეებსა და ბუნდოვან ლოგიკაზე, რაც უფრო სიღრმისეულად ვიკვლევთ საწარმოს, მით უფრო ხშირდება გაურკვეველობის წყაროები. ანალიზის ამოსავალი ჩვეულებრივ — უხეში და მიახლოებითია, მოდელის დეკომპოზიცია რაოდენობრივი და თვისებრივი საწყისი მონაცემების მზარდ დეფიციტთანაა დაკავშირებული. ჩვენ ხშირად ვაწყდებით ისეთ გაურკვეველობას, რომლის ერთმნიშვნელოვნად და მკაფიოდ გაშიფვრა პრინციპში შეუძლებელია. მთელი რიგი პარამეტრების ზუსტად გაზომვა არ ხერხდება და მაშინ მის შეფასებაში აუცილებლად ჩნდება სუბიექტური კომპონენტი, რომელიც ბუნდოვანი შეფასებებით გამოიხატება — „მაღალი", „დაბალი", „უფრო მისაღები", „სრულიად მოსალოდნელი", „ნაკლებად საფიქრებელი" და ა.შ. ჩნდება ის, რასაც მეცნიერებაში აღწერენ როგორც ლინგვისტურ ცვლადს თავისი მნიშვნელობათა დერმ — სიმრავლით, რომელიღაც ფაქტორის რაოდენობრივი მნიშვნელობისა და მისი თვისებრივი ლინგვისტური აღწერის კავშირს კი გამოხატავენ ე.წ. არამკაფიო სიმრავლეზე ფაქტორის m — მიკუთვნების ფუნქციებით.

m მრუდის აგების საფუძვლებია:

- სხვადასხვა ასაკობრივი ჯგუფების მუშაკებისთვის შედგენილი ობიექტური ტესტების მონაცემები ამ ჯგუფების ფსიქოფიზიოლოგიური თვისებურებების გამოვლენით (ამგვარ დაკვირვებათა კონტექსტი E მოწმობების კონტექსტია).
- ექსპერტების ინტუიციური წარმოდგენები (კონტექსტი S).

ამგვარად, არამკაფიო სიმრავლეებზე პარამეტრების მიკუთვნების ფუნქციებს ანალიზში იგივე ღირსებები აქვს, რაც ალბათობათა არაკლასიკურ ტიპებს. და თანაც ისინი არსებული საინფორმაციო გაურკვეველობის რაოდენობრივი საზომია, რომელთა მნიშვნელობა ლინგვისტურად ბუნდოვანი ფორმით აღიწერება.

რისკების შეფასების ახალი მაჩვენებელი

ინვესტიციების რისკის შეფასების მეთოდი უკავშირდება პროექტის საწყისი მონაცემების ნაწილში ინფორმაციული გაურკვეველობის აღწერის ხერხს. თუკი ამოსავალ პარამეტრებს ალბათური აღწერა აქვთ, მაშინ ინვესტიციების ეფექტიანობის მაჩვენებლებსაც შემთხვევითი სიდიდეების სახე და საკუთარი იმპლიკაციური ალბათური განაწილება აქვთ, მაგრამ სტატისტიკურად, რაც უფრო ნაკლებად განპირობებულია ესა თუ ის პარამეტრი, რაც უფრო სუსტია აღსაწერი საბაზრო გარემოს მდგომარეობის შესახებ კონტექსტის ინფორმაციულობა და დაბალია ექსპერტთა ინტუიციური აქტიეობის დონე, მით უფრო ნაკლებად შეიძლება იყო დასაბუთებული ნებისმიერი ტიპის ალბათობათა გამოყენება ინვესტიციების ანალიზში.

გაურკვეველობის გათვალისწინების ალტერნატიული მეთოდია ე.წ. მინიმაქსური მიდგომა. აყალიბებენ ინვესტიციების პროცესში მოელენათა განვითარების მოსალოდნელი სცენარების რაიმე კლასს და მისგან ირჩევენ ორ ისეთ სცენარს, რომელთა დროსაც ეფექტიანობა, შესაბამისად, მინიმალური და მაქსიმალურია. შემდეგ მოსალოდნელ ეფექტს აფასებენ გურვიცის ფორმულის მიხედვით თანხმობის L პარამეტრით. როდესაც L = 0 (ვალდის წერტილი), მაშინ გადაწყვეტილების მიღება ეყრდნობა პროექტის ეფექტიანობის ყველაზე უფრო პესიმისტურ შეფასებას, როცა ყველაზე არასასიკეთო სცენარის რეალიზაციის პირობებში ყველაფერია გაკეთებული მოსალოდნელი ზარალის შესამცირებლად. ცხადია, ამგვარი მიდგომა მინიმუმამდე სწევს ინვესტორის რისკს. მაგრამ მისი გამოყენების დროს დაწუნებული იქნება პროექტების უმრავლესობა, ისინიც კი, რომლებსაც წარმატების არცთუ ცუდი შანსები აქვთ. ჩნდება საქმიანი აქტივობის პარალიზებისა და ინვესტორის როგორც გადაწყვეტილების მიმღები პირის დეგრადაციის საფრთხე.

გაურკვეველ სიმრავლეთა თეორია

ისეთ ინსტრუმენტად, რომელიც შესაძლებლობის (მოლოდინის) გაზომვის შესაძლებლობას გვიქმნის, გაურკვეველ სიმრავლეთა თეორია გვევლინება. ამ მიდგომის გამოყენებით ეკონომიკურ ლიტერატურაში შემუშავებულია ინვესტიციების რისკის შეფასების მეთოდი და რისკის დონის შეფასების ახალი კომპლექსური მაჩვენებელი. ვთქვათ, საინვესტიციო პროექტის მრავალვარიანტული შეფასების პროცესში მიღებულია ინვესტიციების წმინდა მიმდინარე ღირებულების მაჩვენებლის სამი მნიშვნელობა: NPVmin - მინიმალური, NPVmax - მაქსიმალური და NPVexp — საშუალოდ მოსალოდნელი. ეფექტიანი ინვესტიციები ვუწოდოთ საინვესტიციო პროცესის მდგომარეობათა ისეთ სიმრავლეს, როცა პროექტის რეალური წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულზე მეტია.

დავუშვათ, რომ სრულდება პირობა: NPVmin<0 <NPVexp. მაშინ ინვესტიციების არაეფექტიანობის რისკის დონეს (V&M) ვაფასებთ ფორმულით, რომელიც აქ გამოყვანის გარეშეა მოყვანილი:

$$V\&M = R\left(1 + \frac{1-a}{a} \times \ln(1-a)\right)$$

სადაც:

$$a = -\frac{NPV_{min}}{NPV_{exp} - NPV_{min}}$$

$$R = -\frac{NPV_{min}}{NPV_{max} - NPV_{min}} \qquad (18.2.)$$

რისკის დონე V&M 0-დან 1-მდე მნიშვნელობებს იღებს.

ყოველ ინვესტორს, საკუთარი საინვესტიციო მდგომარეობიდან გამომდინარე, შეუძლია V&M მოახდინოს მნიშვნელობათა კლასიფიცირება და რისკის მიუღებელ მნიშვნელობათა მონაკვეთის გამოყოფა თავისთვის. შესაძლებელია რისკის დონეების უფრო დაწვრილებით გრადაციაც. მაგალითად, თუ შემოვიღებთ ლინგვისტურ ცვლადს „რისკის დონე" მის მნიშვნელობათა მოელი ტერმ-სიმრავლის (უმნიშვნელო, დაბალი, საშუალო, შედარებით მაღალი, მიუღებელი), მაშინ ყოველ ინვესტორს შეუძლია დამოუკიდებლად აღწეროს შესაბამისი გაურკვეველი ქვესიმრავლეები მიკუთვნების m(V&M)-თვის ზუთი ფუნქციის მინიჭებით.

18.3. ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდები

ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი მეთოდებია:

ანალიზი წმინდა მიმდინარე ღირებულების საფუძველზე;

შედარებითი ანალიზი.

ანალიზი წმინდა მიმდინარე ღირებულების საფუძველზე

წმინდა მიმდინარე ღირებულების საფუძველზე შეფასების მოდელი დისკონტირების თეორიას ეყრდნობა. გულისხმობენ, რომ კომპანიის ღირებულება არის მიმდინარე პერიოდისთვის დისკონტირებული მომავალი ფულადი ნაკადების თანხა, რომლებიც კრედიტორებს, პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს შორის უნდა განაწილდეს. მას ანგარიშობენ ფორმულით:

$$CV = St = IT\ FCFF/(1+WACC)^{*} \qquad (18.3.)$$

სადაც, CV (Company value) კომპანიის ღირებულებაა და EV-s (Enterprise Value) სინონიმია; FCFF(Free Cash Flow to Firm) — ჯამური წმინდა ფულადი ნაკადი, რომელსაც ანაწილებენ კომპანიის ყველა ინვესტორზე —კრედიტორებზე (მათ შორის — კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელებზე), ჩვეულებრივი და პრივილეგირებული აქციების მფლობელებზე; WACC – კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება, ე.ი. ბიზნესის გრძელვადიანი დაფინანსების ყველა წყაროს ღირებულება; T = n — დისკონტირების პერიოდი.

პირველ რიგში, აღვნიშნოთ ნავთობის ბიზნესის შემდეგი თავისებურებები, რომლებსაც ანალიზის დროს უნდა ვითვალისწინებდეთ:

ნავთობის ბიზნესი მეტისმეტად კაპიტალტევადია, რის გამოც ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების პერიოდი მეტია სხვა ბევრ ბიზნესთან შედარებით (ვაჭრობა, ფარმაცევტიკა და ენერგეტიკაც კი). ამგვარად, ფულადი ნაკადების პროგნოზირების პერიოდმა უნდა მოიცვას კომპანიის მომავალი საქმიანობა არანაკლებ 10 წლის წინ. ამ პერიოდს განსაზღვრავს არა მარტო საძიებო სამუშაოთა წარმართვის ხანგრძლივობა და საბადოების ამოქმედება, არამედ ნავთობის ჭაბურღილების სიცოცხლის ციკლიც. ზოგიერთ ქვეყანაში გასათვალისწინებელია ნავთობმოპოვების ლიცენზიის ხანგრძლივობა, რომელიც შეადგენს 20 წელს (დაზვერვის გარეშე) და 25 წელს (დაზვერვის გათვალისწინებით).

დარგის კაპიტალტევადობა აუცილებელს ხდის კომპანიის სწორედ მთელი კაპიტალის ღირებულების შეფასებას, ე.ი. საკუთარისა და ნასესხების (რომლებიც ჯამში აყალიბებენ ე.წ. „ინვესტირებულ კაპიტალს"). მართლაც, ნავთობკომპანიებს, რომლებიც დაფინანსების 70 პროცენტს ნასესხები კაპიტალის ხარჯზე ახდენენ, ფინანსური ლევერიჯის მაღალი დონე აქვთ და მათი ღირებულება იმაზე მეტადაა დამოკიდებული საკუთარი და ნასესხები სახსრების თანაფარდობაზე, ვიდრე სხვა დარგების ემიტენტების.

ნავთობკომპანიების აქციების ღირებულება საკმაოდ ძლიერაა დამოკიდებული ნავთობის ფასების დინამიკაზე, თანაც ეს რისკი სპეციფიკურია და შესაძლოა არ იმოქმედოს საფონდო ბაზრის დანარჩენ ემიტენტებზე. ეს ბადებს რისკი სწორად შეფასების პრობლემას, ე.ი. დისკონტირების იმ განაკვეთისა, რომელიც ღირებულების შეფასების დროს უნდა გამოიყენონ;

მთელი ნავთობკომპანიების მხოლოდ მცირე ნაწილი შეგვიძლია მივაკუთვნოთ განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნების კომპანიებს. დამატებით შეზღუდვებს იმის გამოც აწესებენ, რომ მხოლოდ რამდენიმე მათგანს აქვს იმდენად დივერსიფიცირებული ბიზნესი downstream-ის სექტორში, რომ ახერხებენ გეოლოგიური რისკებისა და ნავთობის ფასების რყევის რისკების ნიველირებას.

ასეთ კომპანიებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ მხოლოდ BP Amoco, Exxon Mobil-ი, RD Shell-ი, Total-ი, Elf Aquitaine. ალბათ, მხოლოდ ამ კომპანიებისთვის იქნება სრული საზრისი მისაღები გორდონის მოდელი, რომელიც (1) ფორმულის წარმოებულია მუდმივი ზრდის პირობით (ფორმულაში g ზრდის ტემპია).

$$CV = FCFF(1+g)/(WACC - g), \qquad (18.4.)$$

(ფორმულაში g ზრდის ტემპია).

როგორც ფასების კრიზისის პრაქტიკამ და ბიზნესის ისტორიამ გვიჩვენა, პრაქტიკულად ყველა დანარჩენ კომპანიას, მათ შორის ისეთ მძლავრ კომპანიებს, როგორიცაა: ARCO, ENI, BHP, Chevron-ი, Conoco, Oxi-dental Petroleum-ი, LASMO, Enterprice, ემუქრება როგორც გეოლოგიური რისკები, ისე ნავთობის ფასების ვოლატილობა.

going concern-ის შეფასების მსოფლიო პრაქტიკაში იყენებენ მომავალი ფულადი ნაკადების დანაწევრებას ისეთ ნაკადებად, რომლებსაც ანგარიშობენ ინდუსტრიული მაჩვენებლების პირდაპირი პროგნოზირებით (ე.წ. „პროგნოზული" ან „პროგნოზირებადი" პერიოდი), და „პოსტპროგნოზული" პერიოდის ნაკადებად (Terminal Value), რომლებსაც გორდონის მოდელის მიხედვით ანგარიშობენ, ვარაუდობენ, რომ საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდის (10-20 წლის) განმავლობაში კომპანია (და ქვეყანაც კი, რომელსაც ემიტენტი ეკუთვნის) განვითარების ისეთ დონეს მიაღწევს, როცა მისი ბიზნესის ღირებულების მატების გრძელვადიანი ტემპები იმ სახელმწიფოს შშპ-ის მატების ტემპების თანაზომადი გახდება, რომლის გარემოშიც ემიტენტის ბიზნესი ვითარდება. ამ ვარაუდს საგანგებო მნიშვნელობა აქვს, განსაკუთრებით — განვითარებადი ბაზრებისათვის, რომელთა მიმდინარე რისკები შეუდარებლად აღემატება მომავალ რისკებს, ბუნებრივია, ეკონომიკის თანდათან განვითარების პირობებში.

ამგვარად, კომპანიის ღირებულება განისაზღვრება როგორც:

$$CV=ST=1TFCFF/(1+WACCT)T+[FCFFT(1+g)/(WACCtv-g)]/(1+WACCT)T \quad (18.5.)$$

სადაც FCFF ჯამური წმინდა ფულადი ნაკადია საპროგნოზო პერიოდის ბოლო წელს; WACC – საპროგნოზო პერიოდის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება; WACCtv – პოსტპროგნოზული პერიოდის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება; g – კომპანიის ბიზნესის ზრდის ტემპი.

ნავთობკომპანიებისთვის მხოლოდ ამგვარი მიდგომაა მისაღები ფულადი ნაკადების მოდელირების დროს. ბიზნესის კაპიტალ-ტევადობის და ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ხანგრძლივობის გამო საპროგნოზო პერიოდი 10 წელზე ნაკლები არაფრით არ უნდა იყოს. დიდი მნიშვნელობა აქვს იმასაც, რომ პოსტპროგნოზული პერიოდის ზრდის ტემპები არ უნდა აღემატებოდეს ნავთობის ბიზნესში „ფსიქოლოგიურად" დასაშვებ დონეს, როგორიცაა ნავთობსა და ნავთობპროდუქტებზე მოთხოვნის ტემპები, ნავთობის მოპოვების ზრდის შესაძლო ტემპები და ა.შ.

კაპიტალის ღირებულების ანალიზის თავისებურებაა WACC სტრუქტურაში შემავალი, საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშება.

ნავთობკომპანიებისათვის, როგორც სხვა დარგების ემიტენტებისათვის, უფრო მისაღებია CAMP მოდელი, სახელდობრ:

$$re=rf+b\,(rexp-rf) \quad (18.6.)$$

სადაც re (rate to aguity) აქციებში განხორციელებული დაბანდებების შემოსავლიანობაა, rf (risk-free rate) – ურისკო განაკვეთი; rexp (expected return of investor) – კორპორაციულ აქციებში ინვესტორის დაბანდებათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; β - ბეტა-ინდექსი, რისკის ინდექსი.

ცნობილია, რომ CAPM-ი, APM - მოდელის კერძო შემთხვევაა, სადაც აქციის საკურსო ღირებულების დინამიკაზე მოქმედ ყოველ რისკს β-ინდექსის თავისი მნიშვნელობა შეესაბამება. სწორედ APM-ი გვეელინება ყველაზე აქტუალურად ნავთობკომპანიების შეფასების დროს, რაც უკავშირდება აქციების ბაზრისა და ნედლი ნავთობის სასაქონლო ბაზრის ავტონომიურობას. დამოუკიდებლად მოქმედების გამო იგი, თავის მხრივ, ნავთობკომპანიების აქციების ბაზრის ძირითადი შამოძრაველი შეიძლება გახდეს (ისე, რომ გაელენა არ მოახდინოს სხვა სექტორებზე — ბანკები, ტურიზმი, ტელეკომუნიკაციები, ფართო მოხმარების საქონლით ვაჭრობა და სხვა).

ზოგიერთი მკვლევარის გაანგარიშებებმა გვიჩვენა, რომ განვითარებული ქვეყნების ნავთობშემპოვებელი კომპანიებისთვის გაანგარიშებული დისკონტირების განაკვეთი (მაგალითად, LASMO-სთვის ან Enterprice-სთვის) APM - მოდელით 5 პროცენტით მეტი უნდა იყოს, ვიდრე CAPM — მოდელით, ხოლო ინტეგრირებული კომპანიებისთვის (RD Shell ან Total-ი) — 2-3 პროცენტით.

შედარებითი ანალიზი

შედარებითი ანალიზი ეყრდნობა შესაფასებელი კომპანიის საწარმოო და საფინანსო მულტიპლიკატორების შედარებას ბაზრის, დარგის ან მთლიანად ქვეყნის საშუალო მულტიპლიკატორებთან ან ანალოგი კომპანიების მულტიპლიკატორებთან. შედარებითი ანალიზის ძირითადი ამოცანაა ემიტენტების შედარებით ზედმეტად ან ნაკლებად შეფასებული აქციების განსაზღვრა.

საფონდო ბაზრის ძირითადი ფინანსური მულტიპლიკატორებია:

P/S (Price / Sales) – აქციის ფასის შეფარდება ერთი აქციიდან მიღებულ ამონაგებზე.

P/E (Price / Earning) – აქციის ფასის შეფარდება ერთი აქციიდან მიღებულ წმინდა შემოსავალზე;

P/BV (Price / Book Value) – აქციის ფასის შეფარდება ერთ აქციაზე მოსული საკუთარი კაპიტალის სიდიდეზე;

P/OpCF (Price / Operating Cash Flow) – აქციის ფასის შეფარდება ერთ აქციაზე მოსული ოპერაციული ფულადი ნაკადის სიდიდეზე.

ყოველ კოეფიციენტს აქვს მკაცრი ფუნდამენტური დასაბუთება. თუ გორდონის ფორმულას გამოვიყენებთ:

$$PO = DPSO (1+g) / (r-g) \qquad (18.7.)$$

და მისი მეშვეობით გამოვხატავთ ზემოთჩამოთვლილ მულტიპლიკატორებს, მაშინ მივიღებთ:

PO = dOEPSO(1+g) / (r-g);

PO / EPSO = P / E = d / (r-g);

PO = BVOROEO (1+g) / (r - g);

PO/BVO = P / BV = dROE / (r-g);

PO = [Sales0EPSO / SPSOd0 (1+g)] / (r - g);

PO / Sales0 = P / S = NetMargind / (r - g)

ამ კოეფიციენტებისთვის არ არსებობს მნიშვნელობათა რაიმე ობიექტური დონეები — ისინი აბსოლუტურად ემპირიულია და თანაც ეკონომიკური ციკლის პერიოდზეა დამოკიდებული. განვითარებული ბაზრების ნავთობკომპანიებისთვის P / S კოეფიციენტის დონე პრინციპში 20-30 ფარგლებშია, P / BV — დაახლოებით 2, P/OpCF — შეიძლება 4-6 ფარგლებში იცვლებოდეს.

საწარმოო მულტიპლიკატორები

იმ საწარმოო მულტიპლიკატორებს, რომლებიც საფონდო ბაზარზე ნავთობკომპანიების შედარების შესაძლებლობას გვაძლევს, ეკუთვნის: კაპიტალიზაცია / მარაგები და კაპიტალიზაცია / მოპოვება.

ეს მულტიპლიკატორები ყველაზე უფრო სპეციფიკურია ნავთობკომპანიებისათვის და მათ ხშირად არაკორექტულად იყენებენ საზღვარგარეთელ ანალოგებთან ემიტენტების შედარების დროს. არაკორექტული დასკვნების გამოტანის გამომწვევი ძირითადი თავისებურებაა სხვადასხვა ნავთობკომპანიების, მათ შორის მრავალი ქვეყნის ემიტენტების ბიზნესი.

შედარების ყველაზე უფრო არაკორექტული ტიპია სხვადასხვა ქვეყნის ემიტენტების პირდაპირი შედარება მარაგების მიხედვით. პირველი, მთავარი განსხვავებული მდგომარეობს იმ მეთოდში, რომლის დახმარებითაც კომპანიები ამ მარაგებს იღებენ დასამუშავებლად. მაგალითად, ცნობილია, რომ დღეს რუსეთის ნავთობკომპანიების ბალანსზე რიცხული მარაგების ძირითადი ნაწილი ჯერ კიდევ სსრკ-ის არსებობის პერიოდშია დაზვერილი. ეს მარაგები ხშირად ან არარენტაბელურია ან შესაბამის საბადოებზე მათი დამუშავებისთვის საჭირო ინფრასტრუქტურა არაა. კომპანიის რეალურ Cash Flow-ს ნავთობის მოპოვება უფრო განსაზღვრავს, ვიდრე მისი მარაგები. ამიტომ შედარებისთვის სწორედ ამ პარამეტრის გამოყენება უნდა ხდებოდეს, მაგრამ მასაც ის ნაკლი აქვს, რომ საზღვარგარეთის მრავალ სანავთობო კომპანიისთვის ბიზნესის მხოლოდ 30-50 პროცენტს შეიძლება ასახავდეს. მოგების ძირითად ნაწილს დასავლეთის სანავთობო კომპანიები ნავთობპროდუქტების, შეკუმშული გაზისა და ნავთობქიმიის საწარმოს რეალიზაციის სფეროში გამოიმუშავებენ ხოლმე.

„ნავთობის" აქციის ემიტენტების შეფასებას უამრავი ისეთი თავისებურება ახასიათებს, რომლებსაც ყოველთვის ვერ ითვალისწინებენ ანალიტიკოსები. კიდევ უფრო ბევრი ასეთი თავისებურება წარმოიშობა მაშინ, როდესაც შეფასების მსოფლიო პრაქტიკაში ცნობილ მეთოდიკებს ბიზნესში იყენებენ.

მეცხრამეტე თავი. ფუნდამენტური ანალიზი

19.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარების აუცილებლობა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესწავლის ძირითადი მეთოდები სამ ჯგუფად შეგეიძლია დაუყოთ:

- ფუნდამენტური ანალიზი;
- ტექნიკური ანალიზი;
- ფსიქოლოგიური ანალიზი;

პრაქტიკაში სამივე სახის ანალიზის ელემენტების გამოყენებაა რეკომენდებული. ეს ინსტრუმენტები კონკურენციას კი არ უწევენ, არამედ ავსებენ ერთმანეთს და საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღებაში ეხმარებიან ადამიანს. **ფუნდამენტური ანალიზი** გვაძლევს მოცემული ფასიანი ქაღალდის უზრუნველყოფის მთავარი პარამეტრების განსაზღვრის მეთოდიკას, რომელიც ეყრდნობა ბუღალტრული ბალანსის საერთო მონაცემებს და ეროვნული აღრიცხვის სისტემას. **ტექნიკურ ანალიზს** არ აინტერესებს იმ კომპანიის ეს გარეგანი მახასიათებლები, რომელიც ფასიან ქაღალდებს უშვებს. იგი ყურადღებას ამახვილებს მხოლოდ და მხოლოდ ბაზარზე თვით ფასიანი ქაღალდის მიმოქცევის შესწავლაზე დინამიკაში.

რომელიმე ფასიანი ქაღალდის ფუნდამენტური ანალიზი ზოგჯერ იძლევა მისი მომავლის დადებით შეფასებას, მაშინ, როდესაც ტექნიკური ანალიზი ამის საპირისპირო დასკვნებს გვაძლევს. ასეთ შემთხვევაში კონკრეტულმა ანალიტიკოსმა ორივე სახის ანალიზის შედეგები უნდა გაითვალისწინოს სიტუაციის საკუთარ ხედვაზე დამოკიდებულებით.

ბაზრის ფსიქოლოგიური ასპექტები

გარდა ამისა, საყურადღებოა ბაზრებზე არსებული ვითარების ფსიქოლოგიური ასპექტები. ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზის შედეგების მიხედვით კომპანიის დადებითად შეფასება სარწმუნო არაა პოტენციური ინვესტორისთვის, თუკი საზოგადოებრივი აზრი ამ კომპანიას არ აღიარებს. ამას რამდენიმე მიზეზი შეიძლება ჰქონდეს. მაგალითად, თუკი პროფესიული ანალიტიკოსი მეტისმეტად მოკლე პერიოდს იკვლევს, თუკი კომპანიას ცუდი რეპუტაცია აქვს საზოგადოებაში ინვესტიციების განსახორციელებლად. ასეთ შემთხვევაში ფსიქოლოგიური ფაქტორი გადასწონის ხოლმე სხვა გარემოებებს.

გულისხმობენ, რომ არასათანადოდ შეფასებულ ფასიან ქაღალდებს შეუძლიათ მყიდველების მოზიდვა, მაგრამ ეს ყოველთვის ვერ სრულდება. ხდება პირიქითაც, როდესაც გადაჭარბებულად შეფასებული აქციები აგრძელებენ ფასების მატებას. გარდა ამისა, გასათვალისწინებელია დროის ფაქტორი. ფასი სტაბილურიც რომ დარჩეს, მაშინ, როდესაც ფასიანი ქაღალდები ნაკლებად შეფასებულადაა მიჩნეული, ეს ვითარება შესაძლოა ხანგრძლივად იყოს შენარჩუნებული და მხოლოდ ამის შემდეგ დაიწყებენ ფასები ზრდას.

ამგვარი ფსიქოლოგიური ასპექტების განხილვა სულ უფრო პოპულარული ხდება. ბოლო რამდენიმე ათწლეულმა აჩვენა ამ მიმართულების შესწავლის დიდი მნიშვნელობა, რომელსაც „ქცევითი ფინანსები“ უწოდეს.

მაგრამ პირველ რიგში საჭიროა ყურადღების გამახვილება ფუნდამენტური ანალიზის უფრო დეტალურად განხილვაზე.

ფუნდამენტური ანალიზი წარმოადგენს ეკონომიკური ფაქტორების საფუძველზე კომპანიების კლასიფიკაციის მეთოდს, მისი უმნიშვნელოვანესი მიზანია აქციის რეალური ღირებულების განსაზღვრა. მთავარი პრინციპი იმაში მდგომარეობს, რომ ის კომპანიები, რომელთა აქციების რეალური ღირებულებაც მონათესავე მიმდინარე საბაზრო ფასზე არასაკმარისადაა შეფასებული, თუკი მათი აქციების რეალური ღირებულება მათსავე მიმდინარე საბაზრო ფასზე მეტია. აქციების რეალური ღირებულების საანგარიშოდ იყენებენ კომპანიის საქმიანობის უმნიშვნელოვანეს მაჩვენებლებს, რომლებსაც ინფორმაციის სხვადასხვა წყაროებიდან კრებენ და შემდეგ გარკვეული მეთოდით ამუშავებენ. ინტერესს იწვევენ გარკვეული კომპანიის საქმიანობის არა მარტო ძირითადი მაჩვენებ-

ლები, არამედ მთლიანად ბაზარზე შექმნილი ვითარების შესახებ არსებული მონაცემები და ქვეყნის მაკრო-ეკონომიკური მაჩვენებლებიც კი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მნიშვნელობა აქვს ყველა იმ ფაქტორს, რომლებსაც კომპანიის მომავალ შემოსავლებზე შეუძლია იქონიოს გავლენა.

აშკარაა, რომ ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარება მოითხოვს მნიშვნელოვან ფინანსურ რესურსებს და ძალისხმევას ინფორმაციის მოსაძიებლად და გადასამუშავებლად ინტერნეტის გავრცელებამ უფრო მოსახერხებელი გახადა მონაცემების შეგროვება და მომზადება, მაგრამ ეს მაინც რთულ და ძვირადღირებულ საქმედ რჩება. ყოველთვის ძნელია თავი მოუყაროთ ყველა საჭირო მონაცემს, აგრეთვე, შეავაფასოთ მიღებული სტატისტიკის საიმედოობა.

ასეა თუ ისე, შერჩევის პროცესის შედეგად პოტენციური ინვესტორისთვის ჩნდება რეკომენდაციები იმის შესახებ, თუ როგორი უნდა იყოს მისი ინვესტიციების ოპტიმალური პორტფელი. პორტფელი არის სხვადასხვა აქციების (ან სხვა სახის ფასიანი ქაღალდების) ნაკრები, რომლებიც შერჩეულია ინვესტორების მიზნებისა და ფუნდამენტური ანალიზის შედეგების გათვალისწინების საფუძველზე.

ᲘᲜᲓᲘᲙᲐᲢᲝᲠᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲔᲑᲘ

ქვეყანაში ან ცალკეულ კომპანიაში წარსული, ახლანდელი და მომავალი ეკონომიკური ვითარების გამოსაკვლევად უამრავი ინსტრუმენტი არსებობს. მოხერხებულად მათი გამოყენებისთვის ამ ინსტრუმენტებს ისეთ ინდიკატორებად განმარტავენ და ანგარიშობენ, რომლებიც წინმსწრებ, თანხვედრილ და დაგვიანებულ ინდიკატორებადაა დაყოფილი.

წინმსწრები ინდიკატორები გარკვეული დროითი წინსწრებით განიხილავენ მომავალში მიღწეულ ეკონომიკურ ვითარებას. ამგვარი მაკროეკონომიკური ინდიკატორის ნიმუშია ISM-ინდექსი, რომელიც ახასიათებს ეკონომიკაში გამოყენებულ საწარმოო და საბაჭრო აქტივობას, ანუ ფულის მიწოდების პროცენტულ ცვლილებას. უფრო მეტიც, თვითონ საფონდო ბაზრის ფასებმა წინმსწრები ინდიკატორების როლი შეიძლება შეასრულონ.

თანხვედრილი ინდიკატორები ასახავენ ეკონომიკის მიმდინარე მდგომარეობას. ამის ნიმუშია საწარმოო სიმძლავრეების გამოყენება ან უფრო ზოგადი სტატისტიკური ინფორმაცია წარმოების, შეკვეთებისა და შემოსავლების შესახებ.

დაგვიანებული ინდიკატორების ძირითადად იყენებენ უკვე მომხდარი მოვლენის გაზომვისა და შეფასებისთვის. ამ კატეგორიას ეკუთვნის სამომხმარებლო ვალის შეფარდება პირად შემოსავალთან, სამომხმარებლო საქონლის ფასები, ინფლაცია, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები.

ხსენებული სამი კატეგორიიდან რომელიმეზე ამა თუ იმ ინდიკატორის მიკუთვნება გარკვეულ სირთულეს შეიცავს. ცვლილებები შეიძლება მოხდეს მიმდინარე ეკონომიკურ ვითარებაზე დამოკიდებულებით. მაგალითად, უმუშევრობის დონე შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც წინმსწრები ინდიკატორი პიკის სტადიაზე, ან როგორც დაგვიანებული ინდიკატორი — ვარდნის სტადიაზე, ან არ განვსაზღვროთ შემცირება — გაფართოების სტადიებისთვის.

ზოგჯერ რამდენიმე ძირითად მაჩვენებელს ერთად აჯგუფებენ ახალი, კომპლექსური ინდიკატორის ჩამოყალიბების მიზნით.

19.2. ᲨᲔᲛᲗᲮᲕᲔᲕᲘᲗᲘ (ᲛᲔᲠᲧᲕᲔᲕᲘ) ᲐᲘᲞᲝᲗᲔᲖᲘᲡ ᲛᲝᲓᲔᲚᲘ

მერყევი ჰიპოთეზები[1] არის ტრადიციული მოდელი, რომელსაც ფასიანი ქაღალდების კურსების მოძრაობის ალწერისთვის იყენებენ. მისი ძირითადი დაშვება ისაა, რომ არსებობს ინფორმაციის ეფექტიანობა.

„ინფორმაციის ეფექტიანობის" ცნება ფუნდამენტურია კაპიტალის ბაზრის თეორიაში. საერთოდ, კაპიტალის ბაზარს უწოდებენ ინფორმაციულად ეფექტიანს, თუკი ნებისმიერი მიმდინარე ინფორმაცია ყოველთვის აისახება ფასიანი ქაღალდების კურსში.

[1] A Randon Walk Down - შემთხვევით მოსეირნე Wall Street, Burton Gordon Malkiel - მიხედვით.

ინფორმაციული ეფექტიანობის ხარისხი

ერთმანეთისგან განასხვავებენ ინფორმაციული ეფექტიანობის სამ ხარისხს:

მაღალ საინფორმაციო ეფექტიანობას იმ შემთხვევაში აღწევენ, თუკი ფასებში მთელი არსებული ინფორმაციაა გათვალისწინებული.

საინფორმაციო ეფექტიანობა საკმაოდ მაღალია, თუკი ფასები ასახავენ საზოგადოებრივად ხელმისაწვდომ მთელ ინფორმაციას.

საინფორმაციო ეფექტიანობა დაბალია, თუკი ფასები ასახავენ მხოლოდ რეტროსპექტულ ინფორმაციას.

თუკი რომელიმე საფონდო ბაზარი ინფორმაციულად ეფექტიანია, მაშინ ფასი მოიცავს საქმესთან დაკავშირებულ ყველა მონაცემს და აქციების ღირებულება კომპანიის ნამდვილი ღირებულების ექვივალენტურია. მაშასადამე, აქციების მიმდინარე ღირებულება მათი ხვალინდელი ფასის საუკეთესო პროგნოზია. აქციების მიმდინარე ფასი მხოლოდ მაშინ იცვლება, თუკი ბაზარზე ჩნდება ახალი ინფორმაცია და გაჟღენას ახდენს ფასის დონის განსაზღვრაზე (რომელიც ჯერ კიდევ არაა გათვალისწინებული მიმდინარე ფასში):

$$C_{t+1} = C_t + e_t \qquad (19.1.)$$

სადაც, C_{t+1} – აქციის ხვალინდელი ფასია: C_t — აქციის დღევანდელი ფასი; e_t— ახალი ინფორმაციით გამოწვეული ფასის ცვლილება.

მომავლის შესახებ ინფორმაცია, პოზიტიური იქნება იგი თუ ნეგატიური, შეუძლებელია ვიწინასწარმეტყველოთ აბსოლუტური სიზუსტით და, მაშასადამე, ბაზარზე ყველა ფასის მოძრაობის შესახებ პროგნოზის მიღება მხოლოდ გარკვეული ალბათობითაა შესაძლებელი. ამგვარად, მერყევი ჰიპოთეზების თეორიის დასკვნა ისაა, რომ ფასიანი ქაღალდების კურსების ცვლილება შემთხვევითი ხასიათისაა და ამიტომ საფონდო ბაზრის ნებისმიერი სახის ანალიზს სარგებლობა არ მოაქვს.

თუმცა შეგვიძლია შევნიშნოთ, ამ მოდელის შინაგანი არათანმიმდევრულობა. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზს რომ არავინ ატარებდეს, ფასები არ დაიწყებდნენ კომპანიების ნამდვილ ღირებულებასთან მიახლოებას. მეორე მხრივ, თუკი ფასები კავშირში არ იქნებოდა კომპანიების ნამდვილ ღირებულებასთან, მაშინ ბაზარს ეფექტიანს ვერ ვუწოდებდით. ძირითადი დაშვება სწორი არ იქნებოდა. ე.ი. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი აუცილებელია შემთხვევითი ჰიპოთეზების თეორიის არსებობისთვის. მკვლევარები ცდილობენ სხვა თეორიული აზსნაც მოუძებნონ ფინანსების ბაზრებზე ფასების მოძრაობას და ამის მაგალითია ქცევითი ფინანსების თეორია.

19.3. ქცევითი ფინანსები

გარკვეული ფასიანი ქაღალდის ფასის ცვლილებას მოთხოვნა და მიწოდება განაპირობებს, მაგრამ გადაწყვეტილებათა უმრავლესობა შეგვიძლია აზსნათ არა ინდივიდუალური ინვესტორების რაციონალური და ობიექტური ქცევით, არამედ უფრო მეტი ემოციებით. ზოგჯერ ბაზრის მონაწილეთა უმრავლესობა ისეთი პოპულარული საბაზრო ტენდენციების გაჟღენის ქვეშ ექცევა, როგორიც იყო 1980-იანი წლების ბიოტექნოლოგიური ეიფორია, ან 90-იანი წლებში ინტერნეტის საჰნის ბუშტი. კარგად ცნობილი ეს მოვლენა პრინციპში ასე შეგვიძლია აღვწეროთ: „ხარების ბაზარი კვებავს ბაზრის ხარებს". მრავალი ინვესტორი აქციებს მაშინ იძენს, როდესაც ისინი მართლაა გამოშვებული ჯარბი რაოდენობით. პირიქით, ბევრი მათგანი აქციებს დათვების ბაზარზე ჰყიდის (სადაც კურსების შემცირების ტენდენციაა) ზუსტად ვარდნის წერტილთან ახლოს, რათა თავიდან აიცილოს ზარალი, როგორ უნდა აზსნათ ასეთი საქციელი?

იდეალურ შემთხვევაში საფონდო ბაზარი წარმოადგენს ფსიქოლოგიური გარემოსთვის დამახასიათებელი 2 ურთიერთსაწინააღმდეგო ტენდენციის ურთიერთმოქმედებას: შორადი კურსების მქონე ფასიანი ქაღალდების (ხარების) ბაზარს და კლებადი კურსების (დათვების) ბაზარს. თითოეულ ასეთ საბაზრო ტენდენციაში შეგვიძლია გამოვყოთ 3 ფაზა[1]:

ხარების ბაზარი

დაგროვება. შორსმჭვრეტელი ინვესტორები გრძნობენ მოსალოდნელ აღმავლობას და აქციებს იძენენ პანიკაში ჩაყარდნილი გამყიდველებისაგან მძიმე ეკონომიკური ვითარების მიუხედავად. ყოველწლიურად გამოქვეყნებული საქმიანი ანგარიშგებები უარყოფით შედეგებს აჩვენებენ და პესიმისტური მოლოდინებითაა საუსე. საზოგადოებრივი აზრი არ ურჩევს აქციებში ინვესტიციების განხორციელებას.

აქტივობის მატება. შესაძლოა დაიწყოს კომპანიების შემოსავლების მატება. მძაფრდება საქმიანი აღლო, განსაკუთრებული წარმატება აქვს იმ ინვესტორების საქმიანობას, რომლებიც ტექნიკურ ანალიზზე არიან ორიენტირებულნი.

გადახურება. აქვეყნებენ მრავალრიცხოვან დადებით საქმიან ახალ ამბებს. საფონდო ბირჟა აჩვენებს ფასების გამალებულ ზრდას. საზოგადოებრივ აზრში ეიფორიაა გაბატონებული.

დათვების ბაზარი

ფასიანი ქაღალდების მოშორების პერიოდი. შორსმჭვრეტელი ინვესტორები გრძნობენ კომპანიების მოგებათა განსაკუთრებულ დაქვეითებას და იწყებენ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას. დიდი მოცულობით გაყიდვა შესამჩნევი ხდება. საზოგადოებრივი აზრი გამოხატავს ინვესტორების იმედგაცრუებას მოგებათა ზრდის უქონლობით.

პანიკა. მყიდველთა რაოდენობა სულ უფრო კლებულობს. აქციების ფასების ვარდნა დაჩქარებულია მანამ, სანამ იგი კულმინაციას არ მიაღწევს კრახის წინასწარჭვრეტაში.

სტაგნაცია. საქმიანი ახალი ამბები უარესდება. აქციების კურსების დაცემა გრძელდება, მაგრამ უფრო ნაკლები სიჩქარით. აქციებს ისევ ჰყიდიან ის ინვესტორები, რომლებმაც ეს აქციები ბაზრის ვარდნის დასაწყისში შეიძინეს მათი უფრო დაბალი, აშკარაა — არასათანადოდ შეფასებული (პიკის ღირებულებასთან შედარებით) ღირებულების გამო. გარდა ამისა, უკიდურესად დაბალი ფასებით გაყიდვა ხორციელდება ადრე აღებულ კრედიტებზე ანგარიშსწორებისთვის.

აშკარაა, რომ ფსიქოლოგია მნიშვნელოვნად მოქმედებს აქციების ფასებზე. ცოტა არაა ფუნდამენტურად არასათანადოდ (ნაკლებად) შეფასებული აქციების რაოდენობა, მაგრამ მათ უგულვებელყოფენ ის ინვესტორები, რომლებსაც არაფითარი „ფანტაზია" არა აქვთ ამ ფასიანი ქაღალდების მიმართ. ბაზარზე შექმნილ ვითარებაზე არსებითად მოქმედებს ჭორებიც. ისინი შეიძლება იყოს ნამდვილი და საქმეში ჩახედული ადამიანებისაგან მოდიოდეს და მცდარი, განზრახ გავრცელებული, რათა ფასის დონეზე მოახდინონ გავლენა.

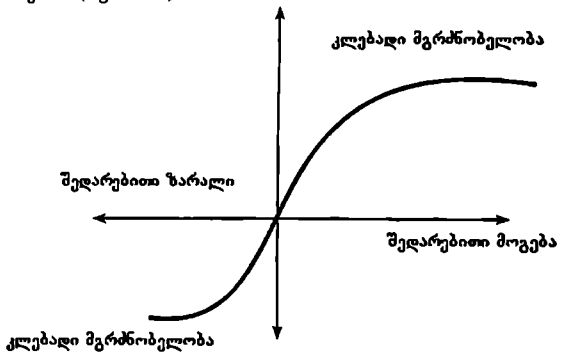
საფონდო ბაზრის ციკლის ფსიქოლოგიურ ასპექტებს განიხილავს ქცევითი ფინანსების თეორია. იგი ტექნიკური ანალიზის თეორიულ-ფსიქოლოგიური საფუძველია. მაგალითად, ფასების მოძრაობას შეგვიძლია შევხედოთ როგორც ინვესტორების ემოციურად განპირობებული აზრების ასახვას. ტექნიკური ანალიზი საკმაოდ გადაწყვეტილებებად ქცევითი ფინანსების თეორიის დამუშავებათა ტრანსფორმირების გამზადებული ინსტრუმენტია. შესაძლებელი გახდა ემოციებით ვაჭრობა.

ქცევითი ფინანსების მტკიცება იმის შესახებ, რომ ადამიანის ქცევა შეზღუდულად რაციონალურია, ეწინააღმდეგება ეკონომიკური თეორიის ტრადიციულ თეზისს, რომელიც ადამიანს აღიარებს homo economicus, საფუძველია 1979 წ. წარმოდგენილი ფსიქოლოგიური მოდელი, რომელსაც ტვერსკ-კანემანის[2] (Tverske-kahnemann) „პერსპექტივის თეორია" უწოდეს. მოგვიანებით იგი ფინანსების ბაზრებისთვის გამოიყენეს.

[1] The Dow Theory, **Robert D. Edwards & John Margee.**

[2] Prospect Theory: An analysis of decisions under risk. Econometria, Kahhemeann & Tversky.

იმ ინვესტორების კარგად ცნობილი ქცევა, რომლებიც დასაშვებად მიიჩნევენ ზარალის მიღებას მოგებიანებით კიდევ უფრო მეტი მოგების ამოღებისთვის, ადვილად შეგვიძლია ენახოთ ფასის ფუნქციის დახმარებით (სურ. 19.1).



სურ. 19.1 ფასების ცვლილების ფუნქცია

ინვესტორები თავიანთ ფინანსურ აქტივებს აფასებენ ხარჯების (იმ ფასების, რომლითაც მათ აქტივი შეიძინეს) მიმართ — ამას განთავსების ეფექტი ჰქვია. როდესაც მათი ინვესტიციების ღირებულება რყევას იწყებს, შესაძლოა ამის შედეგი გახდეს კლებადი მგრძნობელობის მოვლენა. რაც მეტია მიმდინარე მოგება, მით ნაკლებად გვახარებს ჩვენ ეს ზარალის შემდეგ მოგების მიღებასთან შედარებით. მოგების გადიდებას თან სდევს სიხარულის ასევე მნიშვნელოვნად მატება. მოპირდაპირე პოლუსზე ვლინდება ისეთივე კლებადი მგრძნობელობა, მაგრამ კიდევ უფრო ძლიერი განცდით ჩვეულებრივი ოდენობის ზარალი ინვესტორს იმაზე უფრო ძლიერ აღიზიანებს, ვიდრე აბსოლუტური გამოხატულებით ამდენივე მოგება, რომლის მიღებაც მათ შეუძლიათ (თუკი ზარალს აიცილებდნენ თავიდან). თუ ერთმანეთს შევუდარებთ კოორდინატთა სათავის წერტილის მიმართ მარცხენა ქვედა კვადრატში მრუდის გრადიენტს და ზედა მარჯვენა კვადრატში გრადიენტს, მაშინ შეგვიძლია ეს დავინახოთ მათემატიკური წარმოდგენით.

კიდევ ერთი დასკვნა ისაა, რომ ინვესტორს აქციების ყიდვის მეტი სურვილი აქვს წაგების პერიოდში, ვიდრე მოგების პერიოდში (მოგერიების ეფექტი).

შემეცნებითი უთანხმოება

სოციალურ ფსიქოლოგიაში არის მეორე თეორია — შემეცნებითი უთანხმოების. მის თანახმად, ადამიანები სხვადასხვა მანიპულაციების გზით ყოველთვის ცდილობენ თავიდან მოიშორონ ის განსხვავებები, რომლებიც სინამდვილესა და მის შესახებ ადამიანთა წარმოდგენებს შორის არსებობს. ამგვარად, ინვესტორები ავლენენ მხოლოდ იმ ინფორმაციის არჩევის ტენდენციას, რომელიც მათში გამყდარ წარმოდგენებს შეესაბამება. ზოგჯერ პირიქით, ისინი თავიანთ მომგებიან აქტივებს მეტისმეტად ადრე ჰყიდიან, რათა შესაძლო დანაკარგები აიცილონ თავიდან (მოლოდინების შეუსაბამობა).

რა სარგებლობა შეიძლება ჰქონდეს ქცევითი ფინანსების თეორიას?

უპირველეს ყოვლისა, ესაა აღწერილი ქცევითი სქემების თვალსაჩინოდ წარმოდგენა. ბაზარზე არსებული ტენდენციები ფაქტიურად არ შეიძლება შეესაბამებოდეს შემთხვევითი ხეტიალის თეორიას და თეზისს ბაზრების ეფექტიანობის შესახებ. მაგრამ ქცევითი ფინანსები ამის საპირისპიროს გვეჩვენებს. დღეს თეორია გვეხმიანება, რომ საფონდო ბაზრებზე ალტერნატიული ტენდენციები მოქმედებს. ფინანსების სფეროს ახალი ამბებიდან მიღებული ინფორმაციის შეფასება ბაზრის მონაწილეების მიერ მოვლენათა ემოციურ აღქმასთანაა კავშირში. მაშასადამე, ის, ვინც საფონდო ბაზარზე ვაჭრობაში რჩება, წაგებულზე გაცილებით უფრო სწრაფად იმოქმედებს, ეს კი ამ მდგომარეობაზე თავის არიდების შედეგია, რომელიც

ინვესტორის ინტერესებს ეწინააღმდეგება. ამგვარად, ზოგიერთ შემთხვევაში ბაზარზე ინვესტიციებს წაგებულთა უფრო მეტი რაოდენობა ახორციელებს, ვიდრე — ფასების შეცვლით მოგებულთა. უფრო მეტიც, მათ განსხვავებული აქვთ ათვლის წერტილი და ის კრიტერიუმები, რომლებიც აქციების ყიდვაზე ან გაყიდვაზე იძლევიან სიგნალს.

დავუშვათ, ჩვენ ვიმყოფებით ბაზრის მოდელის ფასის უმაღლეს პიკზე. შემდგომში ფასმა მის მიმართ რამდენადმე დაიწია. ეს იმას ნიშნავს, რომ მრავალი ინვესტორი იმ ფასად ყიდულობს აქციებს, რომელიც მათი პოზიციის საცნობარო ფასს შეესაბამება. დავუშვათ, რომ რაღაც დროის შემდეგ ეს ფასი საგრძნობლად შემცირდა. რას ფიქრობენ ეს ინვესტორები ფასების ახალ ცვლილებებზე? მათი უკვე არსებული პოზიციის მიუხედავად იღებენ თუ არა ისინი ამ ცვლილებებს? არა. ქცევითი ფინანსების თეორიის თანახმად, ისინი ელოდებიან იმ მომენტს, როცა ფასი მიაღწევს ადრინდელ ან კიდევ უფრო მაღალ დონეს. მაშინ ისინი დაუყოვნებლივ დახურავენ თავიანთ ძველ პოზიციებს. ეს გამოიწვევს ხაზების შენარჩუნებასა და მდგრადობას, მიუხედავად ბაზრის შეფასების შესაძლო შეცვლისა.

გარდა ყოველივე ზემოთქმულისა, ჩნდება უფრო ზოგადი საკითხიც: მართლა შეიძლება ემოციების გაზომვა თუ არა? ამის პასუხი დადებითია. ბაზარზე ემოციური სიტუაციის გაზომვისათვის უამრავი სხვადასხვა ინდიკატორია შემუშავებული. მათ შორის უნდა გამოყოთ ის ინდიკატორები, რომლებიც ასახავენ ბაზრის ტენდენციებს, მათი ინტენსიურობისა და ბაზრის მგრძნობელობას. მათ შესახებ დაწვრილებით სხვა თავებში ვისაუბრებთ.

მეოცე თავი. ფუნდამენტური კორპორაციული ფასეულობები

20.1. კომპანიის ღირებულება (Company valuation)

პირველ რიგში უნდა ითქვას, რომ შედარებით მნიშვნელოვან საკვანძო მაჩვენებლად მიჩნეულია ე.წ. „ნამდვილი ღირებულება" („intrinsic value"). საბაზო პიპოთეზად ითვლება ის, რომ აქციების ფასი მერყეობს ამ ნამდვილი ღირებულების გარშემო. ფუნდამენტალური ანალიზის ერთ-ერთი ამოცანაა მოქმედი ღირებულების განსაზღვრა. თეორიაში ამისათვის არის რამდენიმე ფართოდ გამოყენებული მიდგომები[1].

- დაყვანილი ღირებულების მეთოდი (Presented Value method);
- დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდი (Discounted-Cash-Flow method);
- ეკონომიკური დამატებული ღირებულების მეთოდი (Economic-Value Added method);
- წმინდა აქტივების სიდიდის შეფასება (Net asset valuation).

ეს მეთოდები განსაკუთრებით აუცილებელია, როცა უნდა შეფასდეს ის კომპანია, რომლის ფასიანი ქაღალდები ჯერ კიდევ არ მიმოქცევიან ბაზარზე და არ ჩატარებულა მათი ლისტინგი, კომპანია, რომელიც ემზადება მხოლოდ ახლა გამოუშვას პირველი აქციები (initial public offering, IPO). ამ შემთხვევაში გამოუყენებელია ტექნიკური ანალიზის ნებისმიერი ინსტრუმენტი, ვინაიდან არ არსებობს მონაცემები ფასების ცვლილების შესახებ წარსულში.

დაყვანილი ღირებულების მეთოდი

დაყვანილი ღირებულების მეთოდის დროს (Present value), როცა კომპანია განიხილება როგორც ინვესტირების ობიექტი, გამოიყენება ჩვეულებრივი ღირებულების კაპიტალიზაციის მეთოდი კლასიკური ეკონომიკური თეორიიდან: ამის მიხედვით დაყვანილი ღირებულება წარმოადგენს ყველა მომავალი შემოსავლების დისკონტირებულ თანხას, რომელსაც კომპანია ღებულობს აქციების ფლობისაგან. შედეგად მიღებული მნიშვნელობა იყოფა აქციების რიცხვზე და მიიღება როგორც ერთი აქციის ნამდვილი ღირებულება გამოიყენება გათვლების სხვადასხვა ვარიანტები. ექსპერტების აზრით, დაყვანილი ღირებულების გაანგარიშებისას უფრო მიზანშეწონილია გამოყენებული იქნას დივიდენდები ან შემოსავლები კომპანიის აქციების ფლობიდან.

იმ მოდელის უპირატესობა, რომელიც დივიდენდებს იყენებს, იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი არიან რეალური გადახდები და მათი განსაზღვრა ადვილია. მეორეს მხრივ, მას ის ნაკლი აქვს, რომ არ ითვალისწინებს სიტუაციის შესაძლებლობას, როცა შეიძლება დივიდენდები არ იქნას გადახდილი. ამ შემთხვევაში დაყვანილი ღირებულება ნულის ტოლი იქნებოდა, რაც სასურველი შედეგი არ არის. ამასთან დაკავშირებით უფრო პოპულარული გახდა მოდელი, რომელიც იყენებს საწარმოს აქციების ფლობისაგან მიღებულ შემოსავლებს, თუმცა მათი რეალური სიდიდის განსაზღვრა ძნელია. შემოსავლების გამოყენება დივიდენდების ნაცვლად დასაშვებია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი არ იქნება ორმაგი აღრიცხვა. ორმაგი აღრიცხვა შესაძლებელია, როცა მოსალოდნელი შემოსავლები დისკონტირდება სრული სიდიდით, ე.ი. თავის შემადგენლობაში მოიცავს პროცენტების გადახდას წინა პერიოდების რეინვესტიციების მიხედვით, სხვა სიტყვებით, აუცილებელია დარწმუნებული ვიყოთ იმაში, რომ შემოსავალი რეინვესტიციებიდან არ იქნება გათვალისწინებული კომპანიის აქციების ფლობიდან მიღებული შემოსავლების შემადგენლობაში.

ყველაზე მარტივი ფორმულა დაყვანილი ღირებულების განსაზღვრისთვის მოცემულ პერიოდში არის შემდეგი:

$$P = \sum_{i=1}^{T} \frac{R_i}{(1+i)^i}, \qquad (20.1)$$

სადაც: P — დაყვანილი ღირებულება. Rt — შემოსავლები t პერიოდის განმავლობაში. i —

[1] Methoden der Unternehmensbewertung, Wolfgang Ballwieser.

საპროცენტო განაკვეთი, როგორც წესი, ინვესტორები ორიენტირებულნი არიან კაპიტალის რენტაბელობის სასურველ დონეზე.

უფრო რთულ მოდელებში გამოიყენება სხვადასხვა დივიდენდური გადახდები მომდევნო რამდენიმე წლის განმავლობაში. ე.წ. „ნამდვილი ღირებულების მოდელში“ („Intrinsic Value Model“) გადახდები შეიძლება შეიცვალოს მომდევნო სამი-ოთხი წლის მანძილზე. და ბოლოს, აქციებზე ფასების გათვლისათვის მომავალში გამოიყენება პროგნოზული დამოკიდებულება – ფასი/შემოსავალი. ინდივიდუალური შემოსავლები აქციების ფლობიდან (დივიდენდები და გაყიდვის ფასები) ამ შემთხვევაში დისკონტირდება ზემოთ აღწერილი ხერხის ანალოგიურად მუდმივი განაკვეთებით.

დისკონტირებული გადახდების სხვა მოდელები განეკუთვნება ორ ან სამ სტადიან მოდელებს, რომლებშიც დივიდენდები ან შემოსავლები კომპანიის აქციების ფლობიდან შეიძლება იყოს როგორც მუდმივი, ასევე ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთების პირობებში რამდენიმე წლის განმავლობაში, სანამ ისინი მიაღწევდნენ კონსტანტად აღიარებული გადახდების სტადიას.

ინფლაციის მოსალოდნელი დონე შეიძლება გათვალისწინებული იქნას მოდელში რისკზე დამატებითი პროცენტის სახით, დისკონტირების დადგენილი განაკვეთის პირობებში. ამ შემთხვევაში გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი ასახავს კაპიტალის დაფინანსების დანახარჯებს. შესაბამისად, დაყვანილი ღირებულება წარმოადგენს ფუნქციონირებადი კაპიტალის შეფასებას და არა მთელი აქციონირებული კაპიტალის შეფასებას (აქციებს და გარედან მოზიდულ კაპიტალს).

გადასახადები ამცირებენ დაყვანილ ღირებულებას, რომელიც წარმოდგენილია ანალიტიკოსის შეფასებებში. მთელი ერთიანი გადახდები შეიძლება გათვალისწინებული იქნას შემდეგი სახით:

შემოსავლები პროცენტების და გადახდების გადახდამდე —
(EBIT earnings berire interest and taxes)
ხარჯები, რომლებიც გაწეულია ნასესხები საშუალებების პროცენტების გადახდაზე —
(interest expenditures)
საოპერაციო მოგება გადასახადების გადახდამდე —
(Operation profit bedire taxes)
გადასახადები (Corperate taxes) =
გადახდები ფასდაკლებათა გათვალისწინებით (Payment to discount).

როგორც ამ ფორმულიდან ჩანს, დაყვანილი ღირებულების კონცეფციის გამოყენებისას ადგილი აქვს რიგ პრობლემებს.

პირველ რიგში, სახეზეა განუსაზღვრელობა გადახდებსა და შემოსავლებთან დაკავშირებით მომავალში შემოსავლები, სულ მცირე, უნდა რეგისტრირდებოდეს მათი შემოსულობების შესაბამისად. ამის გარდა ჩვენ არაფერი ვიცით t პერიოდის ხანგრძლივობაზე; კომპანიის ფუნქციონირების მოსალოდნელ ხანგრძლივობაზე და ბოლოს i-ს კრიტიკულად მნიშვნელოვანი სიდიდე დამოკიდებულია გაანგარიშების მიღებულ მეთოდზე.

დაყვანილი ღირებულების შეფასება ძალზე ძლიერაა დამოკიდებული საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებაზე და შემოსავლის ზრდის ტემპებზე. საპროცენტო განაკვეთი სხვადასხვაა რიგი დარგებისათვის და ძნელია დასადგენად. შესაბამისად, კომპანიის შიდა ღირებულების განსაზღვრა ასეთი მიდგომის დროს პრაქტიკაში ფაქტიურად შეუძლებელია. იგი გამოყენებული უნდა იქნას შეფასებებში, მიახლოებითი შეფასებების მისაღებად. დღეისათვის ამ სირთულეების გამო შემოსავლის მაჩვენებლის ნაცვლად გამოიყენება ნაღდი ფულის ნაკადის მაჩვენებელი.

ნაღდი ფულის ნაკადების დისკონტირების მეთოდი

ნაღდი ფულის ნაკადების დისკონტირების მეთოდის იდეა (Discounted-Cash-Flow. DCF) ზემოთ განხილული დაყვანილი ღირებულების მეთოდის კონცეფციის ანალოგიურია, ოღონდ გადახდების

საზით გამოყენებულია არა შემოსავლები ანდა დივიდენდები, არამედ კომპანიის წმინდა ნაღდი ფულის ნაკადები. ნაღდი ფულის ოპერაციული ნაკადი განისაზღვრება შემდეგნაირად:

შემოსავლები პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე +
(EBT, earnings before interest and taxes)
ამორტიზაცია (Depreciation) —
გადასახადები (Taxes) =
ნაღდი ფულის საოპერაციო ნაკადი (Operating Cash Dlow).

ნაღდი ფულის საოპერაციო ნაკადი წარმოადგენს ფულადი საშუალებების ნაკადს, რომელიც გენერირდება კომპანიის ოპერატიული საქმიანობის შედეგად. ხარჯები პროცენტების გადახდაზე არ გაითვალისწინება, ვინაიდან მათი სიდიდე დამოკიდებულია კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურაზე და არა მის საოპერაციო საქმიანობაზე.

ᲔᲙᲝᲜᲝᲛᲘᲙᲣᲠᲘ ᲓᲐᲛᲐᲢᲔᲑᲣᲚᲘ ᲦᲘᲠᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲘᲡ ᲛᲔᲗᲝᲓᲘ

ეკონომიკური დამატებული ღირებულების მეთოდი (Economic-Value-Added, EVA) დამყარებულია სხვაობის განსაზღვრაზე კომპანიის საოპერაციო მოგებასა და კაპიტალის ფაქტიურ ღირებულებას შორის, რომელიც წარმოადგენს აქციების ღირებულების სიდიდეს და ნასესხებ კაპიტალს. თუ კი ეს სხვაობა დადებითია, მაშინ კომპანიას აქვს დამატებული ღირებულება. გამოცდილება ადასტურებს, რომ აქციების ფასი უფრო მგრძნობიარეა, ეკონომიკური დამატებული ღირებულების ცვლილებისადმი შემოსავლების ანდა დივიდენდების ცვლილებასთან შედარებით. ამიტომ თანაზიარი ფონდების სულ უფრო მეტი ნაწილი ფუნდამენტური ანალიზის ამ მეთოდს იყენებს კომპანიების შეფასებისათვის.

20.2. ᲬᲛᲘᲜᲓᲐ ᲐᲥᲢᲘᲕᲔᲑᲘᲡ ᲡᲘᲓᲘᲓᲘᲡ ᲨᲔᲤᲐᲡᲔᲑᲐ

წმინდა აქტივების ღირებულება წარმოადგენს კომპანიის მთელი აქტივების სიდიდეს, რომელიც შეიძლება მიღებული ყოფილიყო, თუ კი ისინი გაიყიდებოდა ნაწილ-ნაწილ. ამიტომ მას ხშირად უწოდებენ სალიკვიდაციო ღირებულებას. მათემატიკურად წმინდა აქტივების ღირებულება წარმოადგენს კაპიტალის საბალანსო ღირებულების და ფარული რეზერვების სიდიდეს, რომელიც აღებულია საბალანსო ანგარიშებიდან. გარკვეულ დონემდე წმინდა აქტივების ღირებულება შეიძლება უგულვებელყოფილიყო აქციებში ფაქტიურ ინვესტიციებთან შედარებით. იგი მნიშვნელოვანი ხდება კომპანიის წარუმატებლობის (გაკოტრების), ან სხვა კორპორაციასთან შერწყმის შემთხვევაში. ამის გარდა, იგი შეიძლება სასარგებლო იყოს სრული დანაკარგების რისკის შეფასების ცუდი ობლიგაციების შესყიდვის შემთხვევაში (мусорные облигации).

ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ ᲤᲐᲡᲘ — ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲕᲐᲚᲘ

დამოკიდებულება ფასი/შემოსავალი (pric/earings ratio-p/e ratio ან ზოგჯერ PER) არის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მაჩვენებელი, რომელიც გამოიყენება ფუნდამენტურ ანალიზში. იგი ერთობ პოპულარულია გათვლის სიმარტივის გამო.

$$PER = \frac{\text{აქციის ფასი}}{\text{შემოსავალი ერთ აქციაზე}} \qquad (20.2)$$

შემოსავალი ერთ აქციაზე (E/S) შეიძლება გათვლილი იქნას შემდეგნაირად:

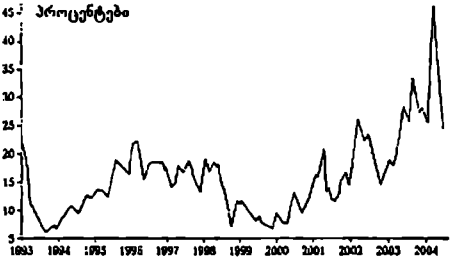
$$E/S = \frac{\text{მიმდინარე შემოსავალი}}{\text{აქციების რაოდენობა}} \qquad (20.3.)$$

დამოკიდებულება ფასი/შემოსავალი არის რენტაბელობის მაჩვენებლის სახესხვაობა. იგი გვიჩვენებს აქციებიდან მიღებული შემოსავლების რა რაოდენობა შედის მის ფასში. ასე რომ, დამოკიდებულება ფასი/შემოსავლები, რომელიც 15-ის ტოლია, გულისხმობს რომ ერთი აქციის ყიდვისათვის გადახდილი უნდა იქნას 15-ის ჯერადი მიმდინარე შემოსავალი აქციაზე.

სხვანაირად შეიძლება ითქვას, რომ დამოკიდებულება ფასებსა და შემოსავლებს შორის ტოლია. იმ წლების, რომელთა განმავლობაში ინვესტორებმა თავისთან უნდა დაიტოვონ აქციები, ვიდრე ისინი დაიბრუნებენ აქციებში ჩადებულ ფულს იმ პირობით, რომ მიმდინარე შემოსავალი მუდმივი (და არ გაითვალისწინება მისი რეინვესტირების შესაძლებლობა).

ამასთან დაკავშირებით დამოკიდებულების ფასი/შემოსავლები მცირე სიდიდე უფრო მიმზიდველია პოტენციური მყიდველისათვის. რაც უფრო დიდია ამ დამოკიდებულების მნიშვნელობა, მით უფრო ძვირია აქციები. დამოკიდებულება ფასი/შემოსავლები იცვლება მუდმივად მიმდინარე ფასის ცვლილების შესაბამისად. შემოსავლის ფაქტორი სტაბილური რჩება დროის უფრო ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში და შეესაბამება კომპანიის ბოლო პერიოდში გამოქვეყნებული მოგების სიდიდეს. ეს შეიძლება იყოს მოგების სიდიდე ბოლო ფინანსურ წელს ანდა ბოლო კვარტალში, რომლის მიხედვითაც პროგნოზირდება მოგების სიდიდე მთელი წლის განმავლობაში. ხშირად დამოკიდებულება ფასი/შემოსავალი ასევე გაითვლება პერსპექტიულ პერიოდში შემოსავლის შეთანხმებული მონაცემების საფუძველზე. თუმცა მაშინ, როცა კომპანია ცნობებს არ იძლევა რაიმე შემოსავლებზე ანდა აღნიშნავს ზარალის შესახებ, იქმნება პრობლემები. ამ შემთხვევაში PER მაჩვენებელი არ შეიძლება გაითვალოს და შეფასებისათვის გამოყენებული უნდა იქნას რომელიმე სხვა ინდიკატორი.

უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში ფასებისა და შემოსავლების ურთიერთდამოკიდებულების საშუალო სიდიდემ მნიშვნელოვანი ფლუქტუაცია განიცადა. გასული საუკუნის 70-იანი წლების შუახანებში PER-ის მნიშვნელობა მერყეობდა 5 და 15-ს შორის, 1990-იან წლებში მისი სიდიდე 15 და 25-მდე/გაიზარდა. ბოლო პერიოდის მონაცემებით, ახალი ეკონომიკის პირობებში აშშ-ს ბაზრებზე PER-ის სიდიდემ 40-ს მიაღწია. PER-ის საშუალო სიდიდის ცვლილების დინამიკა S&P ინდექსისათვის ნაჩვენებია დიაგრამაზე 20.1.



ნახ. 20.1 PER-ის საშუალო სიდიდის ცვლილება S&P ინდექსისათვის

უნდა აღინიშნოს, რომ PER მაჩვენებლის მნიშვნელობების სხვაობას ადგილი აქვს არა ბოლო დროის სხვადასხვა პერიოდებში, არამედ სხვადასხვა ქვეყნებისა და რეგიონების მიხედვით. მაგ. მსხვილი იაპონური კომპანიების აქციები ტრადიციულად PER-ის ყველაზე მაღალ დონეს აფიქსირებენ (დაახლოებით 50-ს).

ფასები/შემოსავლების დამოკიდებულების გაანალიზებას აზრი აქვს PER-ის შედარებისას მომდევნო პერიოდებში ანდა სხვადასხვა კომპანიებთან. ინვესტირების განხორციელების მიზანშეწონილობაზე დასკვნის გამოტანა ფასები/შემოსავალი დამოკიდებულების ანალიზის საფუძველზე დამოკიდებულია ასევე შემოსავლების მოსალოდნელ ზრდაზე. საერთოდ, ერთიანი, საჯარო შეზღუდულება კომპანიის შემოსავლების მოსალოდნელ ზრდაზე მომდევნო წელს თითქმის ყოველთვის აისახება აქციების ფასებზე. შესაბამისად, დამოკიდებულება – ფასი/შემოსავლები გასულ პერიოდებთან შედარებით დაბალი შემოსავლებს პირობებში საგრძნობლად მაღალი იქნება. მაგრამ ამ თანაფარდობის მაღალი დონის პირობებში მისი მოსალოდნელი ზრდა საკარაუდოა მხოლოდ მაშინ, როცა შემოსავლების ზრდა არის არა შემთხვევითი მოვლენა, არამედ რიგი პერიოდების განმავლობაში ჩამოყალიბებული ტენდენცია. ასეთი სიტუაცია დამახასიათებელია ეკონომიკის სწრაფად მზარდი დარგების კომპანიებისათვის, მსგავსად ტელეკომუნიკაციებისა ანდა ბიოტექნოლოგიებისა გასული საუკუნის 90-იან წლებში.

იმისათვის, რომ თავიდან იქნას აცილებული შედარების პრობლემები კომპანიის საქმიანი ციკლის სხვადასხვა სტადიაზე, ზოგჯერ იყენებენ PER მაჩვენებლის ისეთ მოდიფიკაციას, როგორიცაა დამოკიდებულება – ფასი/შემოსავალი ზრდა (Price/Earinings-to-Growthratio (PEG). ეს მოდიფიკაცია მიიღება მიმდინარე ფასების გაყოფით შემოსავლების ზრდის ტემპზე ბოლო 3-5 წლის განმავლობაში. PEG-ის სხვა ვერსია მიიღება PER-ის გაყოფით შემოსავლების მოსალოდნელ ზრდის ტემპზე (g):

$$PEG = \frac{PER}{g} \qquad (20.4.)$$

როგორც წესი, PEG მაჩვენებლის სიდიდე, როცა ერთზე დაბალია და, თუნდაც 0,75-ის ტოლი, ეს მაშზიდველ სიტუაციად ითვლება.

PER მაჩვენებლის გამოყენება სხვადასხვა დარგის კომპანიების და ქვეყნების შედარებისათვის შეიძლება გართულდეს მოგების გათვლის სხვადასხვა წესების გამოყენების გამო. მოგების სიდიდე გარკვეულწილად არის სუბიექტური მაჩვენებელი, რომლის მანიპულირებაც შეუძლიათ მენეჯერებს საგადასახადო უპირატესობების მისაღწევად. იმისათვის, რომ მიღწეული იქნას სასურველი შედეგი, მენეჯერებს შეუძლიათ გამოიყენონ საბალანსო ანგარიშგების ისეთი პოზიციები, როგორიცაა ამორტიზაცია და რეზერვები. იმისათვის, რომ შესადარისობაში იქნას მოყვანილი PER და ფინანსური ანგარიშგებები[1]. ზოგიერთი ანალიტიკოსი იყენებს ამ შესაძლებლობების რამდენადმე შეშხლუდვე მიდგომებს. გათვლები ტარდება ნაღდი ფულის ნაკადების მიხედვით გადასახადების გადახდის შემდეგ ისეთნაირად, რომ გამოირიცხოს ექსტრაორდინალური არარეგულარული მოვლენების გავლენა (ისეთები როგორიცაა ჯარიები, ქარხნების დახურვა).

ამის გარდა, აქციაზე შემოსავლის სიდიდე ბევრადაა დამოკიდებული კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურაზე. კაპიტალზე უკუგების სიდიდე შეიძლება გაიზარდოს ფინანსური ბერკეტის ეფექტის გავლენის შედეგად ნასესხები სახსრების დიდი ოდენობით გამოყენების ხარჯზე. სანამ ინვესტიციებზე უკუგება რჩება მაღალი გარედან მოზიდული კაპიტალის მომსახურებაზე გაწეულ ხარჯებთან შედარებით, უკუგება კაპიტალზე გაიზრდება, თუმცა დამოკიდებულება დაჯალიანება/კაპიტალი შეიძლება მნიშვნელოვნად აჭარბებდეს ოპტიმალურ მნიშვნელობას. დაჯალიანების სიდიდის ზრდასთან ერთად ვალების გადახდის ტვირთი და მისი გავლენა შემოსავლებზე გაიზრდება, ისევე როგორც ეკონომიკური წარუმატებლობის (გაკოტრების) ალბათობა, ასევე ვალის მომსახურებასთან დაკავშირებული პირდაპირი და ირიბი ხარჯები. ასე რომ, მოჩვენებითი შემოსავლები სულ არაა სავალდებულო კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის შედეგად რეალურად მიღებული შემოსავლების ტოლი იყოს.

მეორე პრობლემა – ეს არის არამატერიალური აქტივების საბუღალტრო აღრიცხვის მოქმედი წესი. განსაკუთრებით კვლევებისა და დამუშავებების სფეროში. სწრაფად მზარდი ინოვაციური

[1] Ergebnis nach DVFA, Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse.

კომპანიები ფლობენ საკმაოდ მნიშვნელოვან არამატერიალურ აქტივებს, რომლებიც, ცხადია, აუმჯობესებენ კომპანიის კონკურენტულ პოზიციას და შესაბამისად, მომავალში შემოსავლის მიღების ალბათობას. საბუღალტრო აღრიცხვის წესი, რომელიც საკმაოდ დიდი ხნის წინათაა შემუშავებული, საკმაოდ არ ითვალისწინებს ამ ინვესტიციებს. ამ სფეროში გაწეული ხარჯები მთლიანად შეიტანება აღრიცხვის რეგისტრებში მათი წარმოშობის წელს. ასე რომ, კვლევებისა და დამუშავებების სფეროში ინტენსიურად მომუშავე კომპანიები გამოიყურებიან უაღრესად ტრადიციულ კომპანიებთან შედარებით, იმიტომ რომ არ ასახავს ამ თავისებურებას, და პირიქით, PER-ის მაღალი დონე შეიძლება მიღწეული იქნას წარმოებაში პროდუქტის გაშვებით, რომელიც, თავის მხრივ, არის კვლევების და დამუშავებების შედეგი, რომელზედაც დანახარჯები შეიძლება შეტანილი იქნას მომდევნო წლების ხარჯებში.

თუ კი ობიექტი – ეს არის კომპანია, რომელიც ახორციელებს აქციების პირველ გამოშვებას (IPO) მაშინ დამოკიდებულება ფასი/შემოსავალი უნდა იყოს მაღალი მის კონკურენტებთან შედარებით. ამის გარდა, შეთავსებული უნდა იქნას ფასდაკლება, როგორც სტიმული აქციების პოტენციური მყიდველებისათვის. ჩვეულებრივ, IPO-ს ეს ფასდაკლება შეადგენს 20-დან 50%-მდე PER-ის საანგარიშსწორებო სიდიდესთან მიმართებაში. თუ კი PER-ის საშუალო სიდიდე ამ დარგის ტოლია, ვთქვათ 50-ის, მაშინ IPO კომპანიის აქციებზე ხელმოწერის ფასი უნდა იყოს იმ დონეზე, რომელიც წარმოდგენილია დამოკიდებულებით – ფასი/შემოსავალი დიაპაზონში 25-სა და 40-ს შორის.

20.3. ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ: ᲤᲐᲡᲘ/ᲜᲐᲦᲓᲘ ᲤᲣᲚᲘᲡ ᲜᲐᲙᲐᲓᲘ (Price /Cash Flow ratio)

დამოკიდებულება ფასი/ნაღდი ფულის ნაკადი ემყარება კომპანიის შემოსავალთან შედარებით უფრო საიმედო მაჩვენებლის – ნაღდი ფულის ნაკადის – გამოყენებას. ნაღდი ფულის ნაკადის, როგორც მაჩვენებლის, გამოყენების უპირატესობაა ის, რომ კომპანიის მენეჯმენტის მოქმედება „ვიტრინების გადამზადების“ თვალსაზრისით ვერ მოახდენს არსებით ზეგავლენას მის სიდიდეზე, მისი გათვლისას არ გაითვალისწინება გადახდები, რომლებიც გაელენას არ ახდენენ ლიკვიდობაზე (მაგ. რეზერვების შექმნაზე). ამის გარდა, მარტივია განხორციელდეს საერთაშორისო შედარებები, ვინაიდან მოგების განსაზღვრის სხვადასხვა წესი გაელენას ვერ ახდენს ნაღდი ფულის ნაკადებზე, და ბოლოს, ყველა ეს დადებითი მომენტები განეკუთვნება PER მაჩვენებელს.

ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ ᲤᲐᲡᲘ – ᲡᲐᲑᲐᲚᲐᲜᲡᲝ ᲦᲘᲠᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ (Price/Book Value ratio)

თუ კი მიმდინარე საბაზრო კაპიტალიზაციის სიდიდეს გავყოფთ კომპანიის აქტივების საბალანსო ღირებულებაზე, მივიღებთ დამოკიდებულებას – ფასი/საბალანსო ღირებულება. საბალანსო ღირებულება შეიძლება აღებული იქნას საბალანსო ანგარიშიდან, ხოლო საბაზრო კაპიტალიზაცია გაითვლება ერთი აქციის საბაზრო ფასის გამრავლებით აქციების რიცხვზე, აქციებს რომლისთვისაც დამახასიათებელია დამოკიდებულება — ფასი/საბალანსო ღირებულების დაბალი მნიშვნელობა, ხშირად უწოდებენ „მარაგების აქციებს“ („value stoks“). იმიტომ რომ მოცემულ შემთხვევაში დიდია აქტივების საბალანსო ღირებულების კომპონენტის (კომპანიის მატერიალური რესურსების) გაელენა, მეორე შხარეს იმყოფება აქციები დამოკიდებულება – ფასი/საბალანსო ღირებულება – მაღალი დონით, რომელთაც უწოდებენ „ზრდის აქციებს“ („growth stoks“). იმიტომ რომ კომპანიის მოსალოდნელი ზრდა ფასდება უფრო მაღლა, ვიდრე მის განკარგულებაში ახლანდელ დროში არსებული აქტივები.

ᲓᲘᲕᲘᲓᲔᲜᲓᲣᲠᲘ ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲕᲐᲚᲘ (Dividend yield)

კიდევ ერთი, ხშირად გამოყენებული მაჩვენებელია დივიდენდური შემოსავალი. მისი მნიშვნელობა გვიჩვენებს კავშირს ნაღდად გადახდილ დივიდენდებსა და აქტივების ფასს შორის. საერთოდ აქციების

მიმზიდველობა იზრდება დივიდენდური შემოსავლების ზრდასთან ერთად.

ამ მაჩვენებლის ნაკლია ის, რომ მისი მეშვეობით შეუძლებელია კომპანიათა შედარება, რომლებიც ახდენენ შემოსავლების დიდი ნაწილის ანდა მთელი თავიანთი შემოსავლების რეინვესტირებას იმ კომპანიებთან, რომლებიც თავიანთ შემოსავლებს ანაწილებენ აქციონერებს შორის.

მოგების ტემპის ზრდა (Profit momentum)

აქციების შეფასებისათვის გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს კომპანიის სამომავლო, ანუ დაგეგმილი შემოსავლების სიდიდის განსაზღვრას. ინდიკატორი, რომლის მეშვეობითაც შეიძლება შემოსავლების სამომავლო ზრდაზე მსჯელობა, არის მოგების ზრდის ტემპი. იგი ერთი მეორეს უდარებს უკანასკნელ პერიოდში მიღებულსა და მომავალ პერიოდში მისაღებ მოგებებს.

$$\text{მოგების ზრდის ტემპი} = \frac{P_t}{P_{t-1}} \qquad (20.5.)$$

სადაც Pt – მოგება t პერიოდში

რაც უფრო მეტია მოგების ზრდის ტემპი, მით უფრო დინამიურია შემოსავლების ზრდა, მოგების ზრდის ტემპი მათემატიკურად შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც შემოსავლის დიფერენცირებული მრუდი. ასე რომ, მოგების ზრდის ტემპის დადებითი სიდიდე ანდა თანაბარი გადიდება მიგვანიშნებს შემოსავლების შესაძლო პროპორციულ გადიდებაზე. როცა მოგების ზრდის ტემპი 0-ის ტოლია, ეს ნიშნავს შემოსავლის მიღებას ადრინდელი ოდენობით, მაშინ როცა მოგების ზრდის ტემპის შემცირება მიგვანიშნებს შემოსავლის შემცირებაზე.

მოგების პროგნოზირების შეღებების უგულებელყოფა

ფასები აქციებზე ძალზე მგრძნობიარეა მოსალოდნელ და ფაქტიურად მიღებულ მოგებას შორის სხვაობის მიმართ. კომპანიები ბაზრებს ხშირად აკვირვებენ იმით, რომ აფიქსირებენ მოგების მოულოდნელად დიდ ან მცირე მაჩვენებელს. ეს ხდება იმიტომ, რომ სხვადასხვა ანალიტიკოსი სხვადასხვანაირად აფასებს ამ მაჩვენებელს. რაც უფრო მსხვილია კომპანია მით უფრო მეტი ანალიტიკოსი იკვლევს მის განვითარებას. ეს იმას ნიშნავს, რომ უწყვეტად და სიღრმისეულად ხდება მისი კვარტალური ანგარიშგებებისა და საქმიანობის შესახებ ცნობების შესწავლა. მოგება და სხვა ძირითადი საშედეგო მაჩვენებლები ფასდება ამ ანალიტიკოსების მიერ და ხშირად ქვეყნდება საინფორმაციო საშუალებებში, რომელიც ხელმისაწვდომია საზოგადოების ფართო მასებისათვის. ეს ინფორმაცია ასევე ხელმისაწვდომია კერძო ინვესტორებისათვის ინტერნეტის მეშვეობით.

თუ კი მსხვილი კომპანიის საქმიანობა შეისწავლება, ვთქვათ 20 ანალიტიკოსის მიერ და მათ მიერ მოგების შეფასებების განსხვავებულობა არც თუ ისე დიდია, 2004 წლისათვის, ეს მიუთითებს შეფასების სისწორესა და სიმყარეზე. ცხადია, მოგების არამყარ შეფასებას შეუძლია გამოიწვიოს ფასების მაღალი რყევა აქციებზე და ამით განაპირობოს ინვესტირების უფრო მაღალი რისკი.

20.4. ფინანსური კოეფიციენტები, რომლებიც მიღებულია საბალანსო ანგარიშგებათა მონაცემების ანალიზის საფუძველზე

ამოსავალი წერტილი კომპანიის საქმიანობის საერთო ანალიზის ჩატარებისათვის ფუნდამენტურ ანალიზში არის საბალანსო ანგარიშგებისა და მოგებისა და ზარალის ანგარიშის შესწავლა. ცხრილი 20.1. გვიჩვენებს საბალანსო ანგარიშგებას საერთო შემთხვევაში. ანალიზის ჩატარებისათვის საჭიროა ასევე მოგებისა და ზარალის ანგარიშის გამოყენება (ცხრილი 20.2.).

ბალანსი (მლნ. შულადი ერთ.)

ცხრილი 20.1.

აქტივები	2003	2002	ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი	2003	2002
მიმდინარე აქტივები			მოკლევადიანი ვალდებულებები		
ფულადი სახსრები	820	740	ანგარიშები გადახდაზე	620	490
ანგარიში მიღებაზე	230	210	დაგროვილი ვალდებულებები	220	300
მარაგები	140	110	მოკლევადიანი ვალდებულებების ჯამი	840	790
მიმდინარე აქტივების ჯამი	1190	1060	გრძელვადიანი ვალდებულებები		
			გრძელვადიანი დავალიანება	610	740
არასაბრუნავი აქტივები			გრძელვადიან ვალდებულებათა ჯამი	610	740
საკუთარი უძრავი ქონება და მოწყობილობა	1430	1330	საკუთარი კაპიტალი		
მინუს დაგროვილი ცვეთა	412	312	უბრალო აქციები	164	140
წმინდა არასაბრუნავი აქტივები	1018	1018	დამატებითი კაპიტალი	244	188
			გაუნაწილებელი მოგება	350	220
			საკუთარი კაპიტალის ჯამი	758	548
სულ აქტივები	2208	2078	სულ ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი	2208	2078

ფინანსური მდგომარეობის შეფასება

ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარებისას იყენებენ სხვადასხვა ფინანსურ კოეფიციენტებს, რომელთა მეშვეობით შეისწავლება საბალანსო ანგარიშში წარმოდგენილი ძირითადი მონაცემები. პირველ რიგში ანგარიშობენ ლიკვიდობის კოეფიციენტებს, რომლებიც გვიჩვენებენ ფირმის შესაძლებლობას შეასრულოს თავის მიმდინარე ვალდებულებები ვალის გადახდის დადგომის მომენტში.

მოგების და ზარალის ანგარიში

ცხრილი 20.2.

	2003
ამონაგები გაყიდვებიდან	1760
გაყიდული საქონლის თვითღირებულება	1140
მმართველობითი ხარჯები	130
ამორტიზაცია	84
მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე	406
დანახარჯები პროცესების გადახდაზე	44
გადასახადებით დაბეგრილი მოგება	362
გადასახადები	37
წმინდა მოგება	325
დივიდენდები	180
გაუნაწილებელი მოგების ზარალი	145

$$K_{\text{მიმდინარე ლიკვიდობის}}\,(\text{current liquidity Ratio}) = \frac{\text{მიმდინარე აქტივები}}{\text{მოკლევადიანი ვალდებულებები}}. \qquad (20.6.)$$

$$K_{\text{სწრაფი ლიკვიდობის}}\,(\text{current Quick Liquidity Ratio}) = \frac{\text{მიმდინარე აქტივები - მარაგები}}{\text{მოკლევადიანი ვალდებულებები}}. \qquad (20.7.)$$

$$K_{\text{ნაღდი ფულის ლიკვიდობის}}\,(\text{Cash flow liquidity}) = \frac{\text{Cash} + \text{MS} + \text{CF}_{\text{ops}}}{\text{მოკლევადიანი ვალდებულებები}}. \qquad (20.8.)$$

სადაც Cash — ფულადი სახსრები; MS — კომპანიის კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულება (Cash Market securites); (Fops — ნაღდი ფულის ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან (Cash Flow from operating activites).

ნაღდი ფულის ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან შეიძლება განისაზღვროს როგორც საბრუნავი სახსრების ნაწილი, რომელიც კომპანიას რჩება დანახარჯების გამორიცხვის შემდეგ;

წმინდა მოგება წლის ბოლოს + არაფიზიკური აქტივების კლება – არაფიზიკური აქტივების ზრდა – —არარეალიზებული ზარალები + არარეალიზებული მოგებები = ნაღდი ფულის ნაკადი. (20.9.)

დავალიანებიანობა საკუთარ და ნასესხებ საშუალებებს შორის (Debet/Equity ratio) დავალიანების მართვის კოეფიციენტი

დავალიანების მართვა გამოიხატება ფინანსური ლევერიჯის მაჩვენებელში, რომელიც ასახავს კომპანიის დაფინანსების ხარისხს დავალიანების ხარჯზე. ასევე გრძელვადიანი გადახდის უნარიანობას მის კრედიტორებთან მიმართებაში. დავალიანებას შეუძლია გააუმჯობესოს აქციონერების მიერ დაბანდებული კაპიტალის უკუგების მაჩვენებელი კარგ წლებში, მაგრამ შეუძლია გაზარდოს მათი დანაკარგები ცუდ წლებში. დავალიანების სიდიდე არ არის დამოკიდებული კომპანიის მიმდინარე საქმიანობაზე, არამედ მისთვის წარმოადგენს გარკვეულ ფიქსირებული დანახარჯების სიდიდეს (რომელიც განისაზღვრება კრედიტორებთან ხელშეკრულების დადების დროს). როცა კომპანიის საქმიანობიდან შემოსავლები, მიღებული დავალიანების დაფინანსებიდან, მაღალია, ვიდრე ვალის მომსახურების ფიქსირებული ხარჯები, მაშინ ეს დადებითი სხვაობა გადაეცემათ აქციონერებს. ამის გარდა, ქვეყანათა უმეტესობის საგადასახადო კანონმდებლობა წახალისებს დავალიანებას, როგორც დაფინანსების წყაროს, ამიტომაც დანახარჯები პროცენტების გადახდაზე გამოირიცხება მოგებიდან გადასახადების გადახდამდე.

მეორეს მხრივ, დავალიანების დიდი ოდენობა ზრდის ფინანსური კრიზისის ალბათობას და გაკოტრების ალბათობასაც კი. რაც უფრო მეტია რეალიზაციიდან ამონაგები და ნაღდი ფულის ნაკადი და მაღალია მისი მიღების სტაბილურობა, მით უფრო მეტად მისაღები შეიძლება აღმოჩნდეს დავალიანების სიდიდე.

$$K_{\text{დავალიანება/აქტივები}}\,(\text{Debet/Asset Ratio}) = \frac{\text{გრძელვადიანი დავალიანება}}{\text{მოკლევადიანი ვალდებულებები}}. \qquad (20.10.)$$

დავალიანების სიდიდის ნაცვლად შეიძლება გამოყენებული იქნას საკუთარი კაპიტალის სიდიდე. კაპიტალის სტრუქტურის კოეფიციენტი წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის სიდიდეს, რომელიც გამოხატულია პროცენტის სახით აქტივების ღირებულებასთან მიმართებაში. ცხადია, რაც უფრო მაღალია კაპიტალის სტრუქტურის კოეფიციენტი, მით უფრო უსაფრთხოა კომპანიის დამოკიდებულება კრედიტორებთან:

$$K_{\text{კაპიტალის სტრუქტურა}}\,(\textit{Capital Ratio}) = \frac{\text{საკუთარი კაპიტალი}}{\text{აქტივები}} \qquad (20.11.)$$

ზოგჯერ გრძელვადიან ვალდებულებებთან ერთად გაითვალისწინება მოკლევადიანი ვალდებულე-

ბებიც, მაშინ გაითვლება კოეფიციენტი: „სრული დავალიანება/აქტივები ანდა „სრული დავალიანება/კაპიტალი", სხვა კოეფიციენტები გაითვლება მხოლოდ მოკლევადიანი ვალდებულებების საფუძველზე. კომპანიის უნარი, გადაიხადოს მოკლევადიანი ვალდებულებები შესაძლებელია ასევე შემდეგნაირად:

$$K_{\text{პროცენტების დაფარა შემოსავლით}}(\text{Times Interes earnend}) = \frac{\text{შემოსავლები პროცენტების გადახდამდე} \times \text{გადასახადები}}{\text{დანახარჯები პროცენტების გადახდაზე}} \quad (20.12.)$$

აქტივების მართვის ხარისხის კოეფიციენტები (Asset Management ratios)

ეს კოეფიციენტები ერთიმეორეს უდარებენ კომპანიის აქტივებსა და გაყიდვების სიდიდეს, ასე რომ ისინი არიან გაყიდვების გენერირებისათვის აქტივების გამოყენების ეფექტიანობის საზომი საშუალება. წმინდა არასაბრუნავი აქტივების გამოყენება შეიძლება პრობლემური იყოს, ვინაიდან იგი ეფუძნება საბალანსო ღირებულებას, რომელიც ზოგჯერ მნიშვნელოვნად განსხვავდება საბაზრო რეალური ღირებულებისაგან.

$$\text{აქტივების ბრუნვადობა (Total Asset turnover)} = \frac{\text{ამონაგები გაყიდვებიდან}}{\text{წმინდა არასაბრუნავი აქტივები}} \quad (20.13.)$$

$$\text{სასაქონლო მარაგების ბრუნვა დღეებში (Days to/sell inventory)} = \frac{\text{მარაგები}}{\text{გაყიდვებიდან ამონაგები დღიურად}} \quad (20.14.)$$

რენტაბელობის მაჩვენებლები (Profitability ratios)

ყველა სახის კაპიტალის გამოყენება შეიძლება აისახოს რენტაბელობის კოეფიციენტებში, რომელიც ითვალისწინებს მართვისა და ლიკვიდობის, აქტივებისა და დავალიანებების შედეგებს. პირველ რიგში, ეს არის აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობის მაჩვენებელი (Return On Equity, ROE), რომელიც განსაზღვრავს შემოსავლის სიდიდეს აქციონერულ კაპიტალზე. აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობა გაითვლება როგორც წლის განმავლობაში წმინდა მოგების სიდიდის ნამრავლი 100-ზე და შეფარდებული აქციონერული კაპიტალის ღირებულებაზე. რაც უფრო მეტია აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობა, მით უფრო წარმატებულია კომპანია. გარდა წმინდა მოგების სიდიდისა, აუცილებელია განხილული იქნას მისი კავშირი კოეფიციენტთან „დავალიანება/კაპიტალი". თუ კი კომპანიას აქვს კაპიტალის სტრუქტურის კოეფიციენტების დაბალი მნიშვნელობები (რომელიც გამოხატავს საკუთარი კაპიტალის სიდიდეს პროცენტებში აქტივების სიდიდესთან მიმართებაში), მისთვის გაცილებით ადვილია მაიღწიოს აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობის მაღალ დონეს:

$$\text{აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობა (Return of Equity)} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{აქტივები}} \quad (20.15.)$$

თუ კი აქციონერული კაპიტალის ნაცვლად განხილული იქნება კომპანიის აქტივების ღირებულება, მაშინ შედეგად მივიღებთ აქტივების რენტაბელობის მაჩვენებელს (Retrun on Assets - ROA):

$$\text{აქტივების რენტაბელობა (Return of Equity)} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{აქტივები}} \quad (20.16.)$$

$$\text{გაყიდვების რენტაბელობა (Net piofit margin)} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{ამონაგები გაყიდვებიდან}} \quad (20.17.)$$

$$\text{ოპერაციების რენტაბელობა (Uperatin margin alter depreciation)} = \frac{\text{ოპერატიული მოგება}}{\text{ამონაგები გაყიდვებიდან}} \quad (20.18.)$$

20.5. საპროცენტო განაკვეთის სტრუქტურა

დაბანდებების რისკი, გადანაწილებული აქციების მრავალ მფლობელზე, გაცილებით დაბალია იმ აქციებთან შედარებით, რომელთა მფლობელები არიან გარკვეულ პირთა შეზღუდული წრე.

საქმიანი ციკლები

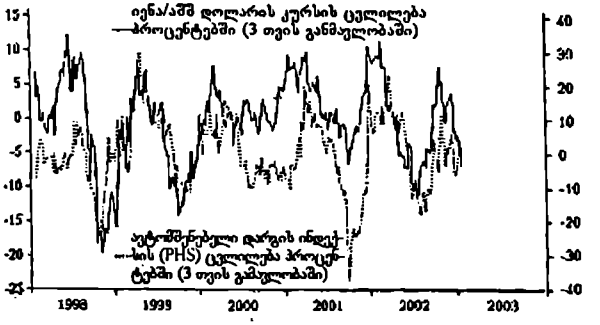
კომპანიები, რომელთა პროდუქციაზე მოთხოვნის რყევა უმნიშვნელოა ანდა მათი ბიზნესის მოდელები არ არიან შგრძნობიარენი ეკონომიკური განვითარების ციკლურობისადმი, ხასიათდებიან მოგების მიღების მდგრადი უნარით და შესაბამისად, ნაკლები რისკით. იგივე შეიძლება ითქვას კომპანიებზე, რომლებიც ფუნქციონირებენ ნაკლებკონკურენტული ხარისხის მქონე ბაზრებზე და არა აქვთ ტექნიკური ინოვაციები.

ამის გარდა, რიგი კომპანიები ფუნქციონირებენ ერთდროულად საქმიანობის მრავალ სფეროში, ეს მათ საშუალებას აძლევთ კომპენსაცია გაუწიონ იმ სიძნელეებს, რომლებსაც ადგილი აქვს ბიზნესის სხვადასხვა სფეროში მოგების ზრდის ხარჯზე.

ვალუტის მიმდინარე კურსზე დამოკიდებულება

რიგი დარგები და კომპანიები სხვებთან შედარებით მეტად არიან დამოკიდებული ვალუტათა მიმდინარე კურსებზე. ეს პრობლემები განსაკუთრებით ძლიერ ვლინდებიან იმ შემთხვევაში, როცა კომპანიები ახორციელებენ წარმოებას არა იმ სავალუტო ზონაში, სადაც ხდება მათი პროდუქციის გაყიდვა. თუ კი ვალუტა, რომელიც გამოიყენება მუშაკთა შრომის ასანაზღაურებლად მოწოდებული ნედლეულისა და მასალების შესაძენად, აღმოჩნდება უფრო ძვირი იმ ვალუტასთან შედარებით, რომელიც გამოიყენება ანგარიშსწორებაში პროდუქციის გაყიდვის დროს, მაშინ მოგების გეგმა აღმოჩნდება მოძველებული. მეორეს მხრივ, კომპანიებს შეუძლიათ მიიღონ სარგებელი ანგარიშსწორებაში უფრო იაფი ვალუტის გამოყენების შედეგად. პრაქტიკაში ზოგჯერ საკალუტო რისკის დაზღვევა ხდება ფორვარდული ბაზრის ინსტრუმენტების გამოყენების შედეგად ვალუტათა კურსების რყევების ზემოქმედების თავიდან ასაცილებლად.

ოღონდაც, არსებობს ზოგიერთი ფართოდ აღიარებული დამოკიდებულებები, რომლებიც გათვალისწინებული უნდა იქნას საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს. მაგ. მონაცემები იაპონური საავტომობილო კომპანიების გაყიდვათა შესახებ ჩვენებენ არსებით ურთიერთკავშირს იენისა და აშშ-ის მიმდინარე საკალუტო კურსებს შორის (ნახ. 20.2.).



ნახ. 20.2. იაპონური საავტომობილო კომპანიების გაყიდვების კავშირი მიმდინარე კურსთან იენა/აშშ

საპენსიო ვალდებულებები

მრავალმა კომპანიამ დაარსა საპენსიო ფონდები, თავიანთი მუშაკებისათვის, საერთოდ ეს სისტემა მუშაობს, თუ პენსიების გადახდა შეიძლება დაფინანსდეს კომპანიის პირველადი გადახდებისაგან. ინფლაცია და მაღალი მოგება ფასიანი ქაღალდების ბაზრებიდან შესაძლებელს ხდის მოემსახურონ საპენსიო ფონდების მოთხოვნილებებს. მაგრამ კომპანიის ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესებასთან ერთად ამ ურთიერთობებში ჩნდება პრობლემები. რამდენადაც კომპანიები ვალდებულნი არიან უზრუნველყონ საპენსიო ფონდების გადახდისუნარიანობა, შეიძლება საჭირო გახდეს მათი ნაკადები გამოყენებული იქნას თავიანთი პენსიონერების მხარდასაჭერად.

უკანასკნელი წლების განმავლობაში ფინანსურ ბაზრებზე სულ უფრო და უფრო ელინდება დეფლაციის ნიშნები, საერთოდ რომ არ იყოს არანაირი ინფლაცია, საპენსიო ვალების ტვირთი ამცირებს სიტუაციის სიმყარეს რიგ მსხვილ კომპანიებში. ასე მაგ. ფირმა General Motors-ს 460 ათასამდე პერსიონერი პყავს, რაც შეადგენს 2,5 კაცს ყოველ დასაქმებულზე. ეს სამსახურიდან გადამდგარი ხალხი (оставники) ღებულობენ პენსიას, სარგებელს ჯანდაცვის კორპორატიულის სისტემიდან ფირმის საპენსიო ფონდების ხარჯზე, მიუხედავად იმისა, იყიდება ავტომობილები თუ არა. 2001 წლის ბოლოს საპენსიო გეგმა არ დაფინანსდა დახლოებით 9 მლრდ დოლარის ოდენობით, მაშინ როცა მათში ჩადებული ვალდებულებები შეადგენდა დახლოებით 75 მლრდ დოლარს, იგულისხმება, რომ საპროცენტო განაკეთების გადიდება იმ დონემდე, რომელიც შეესაბამება ეკონომიკურ სიტუაციას, საშუალებას მისცემს ჯენერალ მოტორსს 2007 წლამდე მიიღოს საპენსიო ფონდში მისი ფუნქციონირების შენარჩუნებისათვის დამატებით დახლოებით 17 მლრდ. დოლარად. ეს უზარმაზარი თანხა შეესაბამება ნაღდი ფულის ნაკადის შეფასებულ სიდიდეს მოცემულ პერიოდში. მანამდე ეს პრობლემა გადაწყვეტილი არ არის და გათვალისწინებული უნდა იქნას საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას.

ცხრილ 20.3-ში მოცემულია საპენსიო ფონდების რესურსებით დაფარვის რეზერვები რიგ ამერიკულ ფირმებში.

საპენსიო ფონდების რესურსების დაფარვა რიგ ამერიკულ ფირმებში

ცხრილი 20.3.

კომპანია	დაუფინანსებლობის კოეფიციენტი %-ში საბაზრო კაპიტალიზაციასთან მიმართებაში	დაფარვის უკმარისობა $ მლრდ.	საბაზრო კაპიტალიზაცია
AMR (American Airlines)	687	3.4	0.5
Delta Airlines	525	4.4	0.8
Goodyear	164	2.0	1.2
General Motors	159	29.4	18.6
Navistar	118	1.1	0.9
Delphi	108	4.2	3.9
Ford Motors	103	14.3	13.9
Xerox	71	2.3	3.2
Lucent Technologies	61	1.5	2.4
Boeing	27	6.8	25.1

20.6. საბაზრო ინდიკატორები

20.6.1. ვოლატურობა (Volatility)

ვოლატურობა – ეს არის აქციებზე მოსალოდნელი, ანდა ისტორიულად ჩამოყალიბებული ფასების რხევა პროცენტებში. ვოლატურობის ცოდნა საჭიროა პირველ რიგში იმისათვის, რომ განისაზღვროს ოფციონების და ვარანტების მისაღები ფასები. 30 დღიანი ვოლატურობა 20%-ის ოდენობით იმაზე მეტყველებს, რომ განხილული აქციებისათვის, რომლებიც ემყარება ფლუქტუაციებს, უკანასკნელ 30 დღეში ფასების მერყეობა მოთავსდება ±20%-ის საზღვრებში მომავალი წლის განმავლობაში. ასე რომ, აქციების მიმდინარე ფასის პირობებში 100 ევროს ფარგლებში, ფასი მომავალ წელს საკარაუდოა იქნება 80 და 120 ევროს ფარგლებში.

განასხვავებენ ორი ტიპის ვოლატურობას. თავდაპირველად განვიხილოთ ე.წ. „ისტორიული ვოლატურობა", რომელიც წარმოადგენს ფასების ცვლილების სტატისტიკურ ასახვას წარსულში. დაკვირვების პერიოდის მიხედვით ვოლატურობა ძალზე არსებითად განსხვავდება ერთიმეორისაგან. საერთოდ ანალიტიკოსები იყენებენ ვოლატურობის მოკლე და საშუალოვადიან ინდექსებს (ძირითადად 5, 10, 20 ან 30 დღიანი პერიოდები). მოკვეთები, რომლებიც მუშაობენ გრძელვადიან პერიოდებზე, იყენებენ უფრო გრძელ ვადებს (ჩვეულებრივ 60, 180 ანდა 360 დღე).

ლიტერატურაში ვოლატურობა ზოგჯერ განისაზღვრება მათემატიკური საშუალო კვადრატული გადახრის გაანგარიშების გზით. იგი გაითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$V_t = sqrt\left(\sum_{i=t}^{t-n+1}\left(C_i - mean_n\right)^2 / n\right) \qquad (20.19.)$$

სადაც Vt – ისტორიული ვოლატურობა t პერიოდის განმავლობაში n დღეები; Sqrt(...) – კვადრატული ფესვის ფუნქცია; Ci - დახურვის ფასი ანალიზურ ფასიან ქაღალდებზე; mean-ი — ბოლო დახურვის ფასების საშუალო მნიშვნელობა t პერიოდში, n — დღეების რიცხვი პერიოდში.

ზოგჯერ ვოლატურობის ფორმულაში მნიშვნელი შეიძლება გამოხატულ იქნეს (n-1) გამოსახულებით. 5-დღიანი ვოლატურობის პრაქტიკული მაგალითი მოყვანილია ცხრილი 20.4.-ში.

5-დღიანი ვოლატურობის გათვლის მაგალითი

ცხრილი 20.4.

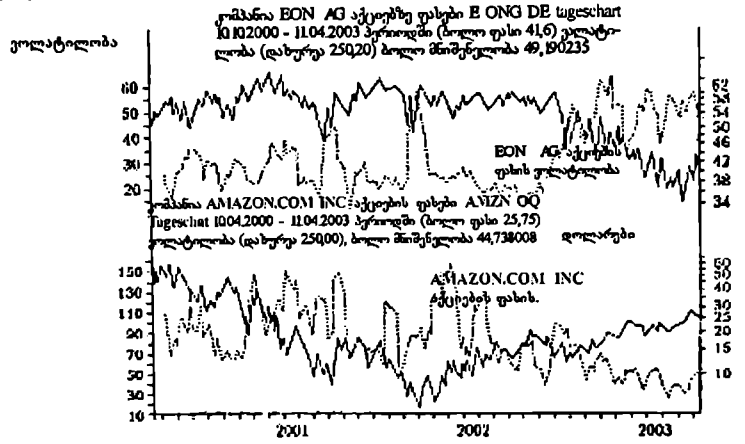
პერიოდი	დახურვის ფასი	ხუთდღიანი $mean_n$-ის საშუალო მნიშვნელობა	საშუალო კვადრატული გადახრა $S\ (C_i\text{-}mean_n)^2$
1	10.00	10.20	0.04
2	10.20	10.20	0.00
3	10.30	10.20	0.01
4	9.80	10.20	0.16
5	10.70	10.20	0.25
ჯამი			0.46

V_5 = sqrt (0,46/5) = 0303315

მართალია, მათემატიკურად ვოლატურობის გათვლა მარტივია, კერძო ინვესტორისათვის არ არის აუცილებელი იცოდეს, როგორ ტარდება გათვლები დეტალებში. ვოლატურობის გაანგარიშებას პროგრამული უზრუნველყოფის სტანდარტული პროცედურაა ყოველი საბაზრო სისტემისათვის. ამის

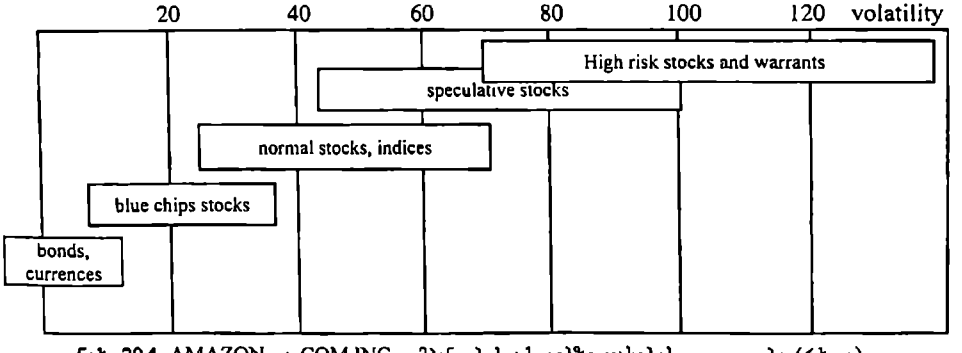
გარდა, ზოგიერთი აღიარებული საქმიანი გაზეთი და ჟურნალი ინვესტორებისათვის ასევე აქვეყნებს ამ ცნობებს. ეს მონაცემები ასევე შეიძლება მიღებული იქნას ინტერნეტის მეშვეობით.

ფასების რყევა ნაჩვენებია დიაგრამებზე (ნახ. 20.3.)



ნახ. 20.3. ფასების ცვლილება EON კომპანიის და Amazon-ის კომპანიის აქციებზე.

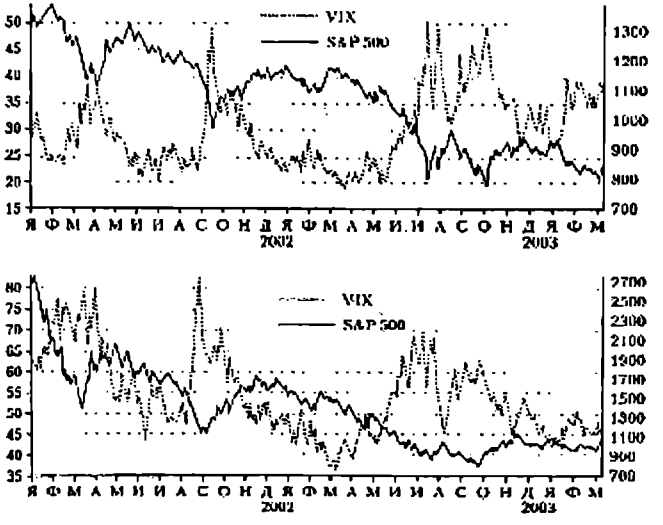
პირველ სურათზე ფასები აქციებზე უფრო სტაბილურია და წარმოადგენენ კომუნალური მეურნეობის კომპანიას (EON). მაშინ, როცა მეორე ნახაზზე ნაჩვენებია კომპანია Amazon-ის აქციების ფასები, რომელიც წარმოადგენს სწრაფად მზარდი ინტერნეტის სფეროს. როგორც ნახაზიდან ჩანს, ფასების გაფანტვა ეკონომიკის ახალი სექტორის აქციებზე 3-ჯერ მეტია, ვიდრე ძველი დარგების წარმომადგენელი საწარმოების აქციებზე.



ნახ. 20.4. AMAZON და COM INC კომპანიების აქციებზე ფასების ცვლილება (რხევა).

შეიძლება შეჯამდეს ცხრილი რისკის ტიპიური დონეებით სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებზე (ნახ. 20.5.). იგი განხილული უნდა იქნას როგორც ემპირიული წესის გამოყენება, ვინაიდან დიაპაზონები შეიძლება საკმაოდ არსებითად შეიცვალოს. ამის გარდა უნდა ითქვა აღინიშნოს, რომ ვოლატურობა უკანასკნელი 10 წლის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა სხვა ადრინდელ პერიოდებთან შედარებით.

აქამდე ჩვენ ვიხილავდით ვოლატურობას გასული პერიოდის განმავლობაში მისი დღევანდელი მნიშვნელობის შესაფასებლად. მაგრამ ასევე შეიძლება შეფასდეს მომავალი ვოლატურობა, ეს არის ე.წ. „ცალებადი ვოლატურობა“ („implied volatility“), რომელიც გაითვლება ბლეკი შოდის ფორმულის (Black-Scholes Formula) გამოყენებით. ჩვეულებრივ, ეს ფორმულა გამოიყენება ბლექ შოულზე ოფციონების „მისაღები“ ფასის განსაზღვრისათვის (Fair price), რათა შეფასებულ იქნას მოცემული პარამეტრების ნაკრები. გარდა მიმდინარე საბირჟო ფასის, გარიგების გამოყენების დროის, ურისკო საპროცენტო განაკვეთის და ზოგი სხვა პარამეტრის ერთ-ერთია ისტორიული ვოლატილობა. ცვალებადი ვოლატილობის განსაზღვრისათვის ეს ფორმულა შეიძლება გარდაიქმნას ისე, რომ მისაღები ფასი განიხილება როგორც დაგეგმილი მნიშვნელობა, ხოლო განისაზღვრება ვოლატინობა. ოფციონის მისაღები ფასი ფიქსირდება როგორც ფასების ფაქტიური სპრედის საშუალო მნიშვნელობა მიწოდება/მოთხოვნა მიმდინარე ბაზარზე.

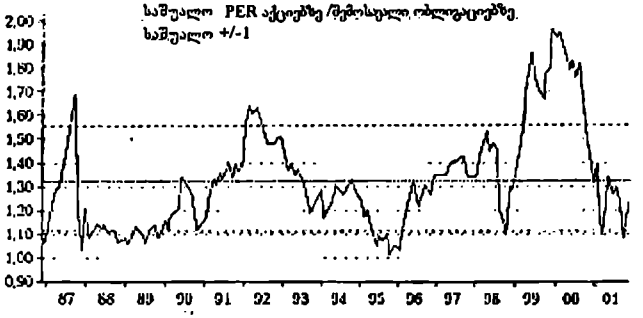


ნახ. 20.5.ვოლატურობის დიაპაზონი VIX SQP 500-ისათვის.

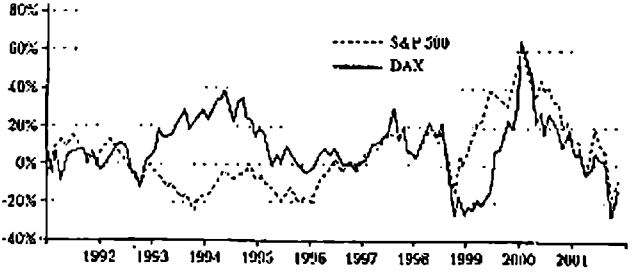
S8P100 ინდექსისათვის ძირითადად გამოყენებული ცვალებადი ვოლატურობის ინდიკატორი პირველად იქნა წარმოდგენილი 1993 წელს ოფციონებისა და ფიუჩერსების ბირჟის მიერ (CBOE), როგორც საკუთარი დამუშავება: ცვალებადი ვოლატურობის ინდექსი (The Implied Wolatility Index - VIX). ვოლატურობის ინდექსი ოფციონებისათვის S&P 100OEX) გახდა ბაზრის საერთო განწყობის ინდიკატორი. VIX-ის მაღალი მნიშვნელობა ასახავს საბაზრო საფრთხეს ტრეიდერების მოლოდინის გამო საფონდო ბაზრის მკვეთრი დაცემის სახით. თუ კი ამის წინ საფონდო ბაზარმა მიაღწია ახალ პიკს, მაშინ მოსალოდნელია დაცემა. წინააღმდეგ შემთხვევაში დათვების ბაზარზე მაღალი ვოლატილობა მიუთითებს ხარების ბაზრის მომავალ მოძრაობაზე. დაბალი ვოლატილობა მიუთითებს ბაზრისკენ სიმტკიცეზე. VIX-ის ისტორიული მნიშვნელობა მდებარეობს დიაპაზონში – მაღალიდან 150-ის დონემდე 1987 წ. დაბლამდე – 8-ის დონემდე 1993 წელს.

რამდენიმე წლის წინ (2001 წელს) ბირჟამ დაიწყო ვოლატურობის მეორე მნიშვნელოვანი ინდექსის VXN-ის გამოყენება, რომელიც ფიქსირდება NASDAD ბაზარზე. ასე რომ, იგი არის ფასების

ცვალებადობის სიდიდის განსაზღვრის საშუალება მაღალტექნოლოგიურ ბაზარზე. VIX ინდექსთან შედარების VXN ინდექსი არის უფრო ცვალებადი. ნახ. 20.6. და ნახ. 20.7. ნაჩვენებია, ორივე ინდექსის VIX და VXN-ის ცვლილების დინამიკა.



ნახ. 20.6. ბაზრის ვოლატურობის ინდექსი VIX SPS 500



ნახ. 20.7. ბაზრის ვოლატურობის ინდექსი VXN NASOAQ100

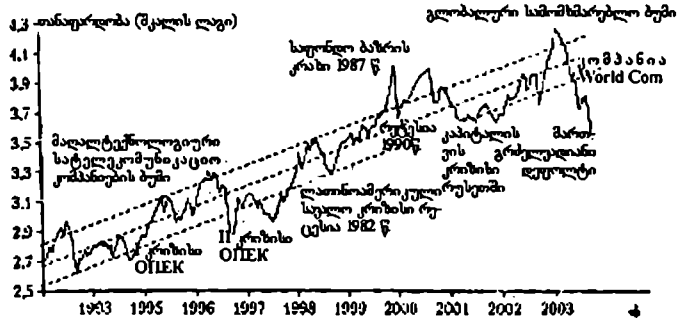
ის, რაც ნაჩვენებია ზემოთ, შეიძლება ეხებოდეს არა მარტო ინდექსებს, არამედ აქციებსაც. ანალიტიკოსს შეუძლია გამოიკვლიოს მსგავსი ინფორმაცია ცალკეული კომპანიებისათვის. საერთოდ, ვოლატილობის როგორც ცვალებადი, ასევე ისტორიული მნიშვნელობები საკმაოდ ახლოს უნდა იყვნენ ერთმანეთთან. თუ კი მათ შორის დიდი გადახრაა, მაშინ ოფციონები ან ზედმეტად ან არასათანადოდ იქნება შეფასებული მათ უკან მდგარ აქტივებთან შედარებით. მაგრამ ზოგჯერ ეითარდება სცენარი ცვალებადი ვოლატურობის მაღალი მნიშვნელობით და ისტორიული ვოლატილობის დაბალი მნიშვნელობით. ეს შეიძლება აიხსნას ფარული მოლაპარაკებებით კომპანიათა შერწყმის შესახებ. ამ პერიოდის განმავლობაში აქციებზე არსებული ფასი ხშირად იყინება მეორეს მხრივ, პრემიები ოფციონებზე (და ცვალებადი ვოლატილობა) რჩება მაღალი, რაც არის განუსაზღვრელობის ასახვა გადაწყვეტილების განუჭვრეტელობის პირობებში, რაც შეიძლება მიღებული იქნას მოლაპარაკებების პროცესში.

20.6.2. შემოსავლიანობა აქციებისა და ობლიგაციების მიხედვით

დამოკიდებულება ფასები/შემოსავლები, რაც ადრე იყო განხილული შეიძლება გამოყენებული იქნას არა მარტო ცალკეული აქციისათვის, არამედ მათი ჯგუფებისათვის, საერთოდ მთელი ბაზრისათვის. ძალზე მნიშვნელოვანია აქციის მიმდინარე საშუალო PER-ის შედარება ობლიგაციების მიმდინარე შემოსავლიანობასთან.

ვინაიდან აქციები და ობლიგაციები კონკურირებენ ერთისა და იმავე ინვესტირებულ ფულზე, ისინი ერთი და იმავე რისკის დონეზე უნდა გვთავაზობდნენ ერთნაირ უკუგების დაბანდებულ საშუალებებზე. ყოველთვის, როცა ამ ორი საინვესტიციო ბაზრიდან ერთ-ერთი შემოგვთავაზებს მაღალ რენტაბელობას, მეორესთან შედარებით ფული გადადინდება ამ მიმართულებით, სანამ მოთხოვნა არ დაკმაყოფილდება, ხოლო შემოსავალი და PER ერთიმეორეს არ შეხვედებიან ერთნაირ, ესაღებ დონეზე.

იქნება თუ არა PER–ი აქციებზე ტოლი ან მეტი ობლიგაციების შემოსავალთან შედარებით, დამოკიდებულია ობლიგაციებისათვის გამოყენებული შედარების ბაზის ხარისხზე. თუ კი PER აქციებისათვის უდარდება საინვესტიციო კლასის მაღალხარისხიან ობლიგაციებს, მაშინ უნდა გაიცეს გარკვეული პრემია, სხვა სიტყვებით, ინვესტორები უნდა მიიღოს კომპენსაცია რისკისათვის, როცა იგი ყიდულობს აქციებს უფრო მაღალხარისხოვანი და უსაფრთხო ობლიგაციების ნაცვლად. ჩვეულებრივ აშშ-ს ბაზრებზე შეფასების ჩატარებისათვის ეტალონური ფასიანი ქაღალდების სახით განიხილება 10 წლიანი სახაზინო ვალდებულებები (Treasury bords) აქციების მდგომარეობის ხარისხიან ობლიგაციებთან შედარებით ილუსტრირებას უკეთებს ნახ. 20.8.-ზე წარმოდგენილი დიაგრამა. გათვლები ჩატარდა ხანგრძლივი პერიოდისათვის, რომლის დროსაც დაფიქსირდა რამდენიმე სერიოზული კრიზისი. ისინი გვიჩვენებენ აქციების ფასების საშუალო სიდიდის აჭარბებას ობლიგაციების ფასებთან მიმართებაში 3.35%-ით (კორექტირებული ინფლაციის სიდიდით).



ნახ. 20.8. აქციების შემოსავლიანობა ხარისხიან ობლიგაციებთან მიმართებაში

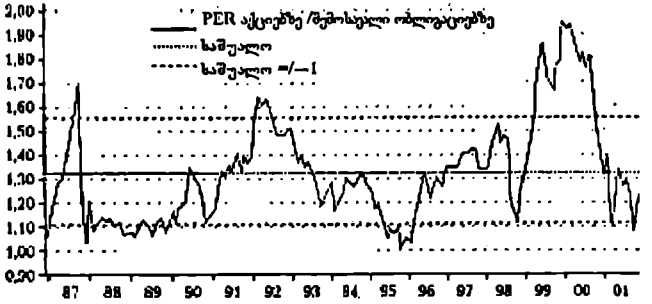
სხვა სახით დამოკიდებულება შემოსავლებსა ობლიგაციების ბაზარზე და PER-ს შორის აქციების ბაზარზე შეიძლება წარმოდგენილი იქნას შემდეგნაირად:

$$\text{დამოკიდებულება მოგებებს შორის ბაზრებზე ობლიგაციები/აქციები} = \frac{\text{შემოსავალი ობლიგაციების ბაზარზე}}{PER \text{ აქციების ბაზარზე}} \qquad (20.20.)$$

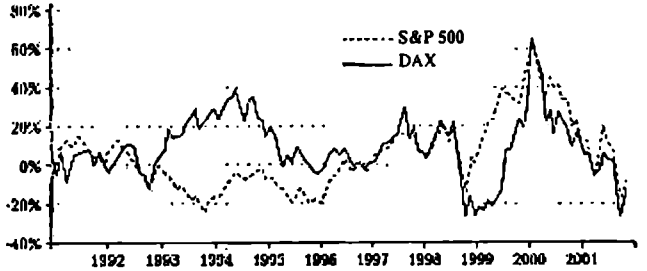
(Bond/Stock profit ratio)

მოცემული სიდიდე აისახება გრძელვადიანი საშუალო მნიშვნელობის ჰორიზონტალური საშუალო ზაზით, რომელიც დაახლოებით 1,31-ის ტოლია. თუ კი მიმდინარე დამოკიდებულება ამ სიდიდეებს შორის განთავსდება ამ ზაზის ზემოთ, მაშინ ობლიგაციების ბაზარი ეხლანდელ დროში შეიძლება ჩაითვალოს ზედმეტად შეფასებულად, ხოლო აქციების ბაზარი – არასაკმარისად შეფასებულად.

ამ დამოკიდებულების ცვლილებების დინამიკა აშშ-ს ბაზრისათვის გასული წლების განმავლობაში გამოსახულია დიაგრამაზე. (ნახ.20.9.).



ნახ. 20.8. ობლიგაციების და აქციების ბაზრებზე მოგებების თანაფარდობა (დამოკიდებულება)



ნახ.20.10. მოგების თანაფარდობის ცვლილება ობლიგაციების და აქციების ბაზრებზე ერთი და იმავე პერიოდის განმავლობაში ორი ქვეყნისთვის.

ეს სურათი არ არის სპეციფიკური მხოლოდ განსაზღვრული ქვეყნისათვის, საერთაშორისო ეკონომიკური გლობალიზაციის განვითარებასთან ერთად ამ ურთიერთდამოკიდებულების ცვლილება სხვადასხვა ქვეყნებში ხდება ერთიმეორეზე კიდევ უფრო დამოკიდებული. ნახ. 20.10. მოტანილი ილუსტრაცია გვიჩვენებს ამ ურთიერთდამოკიდებულების ცვლილებას ერთი და იგივე პერიოდის განმავლობაში ორ ქვეყანაში. მოცემულ შემთხვევაში ეს დამოკიდებულება ნაჩვენებია და გამოხატულია პროცენტულად მინუს 1.

აუცილებელია იმის ცოდნა, რომ ასეთი შედარება აბსოლუტურად ობიექტური ვერ იქნება წინააღმდეგობებისაგან.

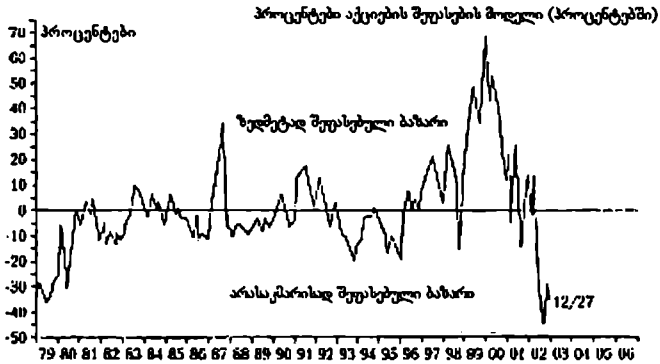
შემოსავლის სიდიდე ობლიგაციების მიხედვით მჭიდრო კავშირშია აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობასთან იმ შემოსავალთან შედარებით, რომელიც მიიღება როგორც საკუთარი, ასევე ნასესხები კაპიტალების გამოყენების შედეგად. აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობა, თავის მხრივ გაითვლება წინა პერიოდების საფინანსო ანგარიშგებათა მონაცემების საფუძველზე, მაშინ როცა

შემოსავალი ობლიგაციებიდან არის მიმდინარე მნიშვნელობის. ასე რომ, ამ შემთხვევაში წარსული უდარდება ახლანდელს (აწმყოს).

ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელი (Fed Model)

ისევე როგორც ზემოთ განხილული ურთიერთდამოკიდებულება, ცნობილი და ფართოდ გამოყენებულია საფონდო ბაზარზე მიმდინარე სიტუაციის შეფასების მოდელი, რომელსაც იყენებს აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემა. ეს არის ე.წ. „ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელი — (Fed Model), ანუ როგორც მას უფრო ოფიციალურად უწოდებენ „ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელი, აქციების შეფასებისათვის" (Fed Stock vauation Model - FSVM). მსგავსი მოდელი გამოიყენება იშვიათად, მაგრამ ანალიტიკოსები მას მიმართავენ საკმაო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში. ისინი უდარებენ შემოსავალს 10 წლიდან სახაზინო ვალდებულებებზე შემოსავლებს S&P 500-ის მიხედვით. მოცემულ შემთხვევაში შემოსავლების სიდიდე გამოიყენება ოფციონური შემოსავლების შეთანხმებული შეფასების საფუძველზე მიმდინარე 12 თვის განმავლობაში.

თუ კი ორივე (აქციების და ობლიგაციების ბაზარი) იმყოფება დაახლოებით ერთსა და იმავე დონეზე, მაშინ ისინი განიხილება როგორც სამართლიანად შეფასებულები („Fair valued") ყოველთვის, როცა ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელის ინდიკატორი ეცემა 5%-ზე დაბლა, დაწყებული 1980 წლიდან აქციების ბაზარი გადაფარავს მომდევნო 12 თვის განმავლობაში საშუალო დონეს 31%-ით. ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელის დინამიკა წარმოდგენილია 20.11. დიაგრამაზე:



ნახ. 20.11. აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელის დინამიკა.

აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელის მუშაობის შემოწმებამ გასული წლების მონაცემებზე დაყრდნობით გვიჩვენა, რომ მოდელი ფუნქციონირებს საკმაოდ დამაკმაყოფილებლად. აქციების ბაზრის გაუმართლებელი შეუფასებლობა 1980-იანი წლების დასაწყისში, ისევე როგორც ზედმეტად შეფასება 1987 წელს, კარგის წინ, საკმაოდ ნათლადაა აღნიშნული დიაგრამაზე. ამის გარდა, აქციების ბაზრის მნიშვნელოვანი აღმავლობა 1990-იანი წლების შუახანებში აიხსნება მისი ამ პერიოდში სათანადო დონეზე შეუფასებლობით და ბოლოს, ბაზრის რეკორდული გადაფასება დაფიქსირდა 1999/2000 წელს.

კრიტიკოსები ამახვილებენ ყურადღებას იმაზე, რომ S&P აქციების მიხედვით შემოსავალი არ ასახავს ბაზარზე სიტუაციას მთლიანად. უფრო დეტალური ანალიზი გვიჩვენებს, რომ მცირე კომპანიების აქციები, რომლებიც არ გაითვალისწინება ინდექსში S&P 500, ზედმეტად შეუფასებლები იყვნენ 2000 წლის მარტში, ფედერალური სარეზერვო სისტემის მოდელის მიხედვით, მაშინ როცა S&P 500-მა აჩვენა ბაზრის გადაფასება. გარდა ამისა ამტკიცებენ, რომ შემოსავალი აქციების მიხედვით

უნდა უდარდებოდეს არა მაღალხარისხოვანი სახაზინო ვალდებულებების მიხედვით მიღებულ შემოსავალს, არამედ იგივე დონის რისკის მქონე ობლიგაციებიდან მიღებულ შემოსავალს, უპირატესად BBB რეიტინგი.

იმ გათვლებისაგან განსხვავებით, რომელზედაც ლაპარაკია ამ თავის დასაწყისში, ფედერალური სარეზერვო სისტემა იყენებს მონაცემებს არა გასული პერიოდების შემოსავლების შესახებ, არამედ ანალიტიკოსების მიერ პროგნოზირებად შემოსავლებს, რომლებიც, როგორც წესი ითვლებიან ზედმეტად ოპტიმისტურებად. ამის გარდა, ოფიციალურად გამოქვეყნებული მონაცემები შემოსავლების შესახებ (განსაკუთრებით ბოლო პერიოდში) ხშირად ხასიათდებიან „ექსტრაორდინალური" რეალური ხარჯების გამორიცხვით მოგების გათვლისას. ეს შესაძლო გამონაკლისები განისაზღვრება ფინანსური აღრიცხვის სტანდარტების საბჭოების მიერ (Financial Accouting Standard Boards - FASS). GAAP-ში და თავის თავში შეიძლება მოიცავდეს, მაგ., სასაქონლო მარაგების გადაფასებას, იმიჯის შეფასებისა და ფირმის საქმიანი კაეშირების (goodwill) შემცირება, დებიტორული დავალიანების რესტრუქტურიზაციას, კომპანიების შერწყმასთან დაკავშირებულ ხარჯებს და აქტივების გაყიდვის შედეგად მიღებულ შემოსავლებს.

გარკვეული გამოცდილების არსებობის შემთხვევაში აქციების ბაზრის შეფასების შედეგები უფრო საიმედონი იქნებოდნენ, თუ კი საოპერაციო მოგების ნაცვლად გამოიყენებოდა ე.წ. „არსისმიერი შემოსავლები", („coreearings" სააგენტო Standard & Poors-ის განმარტებით). შემოსავლები თავისი არსით, არის მომგებიანობის უფრო მკაცრი შემფასებელი და ითვალისწინებს გათვლების დროს თითქმის ყველა ერთჯერად რეალურ შემოსავლებს, ამის გარდა, ისინი ითვალისწინებენ ხარჯებს აქციების ოფციონებზე კომპანიის თანამშრომელთათვის და საპენსიო ფონდის ინვესტიციებიდან მიღებულ მოგებას ანდა ზარალს.

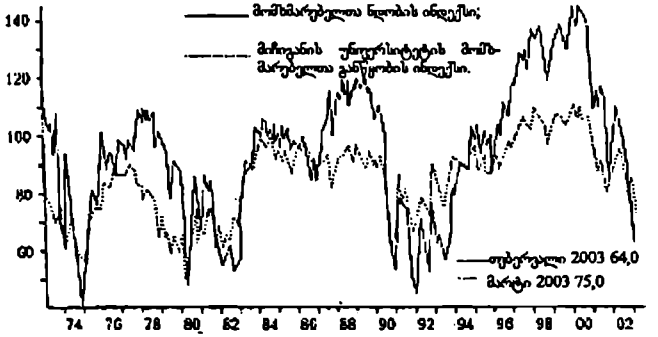
მეორეს მხრივ, შემოსავლები, არსებითად, მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან სიდიდის მიხედვით შემოსავლებისაგან, რომელთა გათვლა ხდება საერთო კორპორატიული სტანდარტის შესაბამისად. ანალიტიკოსები აღნიშნავენ ისტორიული მონაცემების ნაკლებ შემოსავლების გათვლისას, რაც აუცილებელია მონაცემების ინტერპრეტაციისათვის და დასკვნების გამოტანისათვის. ამის გარდა, თანამედროვე პირობებში არ არის მყარი მოსაზრება საპროგნოზო მონაცემების გამოყენების სასწორის შესახებ, იმის გამო, რომ ძალზე ძნელია აქციების ოფციონების მიხედვით ხარჯების წინასწარ განსაზღვრა და საპენსიო ფონდის განვითარება. თუმცა იდეა შემოსავლების გამოყენების შესახებ არსებითად ხდება სულ უფრო და უფრო პოპულარული, და სავარაუდოა, შეცვლის შემოსავლების განსაზღვრის ძველ მიდგომებს.

20.6.3. ᲑᲐᲖᲠᲘᲡ ᲜᲓᲝᲑᲐ ᲓᲐ ᲛᲝᲚᲝᲓᲘᲜᲘ

გადაწყვეტილებები, რომელთაც პროფესიონალები ღებულობენ შესყიდვების შესახებ. მაგ. მოწყობილობების და ინვესტიციებზე, დამყარებულია კერძო მომხმარებლების და კორპორაციათა მენეჯერების მოლოდინზე სამომავლოდ ბაზრის განვითარების შესახებ. კომპანიები, რომლებიც მოელიან შეკვეთების შემცირებას, არათუ არ შეისყიდიან მოწყობილობას, არამედ შეიძლება შეამცირონ კიდეც თავიანთი საწარმოო სიმძლავრეები. ამის გარდა ადამიანები, რომლებიც შესაძლოა უმუშევრები დარჩნენ, დახარჯავენ ნაკლებ ფულს საქონლის შესაძენად.

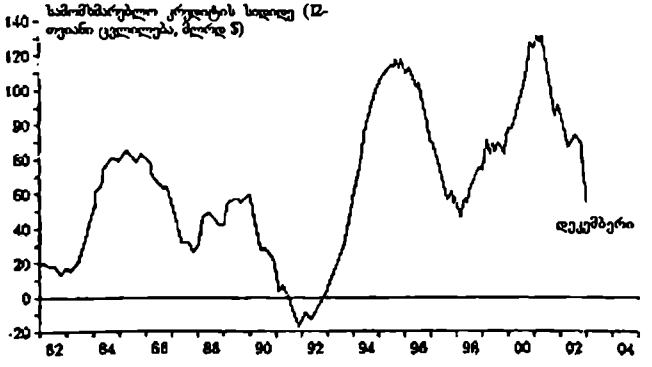
ვინაიდან შეზღუდულებები და გრძნობები არა მარტო ასახავენ სამომავლო განვითარების შესაძლებლობებს, არამედ გავლენასაც ახდენენ მათზე, საჭიროა ეს მოლოდინი გათვალისწინებული იქნას მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას. იმისათვის, რომ გრძნობა და მოლოდინი

გახდეს ხილვადი. შემუშავებული იქნა მრავალრიცხოვანი ინდიკატორები. მოლოდინის ორი შედარებით პოპულარული ინდიკატორი კერძო ინვესტიციების ბაზრისათვის აშშ-ში არის სამომხმარებლო ნდობის ინდექსი (Conference Board Consumer Confidence Index) და მიჩიგანის უნივერსიტეტის მომხმარებელთა განწყობის ინდექსი (University of Michiga Consumer Sentiment Index) როგორც ნახ. 20.12.-ზე ჩანს, ისინი მერყეობდნენ ეკონომიკური სიტუაციის ცვლილების შესაბამისად რიგი გასული წლების განმავლობაში. იმის გამო რომ, შეიძლება გაუიდეს რამდენიმე თვე მანამ სანამ ოფიციალური ეროვნული სტატისტიკა დააფიქსირებს ეკონომიკურ აღმავლობას, ძალზე სასარგებლოა გექონდეს ინსტრუმენტი, რომელიც სწრაფ რეაგირებას მოახდენს ეკონომიკური სიტუაციის ცვლილებაზე. გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ ნდობის ინდიკატორებს გააჩნიათ წინმსწრები ღრეობითი ლაგი დაახლოებით 6 თვის ოდენობით. ამიტომ განწყობის ინდიკატორების არსებითი ამაღლება ითვლება ერთობ სასიკეთოდ შექმნილი ეკონომიკური სიტუაციის შეფასებისათვის.



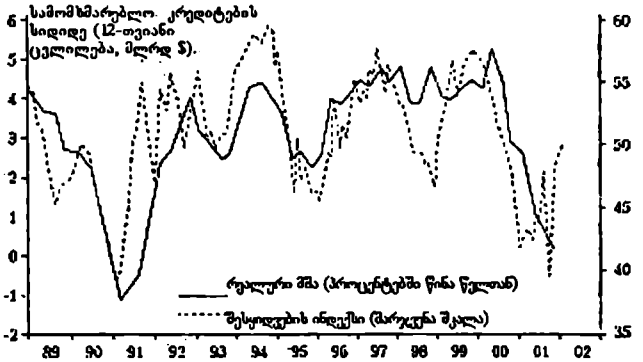
ნახ. 20.12. მომხმარებელთა ნდობის ინდექსის და მიჩიგანის უნივერსიტეტის მომხმარებელთა განწყობის ინდექსის ცვლილებები

განწყობის ინდიკატორის სხვა სახესხვაობაა სამომხმარებლო კრედიტის საერთო სიდიდე. იგულისხმება, რომ მზარდი განუსაზღვრელობა მომავალი ეკონომიკური განვითარების მიმართ აიძულებს ადამიანებს შეზღუდონ თავიანთი სამომხმარებლო ხარჯები, ამიტომ სამომხმარებლო კრედიტების სიდიდის გადიდება არის ოპტიმალური სიგნალი საფონდო ბაზრისათვის. ნახ. 20.13. ნაჩვენებია ამ მაჩვენებლის ცვლილების დინამიკა წარსულში.



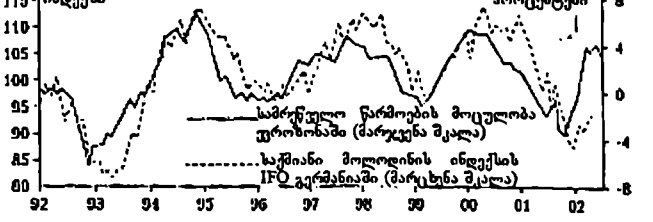
ნახ. 20.13. სამომხმარებლო კრედიტის სიდიდის ზრდა.

განწყობის მსგავსი ინსტრუმენტები (ინდიკატორები) გამოიყენება საქმიანი სექტორისათვის. განსაკუთრებულ ინტერესს იწვევს წარმოების მართვის ინსტიტუტის ინდექსის განხილვა, (Institute for – Sapply Management Manifacturing - ISM). ინდექსი ემყარება მონაცემებს, რომლებიც მიღებულია აშშ-ს მსხვილი სამრეწველო კომპანიების მყიდველთა და გამსაღებელთა ყოველთვიური გამოკითხვების შედეგად, თავდაპირველად გაითვლება რამდენიმე კერძო ინდიკატორი განთავსებისათვის გათვალისწინებული შეკვეთებისათვის, არსებული შეკვეთების პორტფელისათვის, იმპორტისათვის, ფასებისათვის და რიგი სხვა მაჩვენებლებისათვის. სხვადასხვა ინდექსები კორექტირდება სეზონზე დამოკიდებულებით და ერთიანდება შემადგენელ ინდექსად. შემადგენელი ინდექსი შეიძლება გამოყენებული იქნას ეროვნული მრეწველობის განვითარების უპირატესი მიმართულების განსაზღვრისათვის. ინდექსის მნიშვნელობა, აჭარბებული 50%-ზე, მიმანიშნებელია ეკონომიკის ზრდისა, მაშინ როცა ინდექსის მნიშვნელობა 50%-ზე დაბალია შებრუნებული ტენდენციის მაჩვენებელია (იხ. ნახ. 20.14.).



ნახ. 20.14. წარმოების მართვის ინსტიტუტის (ISM)-ის ინდექსის დინამიკა

ევროპაში ფართოდ გამოყენებულ განწყობის ინდექსად აღიარებულია ინდექსი IFO. იგი გამოიყენება საქმიანი მოლოდინის განსაზღვრისათვის გერმანიაში, ქვემოთ მოყვანილ დიაგრამაზე (ნახ. 20.15.) კარგად ჩანს, რომ ინდექსი IFO გეიჩენებს არსებით ძერებს სამრეწველო წარმოებაში.



ნახ. 20.15. IFO ინდექსის დინამიკა

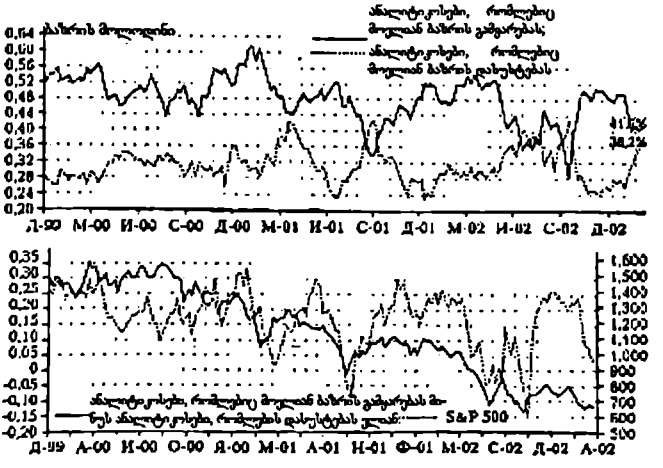
დამოკიდებულება ხარების ბაზარი/დათვების ბაზარი (Bull/Bear Ratio)

მენეჯერების შეხედულებათა შესწავლის ანალოგიურად მათი ბიზნესის პერსპექტივასთან შესაბამისობაში საინტერესოა გამოკვლეული იქნას საფონდო ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინი მისი სამომავლო განვითარების შესახებ. ერთ-ერთი ცნობილი ინდიკატორთაგანი, რომელიც გამოიყენება ამ მიზნით, არის მაჩვენებლები, რომლებიც შემუშავებულია ამერიკული კვლევითი კომპანიის Investors intelligence–ს მიერ. ემყარება რა ბაზრის ანალიტიკოსების შეხედულებების ყოველკვირეულ მიმოხილვას, კომპანია აქვეყნებს მათი მოლოდინის დამუშავების შედეგებს. ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც აფასებენ კონიუნქტურის აწევას (ისინი მოელიან ბაზრის გამყარებას) უდარდება ანალიტიკოსების რიცხვს, რომლებიც აფასებენ შემცირებით კონიუნქტურას (მოელიან ბაზრის დასუსტებას). ეს ურთიერთდამოკიდებულება, რომელიც იწოდება თანაფარდობა „ხარების" ბაზარი / „დათვების" ბაზარი, გაითვლება ასე:

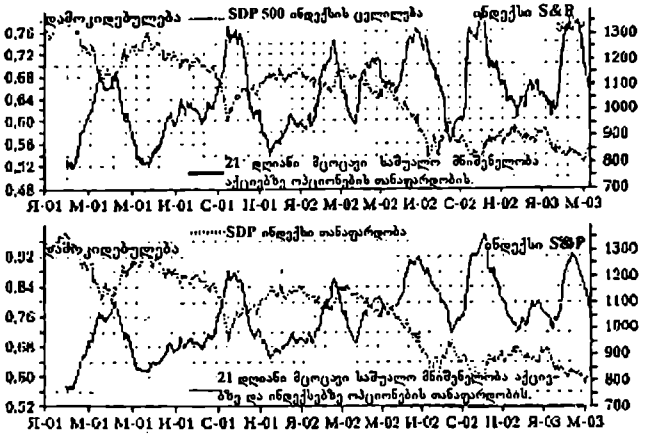
$$\text{თანაფარდობა „ხარების" ბაზარი/დათვების ბაზარი} = \frac{\text{ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც მოელიან ბაზრის განმტკიცებას}}{\text{ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც მოელიან ბაზრის განმტკიცებას} + \text{ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც მოელიან ბაზრის დასუსტებას}} \times 100 \qquad (20.21.)$$

მომდევნო დიაგრამებზე მოტანილია ბაზრის ამ ინდიკატორის „ხარების" ბაზარი/„დათვების" ბაზარი ცვლილებების დინამიკა (ნახ. 20.16.) და მისი შედარება ინდიკატორთან S&P 500 (ნახ. 20.17).

იდეა, რომელიც ამ ინდექსის საფუძველს წარმოადგენს, იმაში მდგომარეობს, რომ იგი არის ბაზრის ტენდენციის გარდატეხის ინდიკატორი. რაც უფრო დიდია ბაზრის მონაწილეთა რიცხვი, რომელიც ელოდება მისი კონიუნქტურის ამაღლებას, მათ კოლეგა პესიმისტებთან შედარებით, მით უფრო სავარაუდოა, რომ ბაზრის დაცემის ტენდენცია შეიცვლება და იგი დაიწყებს ამაღლებას.



ნახ. 20.16. ხარები/დათვები/ ბაზრის ურთიერთდამოკიდებულების დინამიკა



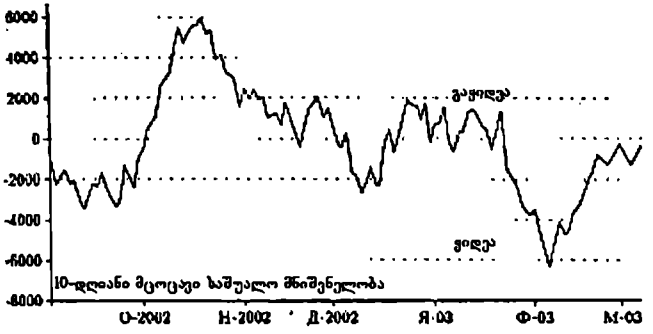
ნახ. 20.17. ბაზრის მოლოდინი S&P 500 ინდექსთან შედარებით

20.6.4. შესყიდვის უფლება/გაყიდვის უფლების დამოკიდებულება (Call/Put ratio)

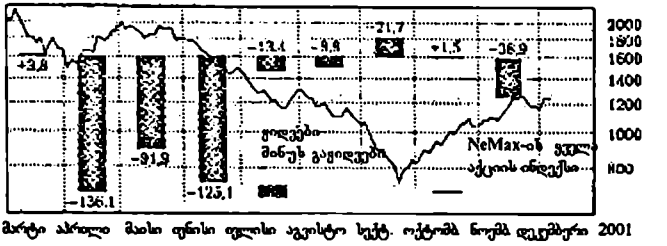
განწყობის სხვა ინდიკატორია დამოკიდებულება – შესყიდვის გაყიდვის უფლება. ეს მაჩვენებელი მოდის ოფციონების ბაზრიდან და ასახავს სპეკულაციისაკენ მიდრეკილი ინვესტორების განწყობას. მისი გათვლისას ყველა „კოლ" ოფციონის ყოველდღიურ სიდიდეს (შესყიდვის უფლებით) აქციების მიხედვით იყოფა ყველა „პუტ" ოფციონის სიდიდეზე (გაყიდვის უფლებით), აქციების მიხედვით. ზოგჯერ ოფციონების ინდექსი ემატება სხვა სტატისტიკურ მაჩვენებელს, რომელიც ახასიათებს საბაზრო ტენდენციებს. ამაუე დროს ცხადია, რომ ოფციონები საკალუტო კურსებზე და საპროცენტო განაკვეთები არ გამოდგებიან აქციების ბაზრის მდგომარეობის პროგნოზირებისათვის. მონაცემები გარიგებათა სიდიდის შესახებ აიღება ბირჟების გაყიდვების სტატისტიკიდან, სადაც ხდება ფიუჩერსებითა და ოფციონებით ვაჭრობა (CBOE ამერიკისათვის და EUREX ევროპისათვის). იდეა, რომელიც ამ მიდგომის საფუძველს წარმოადგენს, იმაში მდგომარეობს, რომ ოფციონებით მოვაჭრეთა უმეტესობა მუშაობენ ყოველთვის ბაზრის მოპირდაპირე მხარეს, შესაბამისად, რაც უფრო მაღალია დამოკიდებულება-შესყიდვის უფლება/გაყიდვის უფლება სიდიდე, მით უფრო დიდი ალბათობით შეიძლება მოველოდეთ ბაზრის მოძრაობას (ცვლილებას) ფასების შემცირების მიმართულებით და პირიქით, რაც უფრო დაბალია ამ დამოკიდებულების მნიშვნელობა, მით უფრო მეტია ბაზარზე ზრდის ტენდენციის შექმნის ალბათობა. ისტორიულად ამ დამოკიდებულების საშუალო მნიშვნელობა 65%-ის დონეზე მდებარეობს. და ასე რომ, იგი შეიძლება განხილული იქნას როგორც მოლოდინის გამყოფი ხაზი ზრდად და კლებად ბაზრებს შორის. როგორც თითქმის ყველა სხვა ნებისმიერი ინდიკატორისათვის, მცოცავი საშუალო მნიშვნელობა გაითვლება პირველადი მონაცემების საფუძველზე.

ოღონდ აუცილებელია მხედველობაში იქნას მიღებული ის გარემოება, რომ ყოველთვის ყიდვისა და გაყიდვის უფლება არ რეალიზდება პრაქტიკაში სპეკულაციური მიზეზებიით. ინვესტორები იყენებენ

ოფციონებს, რათა დააზღვიონ თავიანთი ფასიანი ქაღალდების პორტფელები მომავალში შესაძლო არახელსაყრელი ცვლილებებისაგან. მოტანილ დიაგრამებზე (ნახ. 20.18. და 20.19.) თვალნათლივ ჩანს, რომ დამოკიდებულება ყიდვის უფლება/გაყიდვის უფლება გამოიყენება მოლოდინის ინდიკატორის სახით აშშ-ს აქციების ბაზრისათვის.



ნახ. 20.18. დამოკიდებულება ყიდვის უფლება/გაყიდვის უფლება აქციების ოფციონებისათვის.



ნახ. 20.19. დამოკიდებულება შესყიდვის უფლება/გაყიდვის უფლება აქციების ოფციონების და ინდექსების მიხედვით.

20.6.5. საბალანსო ინდექსი არასრული ლოტების მიხედვით (Odd Lot Balances index) მოკლევადიანი დამოკიდებულება არასრული ლოტების მიხედვით (Odd Lot Short Ratio)

ეს ორი ინდიკატორი გაითვლება იმ შემთხვევებისათვის, როცა შეკვეთები შესყიდვაზე და გაყიდვაზე მოიცავენ 100 აქციაზე ნაკლებს (შეკვეთა არასრულ ლოტზე, odd lot orders) და მომდინარეობს ჩვეულებრივ წვრილი ინვესტორებიდან. იგულისხმება, რომ ეს წვრილი კერძო ინვესტორები ყოველთვის მოქმედებენ ციკლის შესაბამისად და შესაბამისად, მოცემული მაჩვენებლები შეიძლება განხილული იქნას როგორც განწყობის ინდიკატორები. როცა შესყიდვებზე შეკვეთების დონე აღემატება გაყიდვაზე

შეკეთების დონეს არასრული პარტიების მიხედვით, ეს აღქმული უნდა იქნას როგორც სიგნალი, რომელიც მიგვანიშნებს ბაზრის შემცირებაზე და პირიქით. ამ ინდიკატორების გასათვლელ ფორმულებს ასეთი სახე აქვთ:

$$\text{არასრული ლოტების ინდექსი (odd lot Balance index)} = \frac{\text{შეკეთები გაყიდვებზე არასრული ლოტების მიხედვით}}{\text{შეკეთები ყიდვაზე არასრული ლოტების მიხედვით}} \times 100 \qquad (20.22.)$$

$$\text{მოკლევადიანი დამოკიდებულება (odd lot Short index)} = \frac{\text{გაყიდვები არასრული ლოტებით მოკლევადიან პერიოდში}}{\text{არასრული ლოტების მიხედვით (გაყიდვებს + ყიდვები სრული ლოტებით მოკლევადიან პერიოდში)/2}} \times 100 \qquad (20.23.)$$

მაგალითის სახით (ნახ. 20.20.) მოტანილია ამ მაჩვენებლების ტიპიური დიაგრამა.

იმისათვის რომ შეეამციროთ ხაზის მერყეობა, ჩვეულებრივ გამოიყენება 10 დღიანი საშუალო მცოცავი მნიშვნელობა. გაფართოებულ მოდიფიკაციაში ამუშავდება მონაცემები ყველა სახის (მოკლე და გრძელვადიანი) გაყიდვებისა და ყიდვების მიხედვით. შედეგად მიღებული მნიშვნელობა ხშირად მრაულდება 1000-ზე.



ნახ. 20.20. განსხვავება ყოველდღიური ინდექსების მიხედვით არასრული ლოტებისათვის

უფრო საერთო შემთხვევებში შეიძლება განხილული იქნას არა მარტო არასრული პარტიები, არამედ ყველა გაყიდვები მოკლევადიან პერიოდში. მონაცემები მოკლევადიან პერიოდში გაყიდვების შესახებ ქვეყნდება ყოველკვირეულად ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის (NYSE) და ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ (SEC) და ხელმისაწვდომია კერძო ინვესტორებისათვის. დამოკიდებულების ჩვეულებრივი სიდიდე გასული ათწლეულების განმავლობაში შეადგენდა დაახლოებით 40%-ს. თუ კი აღნიშნული დამოკიდებულება დაეცემოდა 30%-ით დონის ქვემოთ, მაშინ ეს იყო ბაზრის აწევის სიგნალი, მაშინ როცა დონე გადააჭარბებდა 50%-ს, ეს ბაზრის დაცემის ნიშანი იყო. ოღონდ ეს ინდიკატორი არ გამოდგება გრძელვადიანი პერიოდის ტენდენციების ანალიზისთვის.

ობლიგაციებით მოვაჭრეთა განწყობები

სხვა მიდგომა ბაზარზე განწყობის განსაზღვრისათვის ითვალისწინებს, რომ ობლიგაციებით მოვაჭრეები უკეთესად და სწრაფად რეაგირებენ ეკონომიკური სიტუაციის ცვლილებებზე აქციებით მოვაჭრეებთან შედარებით. ამ შემთხვევაში ინდიკატორის როლში გამოდის შემოსავლების შედარება მაღალი და საშუალო ხარისხიანი ობლიგაციების მიხედვით. ეს ინდიკატორი რომ განვიხილოთ, ჯერ უნდა გაირკვეს, როგორ ფასდება ობლიგაციის ხარისხი.

ობლიგაციების რეიტინგი განისაზღვრება კომპანიის უნარით, რომელიც უშვებს ამ ფასიან ქაღალდს, დააბრუნოს მათთვის უკან ფული და ქვეყნდება ზოგიერთი ფართოდ აღიარებული რეიტინგული სააგენტოებს მიერ, ისეთები როგორიცაა Standard & Poors, Moody's an Fitch (ცხრილი 20.5.).

ზოგიერთი ძალალდებების რეიტინგების კლასიფიკაცია რეიტინგული სააგენტოების მიერ

ცხრილი 20.5.

	Moody's	Standard & Poors Fitch IBCA
საინვესტიციო კლასი		
განსაკუთრებული	Aaa Aa_1 a_3 Aa_1 a_2 Aa_2 a_3	AAA AAA AA+
საუკეთესო	Aa Aa_1 Aa_2 Aa_3	AA AA- A+
კარგი	A A_1 A_2 A_3	A A- BBB+
ადეკვატური	Baa Baa_1 Baa_2 Baa_3	BBB BBB- BB+
სპეკულაციური კლასი		
საეჭვო	Ba Ba_1 Ba_2 Ba_3	BB BB- B+
ცუდი	B B_1 B_2 B_3	B B- CCC+
ძალზე ცუდი	Caa Caa_1 Caa_2 Caa_3	CCC CCC- CC+
განსაკუთრებულად ცუდი	Ca Ca_1 Ca_2 Ca_3	CC CC- C+
უდაბლესი დონე	C	C

საინვესტიციო კლასი სააგენტოს Standard & Poors "A" ნიშნავს, მაგ, „კარგ ფინანსურ უზრუნველყოფას", ოღონდ, უნარი შეასრულოს ვალდებულებები რამდენადმე ექვემდებარება არახელსაყრელ ეკონომიკურ და ზოგიერთ სხვა პირობებს. თანდართულ პლუსის ნიშანი (+) ან მინუსის ნიშანი (-) მიუთითებს გარკვეულ გადაბრაზე ამა თუ იმ მიმართულებით რეიტინგის ძირითადი კლასისაგან.

ხარისხის დონის გათვალისწინებით, ობლიგაციის ბაზრის მონაწილეთა ნდობის ხარისხი შეიძლება განისაზღვროს შემდეგნაირად.

$$\text{ობლიგაციებით მოვაჭრეთა ნდობა (Bond trader confidence)} = \frac{\text{შემოსავალი 10 სახის მაღალი ხარისხის ობლიგაციებიდან}}{\text{შემოსავლები ობლიგაციებიდან ინდექსით}} \times 100 \quad (20.24.)$$

Dow-yones 40 average bonds

სააგენტო Standard & Poors-ს რეიტინგული სკალის შესაბამისად უმაღლესი ხარისხის დონის ფასიანი ქაღალების სახით შეიძლება შერჩეული იქნას ობლიგაციები რეიტინგით AAA, საშუალო დონის ხარისხის ფასიან ქაღალდებად ობლიგაციები BBB ჯგუფიდან.

საერთოდ შემოსავლები ობლიგაციებიდან იზრდება მათი რეიტინგების დაცემის მიხედვით. ეკონომიკური ციკლის რეცესიის ფაზაში უმეტესი კომპანიების ობლიგაციების რეიტინგი სულ უფრო და უფრო ეცემა ცუდი ეკონომიკური სიტუაციის გამო. მხოლოდ კომპანიათა მცირე ჯგუფი თუ ახერხებს შეინარჩუნოს უმაღლესი რეიტინგი, რომლითაც ფასდება ფასიანი ქაღალდების ხარისხი. შემოსავლების დაბალი დონე ობლიგაციების უმეტესობისათვის აღიდებს აქციების ბაზრის მიმზიდველობას ობლიგაციების ბაზართან შედარებით.

შესაბამისად, რაც უფრო მაღალია ამ ინდიკატორის მნიშვნელობა, მით უფრო მაღალია აქციების ბაზრის ამაღლების მოლოდინი.

20.6.6. ინსაიდერების ყიდვა-გაყიდვები

ტრანსაქციები საკუთარი კომპანიის ფასიან ქაღალდებთან სრულდება ზოგიერთი ინსაიდერის მიერ განსაზღვრული (პირადი) მიზნებისათვის. საერთოდ, ინსაიდერები შეიძლება განხილულნი იქნან როგორც პირები, რომლებიც წინასწარ ფლობენ ინფორმაციას კომპანიების შესახებ, ამ ინფორმაციის საჯაროდ გაურცელებამდე. უფრო ეიწრო გაგებით ინსაიდერებს მიაკუთვნებენ კომპანიის თანამდებობის პირთა განსაზღვრულ წრეს მათ დირექტორებსა და ზოგიერთ მოსამსახურეს. ფინანსური კონტროლის თითქმის ყველა სახელმწიფო ორგანო ყველა ქვეყანაში (როგორიცაა ფასიანი ქაღალდებისა და საფონდო ბაზრების კომისია აშშ-ში U.S. Securities and Exchange Commission SEC) განსაზღვრავენ მკაცრ წესებს იმის შესახებ, თუ როდის და როგორი შეზღუდვებით აქვს უფლება ამ ინსაიდერებს განახორციელონ გარიგებები აღნიშნული კომპანიების აქციებით. განხორციელებული ტრანსაქციები, რომლებიც არ შეესაბამება ამ წესებს, ისჯება კანონით, ამის გარდა, ინფორმაცია ინსაიდერებს ტრანსაქციების შესახებ ქვეყნდება საერთო წესით და ასე ხდება ხელმისაწვდომი კერძო ინვესტორებისათვის[1].

როცა ინსაიდერები ახორციელებენ ყიდვებსა და გაყიდვებს. ეს ხშირად იმსახურებს განსაკუთრებულ ყურადღებას. პუბლიკა ელოდება, რომ ინსაიდერმა უკეთ იცის კომპანიაში რეალური სიტუაცია, ოფიციალურ გამოშვებებში ანდა გაზეთებში გამოქვეყნებულ ინფორმაციასთან შედარებით. ღრმად ზოგიერთი გარიგების მიზეზები ხშირად არ არის სათანადოდ გასაგები. ნამდვილად ინსაიდერი ელოდება კომპანიის აქციებზე ფასების დაცემას თუ მას უბრალოდ სჭირდება ფული ახალი ფირმის გასახსნელად. ინსაიდერი მართლა გაყიდის მთელ თავის აქციებს ანდა იგი ფლობს აქციების ოფციონებს, რომლებიც რამდენჯერმე აღემატება იმ აქციების სიდიდეს, რომელიც მან ეს-ესაა გაყიდა? შეიძლება გარიგება გაყიდვის შესახებ განახორციელოს საგადასახადო დაბეგვრის სფეროში შექმნილი მოსაზრებით. როგორც ჩანს, გარიგებას შეიძლება სხვადასხვა მიზეზები აქონდეს, ამიტომ ინსაიდერის მოქმედება

[1] იხ. მაგ. htt:/moneycentral. msn. com/investor/investud/insider/trans.asp.

ცალკეულ კომპანიასთან მიმართებაში ზუსტად ვერ ასახავს რეალობას.

რეალური სიგნალები შეიძლება მიღებული იქნას ინსაიდერების საქმიანობასთან დაკავშირებული ყველა ფაქტორებისა და მოსაზრებების შესწავლის შემდეგ. კერძოდ ისეთებისა, როგორიცაა:

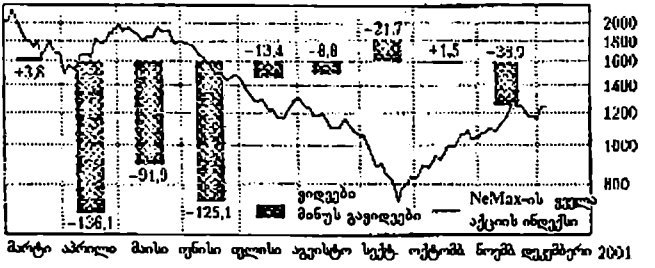
- შესყიდვებისა და გაყიდვების ოპერაციათა რიცხვი;
- ტრანსაქციების სიდიდე აბსოლუტურ გამოხატულებაში და პროცენტულად კომპანიის საბაზრო კაპიტალიზაციასთან;

  შესყიდვების ან გაყიდვების სიდიდე %-ში ინსაიდერების კუთვნილი აქციების საერთო სიდიდესთან მიმართებაში;

  სხვადასხვა კომპანიების ინსაიდერების მოქმედებათა შესაძლო ერთიანი მიმართულება;

  აქციების შემსყიდველი ინსაიდერის ქმედების მიმართულების შეცვლა (მაგ. ფასიანი ქაღალდების ყიდვიდან გაყიდვაზე გადასვლა).

ინფორმაციას ინსაიდერების მოქმედებების შესახებ ყველა კომპანიების მიხედვით, რომელთა აქციებიც მიმოიქცევა ბაზარზე, დიდი მნიშვნელობა აქვს აქციების ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობისათვის. ქვემოთ მოტანილ დიაგრამაზე (ნახ. 20.21.) მოტანილია გაყიდვებისა და ყიდვების ბალანსის წმინდა სალდო ახალი გერმანული ეკონომიკის საფონდო ბაზარზე — NeMax. ზაფხულის განმავლობაში ინსაიდერები აფასებდნენ ბაზარს, როგორც ზედმეტად შეფასებულს. მოგვიანებით, როცა სექტემბერში ინდექსი მკვეთრად დაეცა, ინსაიდერებმა საჭიროდ ჩათვალეს ისევ შეესყიდათ საკუთარი კომპანიების აქციები.



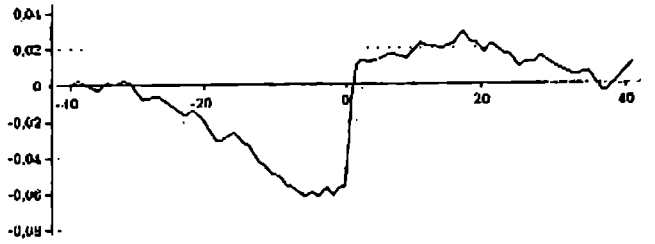
ნახ. 20.21 ყიდვებისა და გყიდველების ბალანსის წმინდა სალდო საფონდო ბაზარზე NeMax

კომპანიების მიერ აქციების გამოსყიდვა

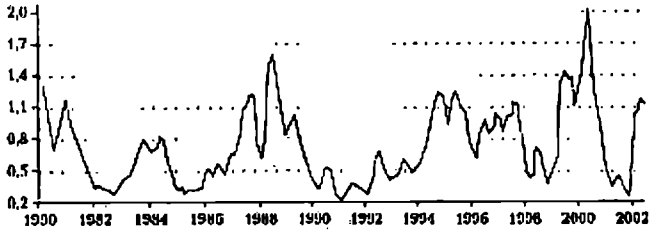
ინსაიდერული ინდიკატორის სხვა ტიპია კომპანიის აქციების გამოსყიდვა. კერძო პირისაგან განსხვავებით ინსაიდერი ყიდულობს და ყიდის აქციებს, ან ახორციელებს აქციების გამოსყიდვას ოფიციალურად კომპანიის სახელით. შეიძლება არსებობდეს კომპანიის მიერ საკუთარი აქციების გამოსყიდვის რამდენიმე მიზეზი. თეორიულად აქციების გამოსყიდვა შეიძლება განხილული იქნას როგორც კომპანიის მიერ ინვესტირების განხორციელება საკუთარი თავისათვის. თუ კი კომპანიას აქვს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები, რომლებიც ფარავს მიმდინარე მოთხოვნებს, ხოლო საპროცენტო განაკვეთი სასწრაფო ბაზარზე დაბალია, ვიდრე შემოსავლები რომლებიც შეიძლება მიღებული იქნას დაბანდებებიდან საკუთარ აქციებში, მაშინ რეკომენდებულია განხორციელდეს ბაზრიდან აქციების გამოსყიდვა. აქციების გამოსყიდვის სხვა მიზეზი შეიძლება იყოს ფულის განთავსება ლიკვიდობის სიჭარბის გამო, აქციების დაგროვება კომპანიების შერწყმის ან ჩაყლაპვის შესაძლო ოპერაციებისათვის, ანდა აქციებზე ოფციონების გამოშვების პროგრამების რეალიზაციისათვის.

როგორც გამოსყიდვის შედეგი, ბაზარზე აქციების რაოდენობის შემცირება განაპირობებს 1 აქციაზე

მეტ მოგებას და შესაბამისად, საჭიროა მან გამოიწვიოს აქციების საბაზრო ფასის გაზრდა. აქციების გამოსყიდვა მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ბაზარზე, თუ კი იგი ხორციელდება როგორც ოპერაციები ღია ბაზარზე. სახელშეკრულებო გამოსყიდვა მთავარი აქციონერებისაგან ანდა საჯარო სატენდერო წინადადების სახით არ გამოიწვევს ასეთ ნათელ და ცხად ფასის მიერ ეფექტს.



ნახ. 20.22.



ნახ. 20.23.

მნიშვნელოვანია ყურადღება მიექცეს განსხვავებას გამოსყიდვის შესახებ განცხადებას და ამ ოპერაციის რეალურად შესრულებას შორის. ზოგჯერ კომპანიის მენეჯმენტი მხოლოდ აცხადებს გამოსყიდვის შესახებ, რათა გაზარდოს აქციების ფასი მისი რომელიმე მოკლევადიანი ინტერესის რეალიზაციის მიზნით. გამოცხადება შესრულების გარეშე არის გამაღიზიანებელი ფაქტორი აქციონერებისათვის გრძელვადიან პერიოდში. ოღონდაც ძირითადი მოგება, კომპანიის მიერ მიიღება გამოსყიდვის შესახებ გამოცხადების მომენტში. კვლევები, რომლებიც ჩატარდა გერმანულ ბაზარზე, აჩვენებს მოგების არსებით ზრდას დაახლოებით 9%-ით კომპანიების მიერ აქციების გამოსყიდვის შესახებ პროგრამების განხორციელების შედეგად. ეფექტი გამოსყიდვის შესახებ განაცხადთან დაკავშირებით გამოიწვევს მოგების გადიდებას 2,3-დან 6%-მდე. სხვა კვლევებში დაადასტურეს, რომ კომპანიების აქციების გამოსყიდვა იწვევს მათ ზრდას საშუალოდ 12%-ით წელიწადში 4 წლის განმავლობაში გამოსყიდვის გამოცხადების შემდეგ.

შემოსავლების სიდიდის გაღახდება

რამდენიმე კვლევითი ორგანიზაცია გამუდმებით აქვეყნებს მსხვილი კომპანიების შემოსავლების შესახებ მონაცემებს. უფრო გვიანდელ ფაქტიურ მონაცემებთან შედარება იწვევს სასიამოვნო ანდა არასასიამოვნო სიურპრიზებს, ხოლო იშვიათად გვიჩვენებს ამ მონაცემების სრულ თანხვედრას. პროგნოზის შემუშავებისას, დაწყებული ინფორმაციის შეგროვებიდან და დამთავრებული კონკრეტული მნიშვნელობების მიღებამდე შეიძლება შემოსავლის შეფასების დაზუსტება. გადახდათა რიცხვი და მათი მიმართულებები ანალიტიკოსებს საშუალებას აძლევს ეს გამოიყენონ როგორც თავისებური ინდიკატორი. რაც უფრო მეტჯერ მოხდა შემოსავლების შეფასების გადახდევა, მოგების შემცირების

ანდა ზარალის გადიდების მხრივ, მით უფრო პესისიმისტური იქნება პერსპექტივა. და პირიქით, გადახედვები მოსალოდნელი შემოსავლების სიდიდის გადიდების თვალსაზრისით შემდგომ წაახალისებს საფონდო ბაზრის განვითარებას.

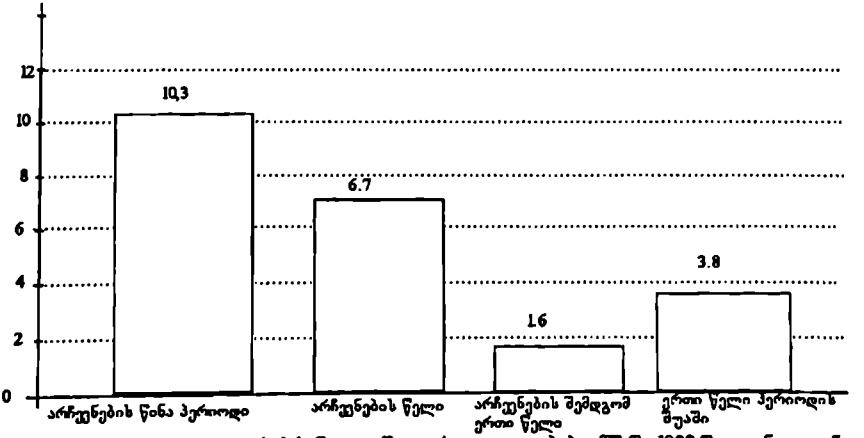
კოეფიციენტი, რომლის დინამიკაც მოტანილია ზემოთ, გვიჩვენებს, ანალიტიკოსების მიერ განხორციელებული შემოსავლების შეფასების გადახედვათა რიცხვს გადიდების თვალსაზრისით გადასინჯვათა რიცხვთან შემცირების თვალსაზრისით.

სიახლე

ძირითად მაჩვენებელთა უმეტესობა, საპროცენტო განაკვეთებისა და შემოსავლების საშუალო საბაზრო სიდიდის მსგავსად, იცვლებიან, როგორც წესი, საკმაოდ ნელა. ბაზრის რეაქციის დრო, როგორც წესი, იზომება დღეებით, ოღონდ ერთი, ერთადერთ პუბლიკაციას, რომელიმე მოვლენის შესახებ, რომელიც ეხება საფონდო ბაზარს, შეუძლია გამოიწვიოს ფასების მნიშვნელოვანი და დაუყოვნებელი ზრდა. მაგალითის სახით განვიხილოთ Dax ინდექსის სადღეღამისო ცვლილება (გერმანული საფონდო ბირჟის ცისფერი Dax-ის ინდექსები) 10 იანვარი 2003 წ. პარასკევი. (ნახ. 20.24.).



ნახ. 20.24. Dax ინდექსის სადღეღამისო ცვლილებები.



ნახ. 20.25. საპროცენტო განაკვეთების საშუალოწლიური ცვლილებები აშშ-ში 1932 წლიდან დღეგანდელ პერიოდამდე

პირველ რიგში ინდექსმა რეაგირება მოახდინა ფასების ზრდაზე კარგი ცნობების თვალსაზრისით, რაც შეეხებოდა აგროეროვნული ეკონომიკის აქტიურობას, რაც გამოქვეყნდა დილით 14 : 30 სთ-ის შემდეგ აშშ-ს შრომის ბაზრის შესახებ ცუდი მონაცემების გამოქვეყნებამ განაპირობა ინდექსის შემცირება დაახლოებით 2,5%-ით. ეს დაცემა განამტკიცა ცუდმა ცნობებმა Deutsche Telekom-ის შესახებ რომლის საბაზრო კაპიტალიზაცია, არის ერთ-ერთი ყველაზე დიდი მოცემულ ინდექსში. დაბოლოს, ინდექსმა ასახა მოძრაობა, აშშ-ს ბაზრების პარალელურად და დაასრულა საოპერაციო დღე თითქმის ერთ დონეზე დილის მონაცემებთან მიმართებაში.

სხვა ინდიკატორები

დაუშვათ ვეძებთ რომელიმე ექსტრაორდინალურ კრიტერიუმებს, იმისათვის, რომ ვიწინასწარმეტყველოთ საფონდო ბაზრის სამომავლო მდგომარეობა, რა უნდა ითქვას სტატისტიკაზე, რომელიც ეხება საფონდო ბაზრის განვითარებას, რომელიც დაკგუფებულია წლების მიხედვით კანონით დადგენილი პრეზიდენტის მუშაობის ვადის მიხედვით აშშ-ში? (ნახ.20.25.) ცხადია, პრეზიდენტებს სურთ ეკონომიკის აღმავლობის უზრუნველყოფა წინასაარჩევნო წლებში, მაშინ როცა ყველაზე სუსტი ეკონომიკური განვითარების დონით, ეს არის არჩევნების შემდგომი წლები, საპრეზიდენტო ვადის შუა ხანებში მიიღება ყველაზე არასასურველი ეკონომიკური გადაწყვეტილებები.

20.7. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგრესიული ანალიზი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნდამენტური ანალიზის ჩატარებისას შესაძლებელია გამოყოფილ იქნეს ისეთი მნიშვნელოვანი ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფასების ცვლილებაზე ემპირიულ-ინდუქტიური მათემატიკური მეთოდების საფუძველზე. ამ შემთხვევაში იყენებენ რეგრესულ მიდგომას და მოდელში მრავალი ფაქტორის ჩართვის გამო, რომელიც გავლენას ახდენენ ერთსა და იმავე დროს, ასეთ მიდგომას ხშირად უწოდებენ მრავალფაქტორულ მოდელს, ცალკეული ფაქტორების გავლენის შეფასებისათვის წონა განისაზღვრება ფაქტიური ინფორმაციის მასივების ანალიზის საფუძველზე გასულ პერიოდებში. ზოგადად რეგრესიული ფუნქციები შეიძლება აღწერილი იქნას შემდეგი განტოლებით:

$$C_i = a_0 + a_1 X_{1,t-1} + a_2 X_{2,t-1} + \ldots\ldots\ldots + a_{n-1} X_{n-1,t-1} + a_n X_{n,t-1} + e \qquad (20.24.)$$

სადაც C_i — აქციის ფასი t დროში. ai — რეგრესიის კოეფიციენტი, Xi; t-1 — ძირითადი ცვლადი i t – დროში, e — კონსტანტა, რომელიც ითვალისწინებს დროით ცდომილებებს.

ყოველმხრივი ეკონომიკური გათვლები, მონაცემთა მრავალი ბაზის საფუძველზე საშუალებას იძლევიან შედეგად მივიღოთ რეგრესიული მოდელი, რომელიც შეიძლება გამოყენებული იქნას საფონდო ბაზარზე ფასების სამომავლო ცვლილების პროგნოზირებისათვის.

მიზანი იმაში მდგომარეობს, რომ ნაპოვნი იქნას ე.წ. „ანომალიები", რომლებიც წარმოადგენენ მახასიათებლებს და რომელთაც უნარი შესწევთ არსებითი გავლენა მოახდინონ განვითარებაზე მომავალში და შემოსავლების მიღებაზე. მას შემდეგ, რაც ისინი ნაპოვნი იქნება, ეს ფაქტორები ანდა ანომალიები კომპონირდებიან განტოლებაში წონით ყოველი მათგანისათვის. და ბოლოს, განტოლება გამოიყენება იმისათვის, რათა შეფასდეს განსაზღვრული აქტის მიმზიდველობა, ასეთი მოდელის ძალზე მარტივი რეალიზაცია შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგი სახით:

$$Z = a_0 + a_1 PER + a_2 PBR + a_3 DER \qquad (20.25.)$$

სადაც Z — აქციების რეიტინგი; PER — დამოკიდებულება – ფასი/შემოსავლები მოცემულ აქციაზე; PBR — დამოკიდებულება ფასი/საბალანსო ღირებულება მოცემული აქციისათვის; DER — დამოკიდებულება ვადები/აქციონერის წილი კომპანიის აქციებში მოცემული აქციისათვის.

ფუნდამენტური მიდგომა

ბაზრებისადმი ფუნდამენტური მიდგომა ნამდვილი, ჭეშმარიტი ღირებულების პოზიციებიდან ემყარება დაშვებებს. პირველი მდგომარეობს იმაში, რომ კაპიტალის ჭეშმარიტი ღირებულება შეიძლება განსხვავდებოდეს მისი საბაზრო ფასისაგან, ასე რომ „ფუნდამენტალისტის" მთავარი სტრატეგია – იყიდოს აქციები, როცა ფასები მათზე ტოლია ან დაბალია მათ ჭეშმარიტ ღირებულებაზე და გაყიდოს, როცა ფასები აქციაზე არის მაღალი. ფუნდამენტური ანალიზი იწყება არა თვით კომპანიის მიერ, არამედ პირველ რიგში იმ გარემოში, სადაც ხორციელდება მისი საქმიანობა. საბირჟო კურსების პროგნოზირების მცდელობისას წამოიჭრება მთელი რიგი განუსაზღვრელობები და პრობლემები. ფუნდამენტური ანალიზი შესაძლებელს ხდის გადაჭრას ისინი სისტემური გზით. იგი მოიცავს 3 ურთიერთ დაკავშირებულ სფეროს:

- მაკროეკონომიკური ანალიზი, რომელიც განიხილავს განვითარების ისტორიას და მაკროეკონომიკური განვითარების პროგნოზს საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებებს და ფულის მასას, ასევე ვალუტათა კურსებსა და ფინანსურ პოლიტიკას;
- დარგობრივი ანალიზი, რომელიც მოიცავს ასევე შემოსული შეკვეთების ანალიზს და შესაბამისი დარგის წარმოების მოცულობას;

  ცალკეული კომპანიების ანალიზი, რომელიც ეხება საქონელბრუნვის დინამიკას, დანახარჯებსა და შემოსავლებს, ასევე ქონებასა და კომპანიის მდგომარეობას ბაზარზე. ანალიზში გამოიყენება ასევე ინდიკატორები, რომლებიც ასახავს დამოკიდებულებას აქციების კურსსა და მოგებას შორის.

ფუნდამენტური ანალიზის კონცეფცია შეთოდურად აიგება როგორც წესი, ე.წ. მიდგომაზე „მაღლიდან დაბლა". როცა საერთო პირობებზე, მაგ. კონიუნქტურაზე, მკვლევარი გადადის ინდივიდუალურ მონაცემებზე, მაგ. ცალკეული კომპანიის ფუნქციონირების თავისებურებები. ანალიზის ზოგიერთი კონცეფცია ითვალისწინებს შებრუნებულ მოძრაობას, („ქვევიდან ზევით"), როცა დასკვნა, რომელიც გაკეთებულია ერთი კომპანიის საფუძველზე, ვრცელდება მთელ ეკონომიკაზე.

ფუნდამენტური ანალიზი იწყება არა თვით კომპანიიდან, არამედ იმ გარემოდან, რომელშიც ხორციელდება მისი მოქმედება. მაკროეკონომიკის ანალიზის ჩარჩოებში, ჯერ ერთი, განიხილება კონიუნქტურული ასპექტები და მეორეც, ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოძრაობაზე მონეტარული ფაქტორების ზემოქმედების კვლევა. კონიუნქტურის განვითარება ფასდება მრავალი ე.წ. კონიუნქტურული ინდიკატორების დახმარებით ამასთან, წამყვან როლს ასრულებენ ინდიკატორები, რომელთა მეშვეობითაც შეიძლება გაკეთდეს დასკვნა განვითარების პერსპექტივების შესახებ. ისინი განისაზღვრება, როგორც წინმსწრები ინდიკატორები ანდა საბირჟო ბარომეტრები. მათ მიეკუთვნება მრეწველობაში შემოსული შეკვეთების მაჩვენებელი, საქმიანი აქტივობის ინდექსი ან სამომხმარებლო აქტივობის ინდექსი.

მონეტარული ზემოქმედება ყალიბდება რიგი ფაქტორების ზემოქმედებით, რომელთაც ხშირად საპირისპირო მიმართულება აქვთ. აქ იგულისხმება, ლიკვიდობა, გაზომილი ფულადი მასით, საპროცენტო განაკვეთების, საგალუტო კურსების, ასევე ფასებისა და შრომის ანაზღაურების დინამიკა.

მაკროეკონომიკური ანალიზის კვალდაკვალ მისთვის დამახასიათებელი ეკონომიკური განვითარების ანალიზის გვერდით, ხორციელდება საწარმოთა იმ ჯგუფის (დარგების) კვლევა, რომლებიც გარკვეულ ინტერესს წარმოადგენენ მკვლევართათვის. ე.წ. დარგობრივი ანალიზი არის გარდამავალი ეტაპი კომპანიის საკუთარ ანალიზზე გადასასვლელად, ამ ეტაპზე ვლინდება შემდგომი განვითარებისათვის უპერსპექტივო დარგები.

დარგობრივი ანალიზის ფარგლებში არის მცდელობა გაანალიზებული იქნას საპროცენტო განაკვეთების, ვალუტათა კურსების, ხელფასის დონის და ა.შ. ცვლილებების დინამიკის გავლენა ცალკეულ დარგებზე.

მას შემდეგ, რაც გამოვლინდება პერსპექტიული დარგები, ტარდება კვლევები მხოლოდ იმ

კომპანიების მიხედვით, რომლებიც მეტ ინტერესს იწვევენ. ცალკეული კომპანიების ანალიზი და შედარება ხორციელდება ცალკეული საბუღალტრო და საბაზრო მაჩვენებლების შემუშავებით. ცალკეული კომპანიის ანალიზის მეშვეობით და აქციების კურსების შედარებით შეიძლება გამოითქვას ვარაუდი ცალკეული აქციის კურსის ცვლილების ტენდენციით ალბათობაზე.

ᲛᲝᲗᲮᲝᲕᲜᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲛᲘᲬᲝᲓᲔᲑᲘᲡ ᲗᲐᲜᲐᲤᲐᲠᲓᲝᲑᲐ

ფუნდამენტური ანალიზი ითვალისწინებს მოთხოვნისა და მიწოდების თანაფარდობას, მაგრამ საბირჟო კურსის დადგენის არა ერთადერთი ფაქტორის სახით. საბაზრო კურსის ქცევა ანდა ბრუნვა აღიქმება როგორც მოცემულობა, და აანალიზებენ რა საბაზრო კურსის ქცევას წარსულში, ბრუნვას და მასთან დაკავშირებულ სხვა მონაცემებს ბაზარზე, სპეციალისტები ცდილობენ დაადგინონ კანონზომიერებები. ამ კანონზომიერებების საფუძველზე კეთდება პროგნოზი საბაზრო ფასებზე მომავალში.

განსაკუთრებულ ინტერესს მაკროეკონომიკურ ანალიზში წარმოადგენს ჯერ ერთი, კონიუნქტურის შემობრუნების წერტილების პროგნოზი და მეორეც აქციების საკურსო ღირებულებაზე ისეთი მონეტარული მაჩვენებლების ზემოქმედება, როგორიცაა, ფულადი მასის ანდა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება.

უამრავ სიბრძნესთან ერთად ერთ-ერთი ასე ჟღერს: „არ გააკეთოთ განაკვეთი საემისიო ბანკის წინააღმდეგ", რომელიც საბაზრო სიბრძნეც არის მოსათლული. ბაზარზე ზემოქმედების მონეტარული ფაქტორები ასევე შედიან მაკროეკონომიკური ანალიზის შემადგენლობაში.

მაკროეკონომიკური ანალიზი აიგება ვარაუდებზე, რომლის მიხედვითაც აქციების საკურსო ღირებულება განისაზღვრება კომპანიის მოსალოდნელი მიდგომებითა და აქციების შიდა ფასების დადგენის შედეგად. თავის მხრივ, კომპანიის მოსალოდნელი შემოსავლები დამოკიდებულია მაკროეკონომიკურ ზემოქმედებაზე.

მაგრამ არა მარტო კომპანიის მზარდი მოგება ახდენს გავლენას აქციების ბაზარზე. დაბალი პროცენტი ფასიან ქაღალდებზე მყარი საპროცენტო განაკვეთით ასევე ხდის მიმზიდველს აქციებში კაპიტალის დაბანდებას. ამის გარდა გათვალისწინებული უნდა იქნას ის, რომ დროსთან მიმართებაში აქციების ბაზარი წინ უსწრებს კონიუნქტურას. ეს იმას ნიშნავს, რომ აქციების ბაზარი იძლევა გაფრთხილებას კონიუნქტურის შესაძლო ცვლილებებზე.

ბირჟებზე ორიენტაცია აღებული აქვთ მომავალზე და არა აწმყოზე და რასაკვირველია არც წარსულზე, აქციების კურსები წინ უსწრებენ ფაქტიურ ეკონომიკურ განვითარებას საშუალოდ 6-9 თვით. ნათქვამიდან შეიძლება გაკეთდეს ლოგიკური დასკვნა: **ე.წ. კონიუნქტურის ანალიზის მიზანია (როგორც მაკროეკონომიკური ანალიზის შემადგენელი ნაწილის) ბაზრების დაყოფა, სადაც კონიუნქტურის საჭარაუდო განვითარების შედეგად შესაძლებელია წარმატებული საბირჟო გარიგებების დადება.** შემდეგ განხილული იქნება ინდიკატორები, რომელთაც განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს კურსის პროგნოზირებისათვის აქციების ბაზარზე. სწორედ პროგნოზირება განაპირობებს საფონდო ბირჟის ლიკვიდობას, რადგანაც ამ დროს ადგილიქვს ფასთა სხვაობას, რომლითაც დაინტერესებული არიან ბირჟის სპეკულანტები.

ეინაიდან ბირჟა ძალზე მწვავედ რეაგირებს მაკროეკონომიკურ ცვლილებებზე, განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ე.წ. წინმსწრები ინდიკატორები. წინმსწრებ ინდიკატორებს შეიძლება მიეკუთვნოთ ისეთები, როგორიცაა:

- სამომხმარებლო აქტივობის ინდექსი;
- საქმიანი აქტივობის ინდექსი;
- ეკონომიკური აქტივობის ინდექსი.

ᲞᲠᲝᲒᲜᲝᲖᲘᲠᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲛᲐᲠᲗᲣᲚᲔᲑᲔᲑᲘ: „ᲖᲔᲓᲘᲓᲐᲜ ᲥᲕᲔᲓᲘᲗ" ᲓᲐ „ᲥᲕᲔᲓᲘᲓᲐᲜ ᲖᲔᲓᲘᲗ" ᲞᲠᲝᲒᲜᲝᲖᲘᲠᲔᲑᲐ

პრაქტიკაში ხშირად გამოიყენება ორი მიდგომის თანხვედრა. მაგალითად, ეკონომიკის განვითარების პროგნოზებს მთლიანად აკეთებენ მეთოდით „ზედიდან ქვედით". ეს პროგნოზები შემდგომში გამოიყენებიან ფინანსური ანალიტიკოსების მიერ საყრდენ წერტილად პროგნოზის შესადგენად

ცალკეული კომპანიისათვის მეთოდით, „ქვემოდან ზევით", ინდივიდუალური პროგნოზების მთლიანობა უნდა შეესაბამებოდეს ამოსავალ მაკროეკონომიკურ პროგნოზს. წინააღმდეგ შემთხვევაში პროცესს იმეორებენ (შეიძლება დამატებითი კონტროლის გამოყენებით) შესაბამისობის მიღწევის მიზნით.

ნებისმიერი ქვეყნის ანალიტიკოსები პროგნოზირების ორ მიმართულებას იყენებენ:

— „ზევიდან ქვევით";

— „ქვევიდან ზევით".

აქ ნაგულისხმევია პროგნოზირების გაკეთება ჯერ ქვეყნის ეკონომიკასთან (ზევიდან ქვევით), თუ კომპანიებიდან (ქვევიდან ზევით).

სხვა მომენტების გვერდით ფუნდამენტალური ანალიზის განხორციელებისას ანალიტიკოსები აკეთებენ მთლიანი შიდა პროდუქტის, გაყიდვების და შემოსავლების სიდიდის პროგნოზს რიგ დარგებში. ასევე გაყიდვების და შემოსავლების დონის პროგნოზს ფირმათა დიდი რიცხვისათვის. საბოლოო ჯამში მოცემული პროგნოზები გადაიქცევიან გარკვეული აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შეფასებად და შესაძლებელია, ცალკეული დარგების და მთლიანად საფონდო ბაზრისათვის. რიგ შემთხვევებში ეს ცხადია. თუ კი ფირმის შემოსავლების სიდიდის შეფასებას ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით მომავალი წლისათვის გავამრავლებთ დამოკიდებულება ფასი/შემოსავლების საპროგნოზო სიდიდეზე, მაშინ შეიძლება შეფასდეს ფირმის აქციების მოსალოდნელი ფასი მომავალ წელს, რაც თავის მხრივ, შესაძლებელს გახდის გაკეთდეს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პროგნოზი. სხვა შემთხვევებში ურთიერთკავშირი ირიბი ხასიათისაა. მაგ.: აქციები, რომელთათვისაც ხდება შემოსავლიანობის პროგნოზირება და აღემატებიან ცალკეული დანარჩენი ინვესტორების შეფასებას, შეიძლება ჩაირთოს „მოწონებულთა" სიაში.

ზოგიერთი ორგანიზაცია, რომელიც სარგებლობს ფინანსური ანალიტიკოსების მომსახურებით იყენებენ პროგნოზირების მეთოდს. ამ მეთოდის დროს ფინანსური ანალიტიკოსები თავდაპირველად აკეთებენ პროგნოზს ეკონომიკისათვის მთლიანად, შემდეგ ცალკეული დარგებისათვის და ბოლოს, კონკრეტული კომპანიებისათვის. პროგნოზები დარგებისათვის ეფუძნებიან ეკონომიკისათვის გაკეთებულ მთლიან პროგნოზებს, ხოლო პროგნოზები კომპანიისათვის, თავის მხრივ, ემყარება როგორც ერთ, ისე მეორე სახის პროგნოზებს. ამ შემთხვევაში ადგილი აქვს „ზევიდან ქვევით" პროგნოზს.

სხვა ორგანიზაციები, რომლებიც სპეციალდებიან ინვესტიციებზე, თავდაპირველად აფასებენ ცალკეული კომპანიების პერსპექტივებას, შემდეგ კი იძლევიან პროგნოზს პერსპექტივების შეფასებისათვის დარგებში და ბოლოს ეკონომიკისათვის მთლიანად. აქ პროგნოზი გაკეთდა ქვევიდან ზევით.

ალბათური პროგნოზირება

ალბათური პროგნოზირება (probabilistic forecasting) ხშირად ახდენს ყურადღების კონცენტრირებას მაკროეკონომიკურ პროგნოზებზე. რამდენადაც ამ დონეზე არსებული ინფორმაცია ძალზე მნიშვნელოვანია რისკისა და კარგად დიფერსიფიცირებული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის განსაზღვრისათვის. შეიძლება პროგნოზირებული იქნას ეკონომიკის განვითარების რამდენიმე სცენარი მათი განხორციელების ალბათობის გათვალისწინებით. ამის შემდეგ ეკონომიკის განვითარების შესაძლო ვარიანტების საფუძველზე კეთდება დარგების პერსპექტივების, კომპანიების და აქციების კურსების დინამიკის პროგნოზები.

ეს პროცედურა წარმოდგენას გვიქმნის სხვადასხვა აქციების შესაძლო რეაქციებზე ეკონომიკის სიურპრიზებთან მიმართებაში და ამიტომ ზოგჯერ იწოდება ანალიზად პრინციპით: „რა, თუ კი". ამის გარდა, შეიძლება რისკები შეფასდეს ამა თუ იმ სცენარის განხორციელების ალბათობის შეფასების გზით.

ეკონომეტრიკული მოდელები

ეკონომეტრიკული მოდელი (econometric model) ეს არის სტატისტიკური მოდელი, რომელიც განსაზღვრულია ცვლადების მნიშვნელობათა პროგნოზირების საშუალება, რომელთაც ეწოდებათ

ენდოგენური ცვლილება. იმისათვის რომ განხორციელდეს ასეთი პროგნოზები, ამოსავალი მონაცემების სახით გამოიყენება სხვა ცვლადების მნიშვნელობები, რომელთაც ეწოდებათ ეგზოგენური ცვლადები (exogenoas variables). ვარაუდი ამ ცვლადების მნიშვნელობების შესახებ კეთდება მოდელების მოსარგებლეთა მიერ.

მაგ. ეკონომეტრიკულ მოდელში აუტომანქანების გაყიდვათა დონე მომავალ წელს შეიძლება დაუკავშირდეს მშპ-ს დონეს და საპროცენტო განაკვეთებს. იმისათვის, რომ გაკეთდეს პროგნოზი აუტომობილების გაყიდვათა შედარებითი სიდიდის მიხედვით მომავალ წელს, უნდა მოვიღოთ მონაცემები მშპ-ს სიდიდის შესახებ და საპროცენტო განაკვეთების შესახებ მომავალი წლისათვის, რომლებიც განეკუთვნებიან ეგზოგენურ ცვლილებას.

ეკონომეტრიკული მოდელი შეიძლება წარმოადგენდეს როგორც ძალზე რთულ სისტემას, ასევე უმარტივეს ფორმულას, რომელიც შეიძლება ადვილად გაითვალოს კალკულატორზე. ნებისმიერ შემთხვევაში იგი მოითხოვს ცოდნას ეკონომიკისა და სტატისტიკის სფეროში. თავდაპირველად შესაბამისი კავშირურთიერთობების განსაზღვრისათვის გამოიყენება ცოდნა ეკონომიკაში, შემდგომში კი ურთიერთკავშირის რაოდენობრივი ბუნების შეფასებისათვის გასულ პერიოდში მიღებული მონაცემები მუშავდება სტატისტიკური მეთოდების დახმარებით. ზოგიერთი საინვესტიციო ორგანიზაციები იყენებენ ფართომასშტაბიან ეკონომეტრიკულ მოდელებს, რათა ისეთი ფაქტორები, როგორიცაა: ფედერალური ბიუჯეტი, მოსალოდნელი სამომხმარებლო ხარჯები და საქმიან სფეროში საგეგმო ინვესტიციები, შეიძლება გაკეთდეს პროგნოზი მშპ-ს ინფლაციის და უმუშევრობის მოსალოდნელი დონის შესახებ. ზოგიერთი ფირმები და არაკომერციული ორგანიზაციები სპეციალიზდებიან ასეთ მოდელებზე, რომლებსაც ჰყიდიან საინვესტიციო ინსტიტუტებზე, საფინანსო კორპორაციებზე, სააგენტოებზე და სხვა ორგანიზაციებზე, ან თვითონ პროგნოზებს, ანდა კომპიუტერულ პროგრამებს.

ასეთი ფართო მასშტაბიანი ეკონომიკური მოდელების დამუშავება ჩვეულებრივ ითვალისწინებენ რამდენადმე სტანდარტულ პროგნოზებს, რომელიც ემყარება ეგზოგენური ცვლადების განსაზღვრულ ნაკრებს, რიგი მოდელები ითვალისწინებენ ალბათობას, რომელშიც შეიძლება განხორციელდეს ესა თუ ის პროგნოზი სხვა შემთხვევაში ამ მოდელების მოსარგებლეებმა შეიძლება ჩართონ მათ მიერ გაკეთებული ვარაუდები და გაანალიზონ ამ ვარაუდების შედეგად მიღებული პროგნოზები, ასეთი ტიპის ფართომასშტაბიანი ეკონომეტრიკული მოდელები ითვლიან დიდი ოდენობით განტოლებებს, რომლებიც აღწერენ მნიშვნელოვანი ურთიერთკავშირების სიმრავლეს. მიუხედავად იმისა, რომ ასეთი ურთიერთკავშირის შეფასებები ემყარება გასული პერიოდის მონაცემებს, ეს შეფასებები განაპირობებენ (ანდა არ განაპირობებენ) მოდელის ეფექტიან მუშაობას მომავალში. ამ შემთხვევაში პროგნოზები აღმოჩნდებიან წარუმატებელნი. ამბობენ, რომ მოდელის საფუძველად აღებულმა ეკონომიკურმა ურთიერთკავშირმა სტრუქტურული ცვლილებები განიცადა. თუმცა წარუმატებლობა შეიძლება იყოს მოდელში გაუთვალისწინებელი ფაქტორების შედეგი.

ორივე სიტუაცია მოითხოვს შეფასებათა სიდიდის ცვლილებას, ანდა თვით ეკონომეტრიკული მოდელის კონცეფციის შეცვლას. ანდა ორივეს ერთად. იშვიათად შეიძლება შევხვდეთ მოდელის მოსარგებლეს, რომელიც არ შეცვლის მის თავდაპირველ ფორმას, ან საერთოდ არ გარდაქმნის.

ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი

ბევრი ანალიტიკოსი სწავლობს ფინანსურ ანგარიშებს, რათა გააკეთონ სამომავლო პროგნოზები, კომპანიის ფინანსური ანგარიშგებები შეიძლება განვიხილოთ როგორც ფირმის ფუნქციონირების მოდელის შედეგი — მოდელისა, რომელიც შემუშავებულია ფირმის მენეჯერების მიერ ბუღალტრების და ირიბი წესით საგადასახადო ორგანოების მიერ.

სხვადასხვა კომპანია იყენებს სხვადასხვა მოდელს, ეს კი იმას ნიშნავს, რომ ისინი იხილავენ ერთსა და იმავე მოვლენას სხვადასხვანაირად. ხშირად ამ მოვლენას იმით ხსნიან, რომ საბუღალტრო აღრიცხვის საერთოდ აღიარებული პრინციპები (GAAP), რომელიც დადგენილია ფინანსური

აღრიცხვის სტანდარტების საბჭოს მიერ (Financial Accounting Standards Board, FASB), უშვებენ გარკვეულ თავისუფლებას აღრიცხვის საკითხებში. მაგალითად გამოდგება აქტივების ამორტიზაციის (თანაბარი ანდა დაჩქარებული) მეთოდი და სასაქონლო-მატერიალური მარაგების (FIFO ანდა LIFO) აღრიცხვის მეთოდი.

რათა გაგებული იქნას საქმის რეალური მდგომარეობა კომპანიაში (კომპანიის საქმეთა მდგომარეობა) და შეუდარდეს იგი სხვა კომპანიების სიტუაციას გამოიყენება აღრიცხვის სხვა მეთოდები. ფინანსური ანალიტიკოსი უნდა იყოს ნამდვილი ფინანსური დეტექტივი, რომელიც ეძებს ფაქტებს ფინანსური ანგარიშგების სქოლიოებში და თანმხლებ ჩანაწერებში. მათ, ვისაც სჯერა საბოლოო საანგარიშგებო მონაცემები, ისეთები, როგორიცაა შემოსავლების სიდიდე ერთ აქციაზე, გააკეირვებს კომპანიის შემდგომი განვითარება იმათგან განსხვავებით ვინც ცდილობს შეიხედოს საბუღალტრო აღრიცხვის საშხარეულოში.

ფუნდამენტური ანალიზის საბოლოო მიზანი განსაზღვროს ფინანსური მოთხოვნების მიმდინარე სიდიდე ფირმის შემოსავალთან მიმართებაში (ფირმის აქციებისა და ობლიგაციების მფლობელთა მოთხოვნების ჩათვლით). ამისათვის, პირველ რიგში საჭიროა პროგნოზირებული იქნას ფირმის შემოსავალი, ხოლო შემდეგ შემოსავლის შესაძლო განაწილება მის კრედიტორებს შორის შესაბამისი ალბათობების შეფასებით.

პრაქტიკაში ხშირად იყენებენ უფრო მარტივ მეთოდებს. ბევრი ანალიტიკოს განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობს ციფრებს, რომლებიც არის ფირმის ანგარიშებში, მაშინაც კი, თუ კი ისინი არაერთგვაროვნად ასახავენ ნამდვილ ეკონომიკურ პროცესებს. ამის გარდა, რიგი უთანხმოებაშირის შეფასებისათვის ხშირად გამოიყენება უბრალო მაჩვენებლები. მაგ.: ზოგი ანალიტიკოსი ცდილობს შეაფასოს მოკლევადიანი დავალიანების სრული და თავისდროული დაფარვის ალბათობა ლიკვიდური აქტივების და მოკლევადიანი ვალის სიდიდის ურთიერთმიმართების დახმარებით.

ანალოგიურად ფასდება ობლიგაციების მფლობელთათვის პროცენტების გადახდის ალბათობა ისეთი მაჩვენებლების ურთიერთდამოკიდებულების გამოყენების გზით, როგორიცაა შემოსავლები პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე და გადახდილი პროცენტები. ხშირად ჩვეულებრივი აქციების შეფასებისათვის იყენებენ ურთიერთდამოკიდებულებას ისეთ ორ მაჩვენებელს შორის, როგორიცაა შემოსავლების სიდიდე გადასახადების გადახდის შემდეგ და კომპანიის იმ აქციების საბალანსო ღირებულება, რომელიც იმყოფება მიმოქცევაში.

ანალიზი კოეფიციენტების მეშვეობით

კოეფიციენტები, რომლებიც ზემოთ განხილული მაჩვენებლების მსგავსია, ფართოდ გამოიყენება პროგნოზების შემუშავებისას. ერთი ტიპის კოეფიციენტების გასათვლელად გამოიყენება მხოლოდ ერთი ანგარიშგების მონაცემები (ან ბალანსის, ან მოგებისა და ზარალის ანგარიშები). სხვა მაჩვენებლების გაანგარიშებისას გამოიყენება ორი სხვადასხვა ანგარიშგების მასალები. მესამე ჯგუფის კოეფიციენტების მისაღებად უნდა გვქონდეს ორი ან მეტი ანგარიშგების ერთი და იმავე სახის მასალები. სხვადასხვა წლისათვის (მაგ.: მიმდინარე და წარსული წლების ბალანსი), ანდა განსხვავებული მონაცემები საბაზრო მაჩვენებლების მიხედვით.

კოეფიციენტები შეიძლება გამოყენებული იქნას სხვადასხვანაირად. რიგი ანალიტიკოსებისა შედარების ბაზად იყენებენ აბსოლუტურ მაჩვენებლებს, კრიტერიუმებს, მათგან განსხვავებით კოეფიციენტებისათვის დამახასიათებელია პოტენციური სისუსტე და საჭიროებენ შემდგომ ანალიზს.

სხვა ანალიტიკოსები უდარებენ კომპანიის კოეფიციენტებს „საშუალო ფირმის" კოეფიციენტებს იმავე დარგში, რათა დადგინდეს განსხვავება, რომელიც შეიძლება გახდეს შემდგომი განხილვის საგანი. სხვები აანალიზებენ კომპანიის კოეფიციენტებს დროში. გულისხმობენ, რომ ეს დაეხმარებათ მათ გააკეთონ მომავალი ცვლილებების პროგნოზი.

კოეფიციენტების ანალიზი შეიძლება იყოს ძალზე რთული და ამავდროულად ძალზე მარტივიც.

კოეფიციენტის მიმდინარე მნიშვნელობის უბრალო ექსტრაპოლაცია ანდა მისი ცვლილების ტენდენციები ვერ მოგვცემენ მისი მნიშვნელობის ზუსტ შეფასებას მომავალში. მაგ. ფირმისათვის აუცილებელი არ არის შეინარჩუნოს მუდმივი დამოკიდებულება მარაგებსა და მყიდველების სიდიდეს შორის. ამის გარდა, უბრალო ექსტრაპოლაციამ მაჩვენებლის შეფასებისას შეიძლება გამოიწვიოს შეცდომები ფინანსურ ანგარიშგებაში. მაგ. კოეფიციენტების პროგნოზების საფუძველზე კეთდება ბალანსის სხვადასხვა მუხლების პროგნოზები.

20.8. ფუნდამენტალური ანალიზის უპირატესობები და ნაკლოვანებები

აქციების ფუნდამენტალური ანალიზი ემყარება ემიტენტის შეფასებას: მის შემოსავლებს, ბაზარზე მდგომარეობას, აქტივებისა და პასიუების სიდიდეებს, მოგების ნორმას საკუთარ კაპიტალზე და ბევრ სხვა მაჩვენებელს, რომელიც ახასიათებს ფირმის საქმიანობას. ანალიზის ბაზაა ბალანსები, ანგარიშები მოგებისა და ზარალის შესახებ, სხვა მასალები, რომელსაც აქვეყნებს კომპანია. ამის გარდა, შეისწავლება კომპანიის მართვის პრაქტიკა მმართველი ორგანოების შემადგენლობა, ხდება მონაცემების შესწავლა საქმის მდგომარეობის შესახებ დარგში, ბაზრების ანალიზი, რომელზედაც გადის კომპანია როგორც გამყიდველი ანდა როგორც მყიდველი – ეს კვლევები საშუალებას იძლევიან გაკეთდეს დასკვნა იმის შესახებ, აიწია თუ დაიწია ფასიანი ქაღალდის ფასმა აქტივების რეალურ ღირებულებასთან შედარებით.

ამასთან ყველა ამ ღირსებასთან ერთად ფუნდამენტური ანალიზის მინუსად ითვლება ის, რომ ეს არის ძვირი, შრომატევადი საქმე, რომელიც ითხოვს მონაცემთა ბაზის შექმნას და ადეკვატურ დაფინანსებას. შემოსავალი ფასიანი ქაღალდების ოპერაციებიდან ყოველი ცალკეული ოპერატორისათვის შეიძლება აღმოჩნდეს არასაკმარისი იმ ხარჯების დასაფარავად, რაც დაკავშირებულია ანალიზის ჩატარებასთან.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ფართოდ გამოიყენება კორპორაციების რეიტინგული შეფასების მეთოდიკა ეკონომიკის სხვადასხვა დარგში, რომელიც ხორციელდება სპეციალისტების მიერ ფირმის ფარგლებში. კომპანიების, სააგენტოების ფარგლებში. ყველაზე მეტი არგუმენტი ფუნდამენტური ანალიზის წინააღმდეგ აქვს იმათ, ვინც მისით არ სარგებლობს. პირველი არის ის, რომ ის, ვინც სარგებლობს ანალიზის ამ ტიპით ინვესტირებისას, თავის გადაწყვეტილებებს აგებს ინფორმაციაზე, რომელიც ცნობილია ბაზრის ყველა მონაწილისათვის და შესაბამისად ეს ინფორმაცია მათ ვერანაირ უპირატესობას ვერ მისცემთ.

მეორე არგუმენტია ის, რომ დიდი წილი ფუნდამენტური ინფორმაციისა არის „არაზუსტი" და უსარგებლო, რაც ხშირად ნიშნავს დამოკიდებულებას მისი ინტერპრეტაციისა ადამიანის პირად შეხედულებებზე, რომელიც აანალიზებს ამ ინფორმაციას. თუმცა ნიჭიერი პიროვნებები ამას კარგად ახერხებენ, საშუალო ადამიანისათვის არ ღირს დროის დაკარგვა იმ ტიპის ანალიზზე.

კიდევ ერთი არგუმენტი ფუნდამენტური ანალიზის საზიანოდ იმაში მდგომარეობს, რომ თუ კი ბაზარმა ვერ შეაფასა აქცია ეხლა, მაშინ სავსებით შესაძლებელია, რომ იგი ამას ვერც მომავალში გააკეთებს. შედეგად კი დანახარჯები ვერ გამოისყიდება. ე.ი. არ არის გარანტია იმისა, რომ ბაზარი დაადასტურებს ანალიტიკოსების ფუნდამენტურ შეფასებას.

ოცდამეერთე თავი. ფასიანი ქაღალდების ტექნიკური ანალიზის ამოსავალი დებულებები

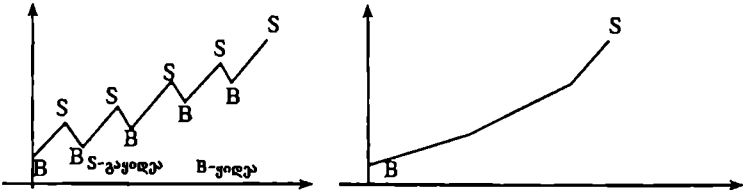
21.1. ტექნიკური ანალიზის არსი და ამოცანები

ტექნიკური ანალიზი არის ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის მოცულობისა და ფასების ცვლილებების ტენდენციის ანალიზის წესი წარსულში, ფასების ცვლილების განსაზღვრისათვის მომავალში. ტექნიკური ანალიზის ძირითადი ამოსავალი დებულებები არის შემდეგი:

- ვაჭრობის მოცულობა ბაზარზე დამოკიდებულია მხოლოდ მოთხოვნისა და მიწოდების თანაფარდობაზე;
- მიწოდება და მოთხოვნა განისაზღვრება როგორც რაციონალური, ისე ირაციონალური ფაქტორებით;
- ფასების ცვლილებების ტენდენციები ყალიბდება საკმაოდ დიდი ხნის მანძილზე;
- მოვლენების განვითარების თანმიმდევრობას აქვს ისეთი და ისეთი განმეორების ტენდენცია. ეს შესაძლებელს ხდის წინასწარ იქნეს განსაზღვრული ბაზრის ცვლილება მომავალში ტექნიკური ანალიზის საფუძველზე;

ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი უპირატესობა ფუნდამენტურ ანალიზთან შედარებით არის ის, რომ იგი მიმართულია ვაჭრობის შესწავლაზე უახლოეს დროში, ფასების ცვლილების ტენდენციები მოკლევადიან პერიოდში აინტერესებს ინვესტორთა უმეტესობას უფრო მეტად, ვიდრე მათი განვითარება გრძელვადიან პერიოდში. თამაში ფასიანი ქაღალდების კურსების მოკლევადიან რყევებზე განაპირობებს უფრო მაღალი მოგების მიღებას, გრძელვადიან პერიოდზე ორიენტირებულ ვაჭრობასთან შედარებით. დაუშვათ, რომ ფასების ცვლილების დინამიკა ორი სხვადასხვა საფონდო აქტივთან მიმართებაში გამოიყურება შემდეგი სახით.

ფასების ცვლილება ორივე სახის ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში იწყება და მთავრდება ერთსა და იმავე დონეზე, მაგრამ მარცხენა ნახაზზე ფასები იცვლება გაცილებით მეტი ხარისხით, ვიდრე მარჯვენა ნახაზზე. თუ კი ინვესტორი იყიდის და გაყიდის ფასიან ქაღალდებს წერტილებში, რომლებიც აღნიშნულია ასოებით „S“ (sell — გაყიდვა) და B (buy — ყიდვა), ის მიიღებდა დაახლოებით ორჯერ მეტ თანხას ვაჭრობის მოკლევადიანი სცენარის დროს, რომელიც წარმოდგენილია მარცხენა ნახაზზე, ვიდრე გრძელვადიანი სცენარით, რომელიც წარმოდგენილია 21.1. ნახაზზე.



ნახ. 21.1

მოკლევადიანი ვაჭრობის ეს უპირატესობა ღრმავდება იმ ფაქტით, რომ ფუნდამენტალური ინფორმაცია გრძელვადიანი ინვესტიციებისათვის („იყიდე და გქონდეს“) ხშირად აგვიანებს. ამის გარდა დასკვნები, რომლებიც შეიძლება მოვიღოთ ყოველწლიური ფინანსური ანგარიშგებების მონაცემების ანალიზის საფუძველზე, არ არის აბსოლუტურად საიმედო.

ტექნიკური ანალიზის მეშვეობით ფასდება ასევე ფსიქოლოგიური და სხვა რაოდენობრივ გამოხატულებაში გაუთვალისწინებელი ფაქტორები. სწორედ ტექნიკური ანალიზის არჩევის საბოლოო მიზეზია

ის, რომ მრავალი ინვესტორის საინვესტიციო გადაწყვეტილების საფუძველია მოდელირების, მიბაძვის შეთოდიკა. ძირითადი მიზეზის გააზრებას, რომლის მიხედვითაც ადამიანები ფულს დებენ რომელიმე სფეროში (ანდა ფულს იღებენ ამ სფეროდან, უზრუნველყოფს სიტუაციის გაგებას, რომელიც შექმნილია ამ დროისათვის ბაზარზე.

მაგრამ როცა საუბარია ტექნიკურ ანალიზზე, არსებობს რიგი ნეგატიური მომენტები, რომლებიც აუცილებლად უნდა იქნას მოხსენებული. პირველ რიგში არ არსებობს არანაირი გარანტია, რომ საბაზრო მოდელები, რომელიც არსებობდნენ წარსულში, განმეორდება მომავალში. არსებობს იმის ალბათობა, რომ ტექნიკური ანალიზის ინსტრუმენტების ფართოდ გამოყენება გამოიწვევს წინასწარმეტყველების თვითგანხორციელებას. დაუშვათ, რომ ყველა ტექნიკური ანალიტიკოსი მივიდა დასკვნამდე, რომ რომელიმე კომპანიის აქციების კურსი აიწევს და ეს ტენდენცია გაგრძელდება მომავალშიც, ინვესტორები ასეთი წინასწარმეტყველების შემდეგ შეისყიდიან ამ კომპანიის აქციებს დიდი ოდენობით და შესაბამისად განამტკიცებენ მიმდინარე ტენდენციას.

თუ კი ტექნიკური ანალიზის მუდმივმა გამოყენებამ რისკის ქვეშ დააყენა ინვესტორთა პოტენციური მოგება გრძელვადიან პერიოდში, მაშინ იგი არც განიხილება და არც სადაო გახდებოდა. ერთის მხრივ, ასეთი ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში წყვეტების წარმატებით გამოყენება ანდა სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, სხვაობა მიმდინარე ფასსა და „შიდა, ფარულ ღირებულებას" შორის მოგების მიღების მიზნით ტექნიკური ანალიზის გამოყენების საფუძველზე აღმოჩნდება შესაძლებელი, იმიტომ რომ ეს მოგება არ ნაწილდება ძალზე ბევრ ინვესტორს შორის. მეორეს მხრივ, შესაძლებელია წარმატებული სტრატეგიები არ გამოქვეყნდეს. ამის გარდა, ტექნიკური ანალიზის შედეგების ინტერპრეტაცია გარკვეულწილად სუბიექტურია, და ეს შეფასებები არ შეიძლება დაუყოვნებლივ იქნას მიღებული. ყველა ეს მიზეზი ტოვებს სივრცეს ინდივიდუალური წარმატებული ტექნიკური სტრატეგიის განხორციელებისათვის.

დოუს თეორია

ისტორიული თვალსაზრისით დოუს თეორია იყო პირველი სისტემური მიდგომა საფონდო ბაზრების განვითარების ტენდენციების განსაზღვრისათვის.

როგორც ძირითადი სისტემური მაჩვენებელი დოუ-ჯონსის ინდექსი სარკინიგზო კომპანიების აქციების მიხედვით (Dow-Jones Rail Average), რომელსაც დღეს უწოდებენ დიუ-ჯონსის სატრანსპორტო ინდექსს, (Dow-Jones industrial Average) ან უბრალოდ დოუ-ჯონსის ინდექსს, პრაქტიკაში დაინერგა XX ს. მიჯნაზე ჩარლზ დოუს მიერ, რომელმაც შექმნა ეს თეორია. მას საფუძვლად უდევს შემდეგი ძირითადი პრინციპები[1]: საშუალო ინდექსი ითვალისწინებს ყველაფერს. ეს მარტივი პირველი მტკიცება გამოხატავს თეზისს იმის შესახებ, რომ ნებისმიერი ინფორმაციული და ფსიქოლოგიური ზემოქმედება ბაზარზე უკვე ჩართულია ორ ინდექსში, რაზეც ზემოთ იყო საუბარი. ყველაზე მეტად გაუთვალისწინებელი ბუნებრივი უბედურებაც კი გათვალისწინებულია დროის მოკლე პერიოდის ფარგლებში.

ინდექსების ცვლილებათა დინამიკა შეიძლება აღწერილი იქნას სამი სხვადასხვა ტენდენციით:

- მთავარი ანდა პირველადი ტენდენცია" („Major or Primary trend") არის შედარებით მნიშვნელოვანი გრძელვადიანი ტენდენცია. იგი ულისდება არანაკლებ ერთი წლის განმავლობაში და ფასების ცვლილება შეადგენს არა ნაკლებ 20%-ს;

  „მეორადი ტენდენცია" („Secondary trend") წარმოადგენს საშუალოვადიან ტენდენციას, რომელიც მოქმედებს რამდენიმე კვირიდან სამ თვემდე პერიოდში. ეს მეორადი ტენდენცია განიხილება როგორც პირველადი ტენდენციის კორექტირებული წყვეტა, რომელიც იწვევს წინა მდგომარეობის შეცვლას 1/3-დან 2/3-მდე;

  „მოკლევადიანი ანუ დღიური ტენდენცია" („Minor or Day trend"). წარმოადგენს მოკლევადიან ტენდენციას, რომელიც მოქმედებს რამდენიმე დღის განმავლობაში. იგი ასახავს უმნიშვნელო ცვლილებებს, რომელთა მართვაც ადვილად შეიძლება.

[1] The Dow Theory, Robert D. Edwards & John Magee.

ტენდენცია არსებობს მანამ, სანამ არ შეინიშნება რაიმე ქმედება საწინააღმდეგო მიმართულებით. გამოიყენება მხოლოდ ის ფასები, რომელიც ფიქსირდება ბირჟის დაკეტვის მომენტში. ფასებში საღღეღამისო რყევა არაეითარ ინტერესს არ წარმოადგენს. დღეს თეორია ამტკიცებს რომ თუ საუბარია პირველად ტენდენციაზე, მაშინ მის არსებობაზე გაელენას მოახდენს ორიე ინდექსი (სატრანსპორტოც და სამრეწველოც). შესაძლოა სიტუაციები, როცა ინდექსების ცვლილება არ ხდება პარალელურად ანდა მათ შორის არის დროითი ლაგი. ასეთ შემთხვევაში ბაზრის განვითარება მომავალში განიხილება როგორც განუსაზღვრელი.

ამასთან ყოველთვის გათვალისწინებული უნდა იქნას ვაჭრობის მოცულობა. განსაზღვრული აქციებისათვის იგი იზრდება, თუ ფასები იცვლება პირველი ტენდენციის შესაბამისი მიმართულებით.

მეორე ტენდენცია შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც ბაზარზე ფასების რყევა საშუალო მნიშვნელობის გარშემო 5%-ის ფარგლებში. რამდენიმე კვირის ან ერთი თვის განმავლობაში. ეს სცენარი იმაზე მიუთითებს, რომ დღეისათვის შეინიშნება გამყიდველებისა და მყიდველების ინტერესთა ბალანსი. როცა ფასების ცვლილება სცილდება ამ კორიდორის ფარგლებს, ეს აღქმული უნდა იქნას როგორც სერიოზული სიგნალი.

თანამედროვე ანალიტიკურ ინსტრუმენტებთან შედარებით დოუს თეორია შეიძლება განხილული იქნას როგორც საკმაოდ მარტივი სტრატეგია. იგი ხშირად გენერირებას უკეთებს გაურკვეველ სიგნალებს ანდა იძლევა სიგნალებს ძალზე გვიან. ამის გარდა დოუს თეორიაში ანალიზდება მხოლოდ პირველადი ტენდენცია, ინვესტორისათვის უფრო სასურველი იქნებოდა მეორადი ტენდენციის ანალიზი. კიდევ ერთი ნაკლია ის, რომ მოცემული ტენდენცია გამოყენებადია მხოლოდ მთელი ბაზრისათვის — მისი დახმარებით არ შეიძლება მიღებული იქნას რეკომენდაციები რომელიმე კონკრეტული აქციისათვის.

21.2. ბაზრის ანალიზის ინსტრუმენტები

იმისათვის, რომ მოკლედ განვიხილოთ სხვადასხვა ინდიკატორები, რეკომენდებულია მათი კლასიფიკაცია ბაზარზე განსაზღვრული სიტუაციის მიღებისა და გამოყენებადობის მეთოდების შესაბამისად. ჩვენ შეგვიძლია ერთმეორისაგან განვასხვავოთ **ტრენდული მაჩვენებლები, მძიმე რყევის ინდიკატორები და ტენდენციის ინტენსივობის ინდიკატორები.** ინსტრუმენტების კლასიფიკაცია იმ სახით, რა სახითაც ჩვენ მათ განვიხილავთ, არც ისე მარტივია, ოღონდ სასარგებლოა მასზე დამყარებული კონცეფციების აღსაქმელად.

ტრენდული ინდიკატორები

ტრენდული ინდიკატორები (Trend Followers) წარმოადგენენ სისტემებს მიმდინარე საბაზრო ტენდენციების ახსნის გამოკვლევის, დადასტურებისა და თვალყურის მიდევნებისათვის. თავის ტრენდული ინდიკატორები მიჰყვებიან ტენდენციას გარკვეული დროითი შეფერხებით მანამ, სანამ ტენდენცია არ შეიცვლის თავის მიმართულებას საპირისპიროზე. ასე რომ, სიგნალი: „იყიდეთ“ ბაზრის დაცემის ბოლოს და „გაყიდეთ“ მისი აღმავლობის ბოლოს გენერირდება მხოლოდ მაშინ, როცა ახალი ტენდენცია უკვე დამკვიდრდა. დროითი შეფერხებების გამო ეს სიგნალები მოიცემა ძალზე დაგვიანებით.

ოღონდაც ისინი ანალიტიკოსს საშუალებას აძლევენ მოახდინონ საერთო ტენდენციების იდენტიფიცირება. ტრენდული ინდიკატორები წარმატებით გამოიყენებიან სანგრძლივი და მყარი ტენდენციების მქონე ბაზრებზე. და პირიქით, ისინი ხშირად იძლევიან არასწორ, მცდარ სიგნალებს არასტაბილურ ბაზრებზე, განსაკუთრებით ისეთებზე, რომლებიც შეიძლება წარმოდგენილნი იქნან როგორც „კბილანა მოღელები“. მცდარი სიგნალი იქნება მაშინ, როცა ტენდენციის მომდევნო

ინდიკატორი გვიჩვენებს იმ მდგომარეობას, რომელშიც ბაზარი ეს ესაა იყო, მაშინ როცა ტრენდმა უკვე შეიცვალა თავისი მიმართულება.

ტრენდული ინდიკატორები გვიჩვენებენ მხოლოდ ტენდენციების მიმართულებას და სხვა არაფერს.

რყევის ინდიკატორები

რყევის გაზომვის ტექნოლოგიები გადმოღებულია ფიზიკიდან და ელექტრონიკიდან და მდგომარეობს მაჩვენებლის პერიოდული რყევის შესწავლაში ზედა და ქვედა ზღვარს შორის. გათვლების შედეგად მიღებული ინტერპრეტირებული მოულენის სახე და სტრუქტურა თითქმის ყოველთვის ერთნაირია. ყველა რყევა განიხილება საშუალო სტრიქონთან მიმართებაში, რომელიც ყოფს რყევის დიაპაზონს ორ ტოლ ნაწილად. ზედა ნახევარი შემოსაზღვრულია უშუალოდ ზედა საზღვრით, ხოლო ქვედა ნახევარი – ქვედა საზღვრით. ზოგჯერ ცენტრალური ხაზი განისაზღვრება პროცენტული გამოხატულებით და მიიღება 50%-ად, როცა ზედა ზღვარი 100% და ქვედა ზღვარი 0%. სხვა შემთხვევებში ცენტრალური ხაზი შეესაბამება მაჩვენებელს რომელიც 0-ის ტოლია. ზედა ზღვარი 1-ის ტოლია, ხოლო ქვედა ზღვარი – 1-ის. მთლიანად ეს კონსტრუქცია ნახაზზე გამოიყურება როგორც ზოლი, რომელიც წარმოადგენს რყევის ნორმალურ, შესაძლო დიაპაზონს.

ექსტრემალური მნიშვნელობები მიიღება იმ შემთხვევაში, როცა მაჩვენებელი აღწევს ზედა ან ქვედა ზღვარს. საფონდო ბაზრის ტექნიკურ ანალიზში ეს გამუდმებით ხდება, მაგრამ ინტერეს მოკლებული არაა მაჩვენებლის მნიშვნელობა ზოლის ფარგლებში. თითქმის რყევად სისტემებში ზედა ნახევარი წარმოადგენს ბაზარს ჭარბი შესყიდვებით, მის გადაფასებას (ან ზემესყიდვები, ფასიანი ქაღალდების გადაფასება), მაშინ როცა ქვედა ნახევარი გვიჩვენებს ჭარბი გაყიდვების მდგომარეობას, ბაზრის შეუფასებლობას.

ინდიკატორის მნიშვნელობა რაც უფრო მეტად უახლოვდება რომელიმე მის ექსტრემუმებს, მით უფრო მეტად სავარაუდოა, რომ იგი შეიცვლის თავის მიმართულებას და დაიწყებს გადახრას საპირისპირო მიმართულებით. ამ რყევადი მოძრაობის პროცესში იგი გადაკვეთს ცენტრალურ ხაზს. ამ ხაზის გადაკვეთა სავარაუდოდ, წარიმართება თანმხლები მოძრაობით ექსტრემუმის მნიშვნელობის მიმდინარე მიმართულებით. ტექნიკურ ანალიზში სცენარის განხორციელების გაგრძელება შეიძლება აღქმული იქნას როგორც ვაჭრობის სიგნალი მიმდინარე ტენდენციის პირობებში. შესაბამისად ინტერპრეტაციისათვის კრიტიკული მომენტებია ის პერიოდები, როცა მაჩვენებლები ახლოს არიან ექსტრემალურ მნიშვნელობებთან, ასევე მაშინ, როცა ისინი კვეთენ ცენტრალურ ხაზს.

ასეთი ინდიკატორი საინტერესოა არა მხოლოდ როგორც დამოუკიდებელი ინსტრუმენტი: შეიძლება რყევის ინდიკატორების ინტერპრეტაცია ფასების საფუძვლად არსებულ რყევასთან ურთიერთკავშირში. თუ კი ინდიკატორი და ფასი ირყევა არასინქრონულად ანდა უფრო ზუსტი ინდიკატორი გვიჩვენებს სხვა განვითარებას, ვიდრე მისი შესაბამისი ფასი, ჩვენ ვსაუბრობთ შეუთანხმებლობაზე, დაცილებაზე. დაცილება, რომელიც არსებობს ექსტრემუმების ზონაში, მიგვანიშნებს ტენდენციის მოსალოდნელ ცვლილებაზე და პირიქით, დაცილების არარსებობა შეიძლება განხილული იქნას როგორც მიმდინარე ტენდენციის გაგრძელების რეალური დადასტურება.

შესაბამისად, ტექნიკური ანალიტიკოსები იკვლევენ ტენდენციებს უპირველეს ყოვლისა მათი დამთხვევის ანდა დაცილების მიხედვით. როცა ზუსტად დადასტურებული სიტუაცია გარდაიქმნება გაურკვეველობად და როცა განუსაზღვრელი სცენარები გარდაიქმნებიან დაცილების სიტუაციად, — ეს მოძრაობა არ ახასიათებს. შეფასება დამოკიდებულია კონკრეტულ ანალიტიკოსზე და მის რყევის ინდიკატორის ინტერპრეტაციის უნარზე.

რყევის ინდიკატორები ძალზე სასარგებლონი არიან არასტაბილური ბაზრების შესწავლისათვის შედარებით მოკლე საბაზრო ტენდენციების პირობებში. ძლიერი ტენდენციების მქონე ბაზრებში, რომლებიც მიმართულია როგორც ზევით, ასევე ქვევით, ისინი არცთუ ისე წარმატებლები არიან. შესაძლოა ეს ხდება იმიტომ რომ მზარდი ბაზრის პირობებში ფასებს აქვს ტენდენცია იყონ უფრო

მაღლა წინა პერიოდთან მიმართებაში. მუდმივად მზარდი ფასები უნდა აისახოს რყევის ინდიკატორში, როგორც ზედმეტი შესყიდვები სცენარულ დიაგრამაზე. ჭარბი შესყიდვების სცენარები შეცდომით განაგრძნობენ სიგნალების „გაყიდეთ" გენერირებას, თუმცა ბაზარი განაგრძობს მოძრაობს აღმავალი მიმართულებით. ამიტომ რყევის ინდიკატორებს გამოიყენება მხოლოდ როგორც ტენდენციის ინდიკატორების დამატებას, რაზედაც ზემოთ იყო საუბარი. მათი გამოყენება დამატებითი მაჩვენებლების სახით, რომელიც დამოკიდებულია მიმდინარე მთავარ ტენდენციაზე, განაპირობებს უკეთეს შედეგებს.

ტენდენციის ინტენსივობის ინდიკატორები

როგორც უკვე აღინიშნა, ტენდენციების გამოყენება არის მთავარი წინაპირობა ანალიზის ინსტრუმენტების შესაბამისი სიტუაციის შერჩევისათვის. ისმის კითხვა, როდის გადაიქცეა მაჩვენებლის ცვლილება ტენდენციად. პასუხისათვის გამოიყენება ტენდენციის ინტენსივობის ინდიკატორები. ისინი განსაზღვრავენ ტენდენციის მხოლოდ არსებობას ანდა არარსებობას და მის ძალას, მაგრამ არ ახდენს სავაჭრო სიგნალების გენერირებას.

ყველაზე მთავარ და შედარებით ხშირად გამოყენებულ ტენდენციის ინტენსივობის ინდიკატორად გვევლინება ვაჭრობის მოცულობა. საერთო მდგომარეობად ითვლება ის, რომ ვაჭრობის უფრო მაღალი მოცულობა აყალიბებს ფასების ცვლილების მყარი დინამიკის წინაპირობას, მაშინ როცა ფასების ცვლილება, რომელიც ემყარება უფრო დაბალ სიდიდეს, ატარებს უფრო შემთხვევით ხასიათს. თუ კი აქციონერების უმეტესობა მიდის დასკვნამდე, რომ მიმდინარე ფასი არის ძალზე მაღალი განსაზღვრული კომპანიისათვის, მაშინ ისინი იწყებენ თავიანთი აქციების გაყიდვას მსხვილ პაკეტებად. გაყიდვების ეს ოპერაციები აისახება ვაჭრობის მოცულობის ზრდაში და განხორციელდება მანამ, სანამ შესყიდული და გაყიდული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა არ მიაღწევს ახალ წონასწორობას.

ვაჭრობის მოცულობას ხშირად აჩვენებენ აბსოლუტურ სიდიდეებში, რომელსაც როლში გამოდიან აქციების რაოდენობა ან ერეობებში, ან დოლარებში, ოღონდ ვაჭრობის მოცულობა ბაზარზე შეიძლება იყოს რეპრეზენტატიული და სხვა ბაზრებთან შესადარისი, თუ იგი განიხილება როგორც პროცენტი ვაჭრობის „სორმალური" მოცულობიდან ბოლო უკანასკნელი პერიოდის განმავლობაში. ასეთ შემთხვევაში ვაჭრობის მოცულობა 200%-ის დონეზე ნიშნავს ვაჭრობის გაორმაგებულ მოცულობას წინა პერიოდთან შედარებით. ადამიანთა რაც უფრო მეტი რიცხვი მონაწილეობს თავიანთი შეკვეთებით ფასიანი ქაღალდებით შესყიდვაში, ახალი ფასების ძიების პროცესში, მით უფრო მყარი იქნება შედეგად მიღებული ფასი. (ნახ. 21.2) დიაგრამაზე მოცემული სვეტები გვიჩვენებენ დამოკიდებულებას ფასების ცვლილებაზე.



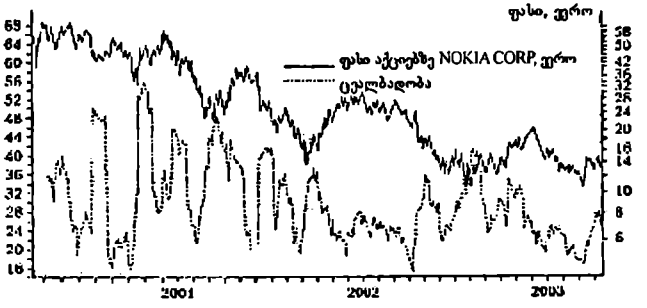
ნახ. 21.2. ფასები კომპანიის — BAYER AG-BAYGDE tageschart აქციებზე (ვაჭრობის დახურვის მომენტში) 23.12.2002-დან 21.03.2003 პერიოდში (დახურვის ბოლო ფასი 14.03).

ვაჭრობის მოცულობის ცვლილების დინამიკა შეიძლება განხილული იქნას დამოუკიდებელი დიაგრამის ანალოგიურად. ასე რომ ინდიკატორები, რომლებიც თავდაპირველად გამიზნული ან განკუთვნილი იყო

აქციებისათვის, შეიძლება გამოყენებული იქნას ვაჭრობის მოცულობის მაჩვენებლად.

საინვესტიციო ტენდენციის სხვა ინდიკატორი ეს არის მისი ცვალებადობა (ვოლატილურობა). რაც უფრო დაბალია ცვალებადობა კონკრეტული აქციისათვის წარსულში საშუალო ცვალებადობასთან შედარებით, მით უფრო მყარი და ნათელი იქნება მიმდინარე ტენდენცია. რაც უფრო მაღალია ცვალებადობა, მით უფრო მაღალია განუსაზღვრელობა მოცემული აქციების მიხედვით ვაჭრობის მოცულობის სამომავლო ცვლილებებთან მიმართებაში. ცხადია, რომ ცვალებადობა უნდა შეუდარდეს ტენდენციის წინა განვითარების მონაცემებს, ამასთან ერთად სხვა აქციების ცვლილებებთან შედარებას აზრი არა აქვს.

ქვემოთ მოტანილი დიაგრამა კომპანია Nokia–ს აქციებისათვის გვიჩვენებს მათი ფასების ცვლილების ტენდენციას (შავი ხაზი) ასევე ამ ფასების ცვალებადობას წარსულის ზოგიერთ პერიოდში (წითელი ხაზი). ყურადღების, როცა ადგილი აქვს ფასების მნიშვნელოვან ცვლილებას. ისინი აღინიშნებიან ცვალებადობის მაჩვენებლის პიკით მანამ, სანამ ბაზრის მონაწილენი არ აღმოჩნდებიან. ფასების ახალ დონეზე.



ნახ. 21.3. გვ. 178 ფასები Nokia corp კომპანიის Noks de Tageschart — აქციებზე (ვაჭრობის დახურვისას) 10.04.2000 11.04.2003 პერიოდში (დახურვის ბოლო ფასი 1.3.54) და მათი ცვალებადობა.

მოვაჭრეები საფონდო ბაზრებზე სწინიან პოზიციებს ფიუჩერსებზე და ოფციონებზე საოპერაციო დღის განმავლობაში. ისინი ცდილობენ რისკის მინიმიზირებას, რომელიც შეიძლება დაფიქსირდეს ღამით ან გამოსასვლელ დღეებში, პოზიციების დახურვისას საოპერაციო დღის ბოლომდე, რომელიც რეგისტრირდება ბირჟის მიერ და ქვეყნდება როგორც მონაცემები „ღია პოზიციების" შესახებ. (Open Interests) რაც უფრო მეტია ნაჩვენები ღია პოზიციებში, მით მეტია მოვაჭრეთა რწმენა იმისა, რომ მიმდინარე ტენდენციები შენარჩუნდება მომდევნო საოპერაციო დღეს. ასე რომ, ღია პოზიციების სიდიდე არის ტენდენციების ინტენსიობის თავისებური ინდიკატორი.

21.3. ინდიკატორების კლასიფიკაცია პროგრამული უზრუნველყოფის მიხედვით

პროგრამული უზრუნველყოფის მიხედვით ინდიკატორების კლასიფიკაცია ასეთია:

- მარტივი მცოცავი საშუალო (Simple Moving average - SMA);
- შეწონილი მცოცავი საშუალო (Wieghted Moving Average - WMA);
- ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო (Exponential Moving Average - EMA);
- გადაკვეთის მეთოდი (Crossover method);
- მცოცავი საშუალოების ხელმისაწვდომობის / ხელმიუწვდომლობის ინდიკატორი (Moving Average Convergance/divergance Oscillator - MACD);
  სტოხასტიკური ინდიკატორი (Stochastic Oscillator-FSTOC+SSTOC);

- შეფარდებითი ძალის ინდექსი (Relative Strength-RSI);
- შეფარდებითი ძალა (Relative Strength-RS);
- იმპულსი (Momentum);
- ბოლინგერის ზოლები (Bollingeer Bands-BBD);
- ცვლილების ტემპი (Rate-of-Change-ROC);
- ინდიკატორი Coppock (Coppock indicator-CPI);
- პარაბოლისებური ინდიკატორი SAR (Parabolic SAD-PTP);
- ზრდის /დაცემის კოეფიციენტი (Advence/Decline Ratio).

მარტივი მცოცავი საშუალო (SMA) **შეწონილი მცოცავი საშუალო** (WMA). **ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო** (EMA).

ტექნიკურ ანალიზში უმარტივესი ინდიკატორი არის განსაზღვრული აქციების მცოცავი ფასების მცოცავი საშუალო მნიშვნელობა. მცოცავი საშუალოს გამოყენება ეხმარება ანალიტიკოსს თავისუფალი რყევების მინიმიზაციაში და მიმდინარე ტენდენციის განსაზღვრაში. მცოცავი საშუალო საერთო სახით განისაზღვრება როგორც საშუალო არითმეტიკული საშუალო, ე.ი. ფასების სიდიდე შესაბამის ფასიან ქაღალდებზე გასული პერიოდების განმავლობაში, გაყოფილი გათვლაში მონაწილე მნიშვნელობათა რიცხვზე.

$$SMA_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=0}^{n-1} C_{t-i} \qquad (21.1)$$

თუმცა თეორიულად ამ სიდიდის გათვლისას შეიძლება განვიხილოთ ნებისმიერი შესაძლო პერიოდი, პრაქტიკაში ფარგლად გაურკვეველ ინტერვალებად ითვლება 200 და 38 დღე. რაც უფრო დიდია დროის პერიოდი, მით უფრო სწორად ასახავს ინდიკატორი არსებულ ტენდენციას საანალიზო პერიოდის არჩევა დამოკიდებულია საპროგნოზო პერიოდზე. იმ ვადაზე მომავალში, რომელიც მოითხოვება მოცული იქნას. რაც უფრო მეტი იქნება საპროგნოზო პერიოდი, მით მეტი უნდა იყოს პერიოდი, რაც გათვალისწინებულია მცოცავი საშულაო მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის.

შედარებით გაურკვეველ მიდგომად აღიარებულია წრფივი ანდა ექსპონენციალური საშუალო შეწონილი სიდიდეების გამოყენება (ძირითადად შიდა საჭრო სისტემებში გათვლებისას). სიდიდეთა შეწონვა ნიშნავს, რომ ყველა მის სისტემაში ჩართული ფასი მრავალდება განსაზღვრულ ფაქტორზე. ყველაზე ბოლო ფასს დროის მიხედვით მიენიჭება უფრო მაღალი წონა, ვიდრე უფრო ადრეულებს. ეს იმით აიხსნება, რომ კომპიუტერული მოდელები აფასებენ ყველაზე ბოლო ფასის მიერ ცვლილებას უფრო მაღლა, ვიდრე უფრო ძველები და ამით შეუძლიათ რეაგირება მოახდინონ სწრაფად ტენდენციის ცვლილებაზე. მეორეს მხრივ, უბრალო მცოცავ საშუალო არითმეტიკულთან შედარებით იზრდება მცდარი სიგნალების გენერირების ალბათობა.

ატრიბუტები „წრფივი" ანდა „ექსპონენციალური" მიუთითებს მეთოდზე, რომლის შეშვეობით გაიზრდება წონა. წრფივი წონა ჩვეულებრივ გაითვლება დაწყებული წონით, რომელიც l-ის ტოლია, რომელიც მიეკუთვნება ყველაზე ძველ ფასს და იზრდება ყოველი ცალკეული მომდევნო წონისათვის l-ით. ტრადიციულ წონათა ეს ნაკრები შეიძლება შეიცვალოს მნიშვნელობათა ნებისმიერი ინდივიდუალური ნაკრებით:

$$WMA_t^{lin} = \frac{1 \times C_{t-n+1} + 2 \times C_{t-n+2} \ldots + (n-1) \times C_{t-1} + n \times C_t}{n} \qquad (21.2)$$

სადაც n— გათვლებში მონაწილე პერიოდების რაოდენობა.

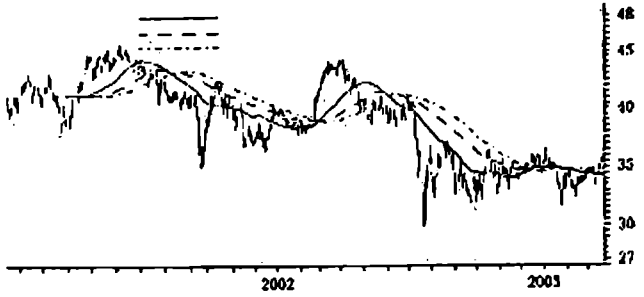
WMAlint — წრფივი შეწონილი მცოცავი საშუალო t პერიოდში. Ct— დროის მიხედვით უკანასკნელი ფასი t პერიოდში.

ექსპონენციალური შეწონილის ვარიანტში უკანასკნელი ფასები ღებულობენ უფრო მაღალ წონას, ვიდრე ძველები. ერთ-ერთი შესაძლო ფორმულა ექსპონენციალური მცოცავი საშუალოს გასათვლელად ასეთი სახისაა:

$$WMA_t^{exp} = WMA_{t-1}^{exp} + \frac{2}{n+1}\left(Ct - WMA_{t-1}^{exp}\right) \qquad (21.3)$$

n — გაითვლებში მონაწილე დროითი პერიოდების რიცხვითობა: WMAexpt — ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო t დროის პერიოდში Ct — დროის მიხედვით ბოლო ფასი t დროის პერიოდში.

ნახ. 21.4. წარმოდგენილი დიაგრამა გვიჩვენებს აქციების ფასს კომპანია, Exxon-სათვის და ამ ფასების 50-დღიან მარტივ მცოცავ საშუალოს (WMA) 50-დღიან შეწონილ მცოცავ საშუალოს (SMA)-ს და 50-დღიან ექსპონენციალურ მცოცავ საშუალოს (EMA).



ნახ.21.4. კომპანია EXXON MOBIL აქციებზე ფასები BAYG DE Tageschart 16.0172001 - 21.03.2003 პერიოდში (დახურვის ბოლო ფასი 36,01).

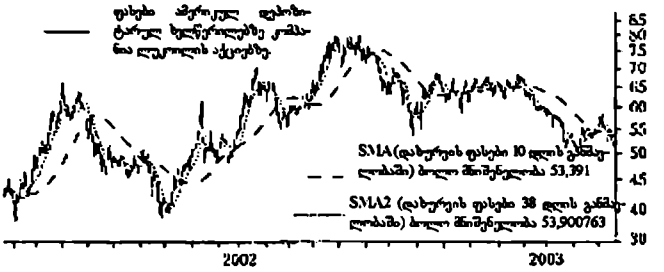
როგორი სარგებელი შეიძლება იქნას მიღებული მცოცავი საშუალოს გამოყენებით? მცოცავი საშუალოს ხაზი შეიძლება განხილული იქნას როგორც სასიგნალო სიდიდე. წარმოვიდგინოთ სიტუაცია, რომელშიც ფასიანი ქაღალდების მიმდინარე კურსები, რომლებიც აღემატებიან ახლანდელ პერიოდში ფასების საშუალოშეწონილ მცოცავი საშუალო მნიშვნელობის ხაზს, კვეთს სასიგნალო ხაზს და აგრძელებენ მყარ დაცემას ამ ხაზთან მიმართებაში. სიმყარე ნიშნავს, რომ ფასი არა მარტო ადვილად მცირდება საშუალო დონესთან შედარებით, არამედ შესამჩნევად ეცემა, თუ კი ფასი ეცემა მკვლევარების მიერ დასაშვები განსაზღვრულ საზღვრებში რაღაც პერიოდის განმავლობაში (მაგ. 3%-ის გადახრა მცოცავი საშუალო მნიშვნელობიდან საბაზისო პერიოდში) და უბრუნდება წინა მნიშვნელობას, მაშინ სიგნალის ეს ნაწილი შეიძლება იგნორირებული იქნას. სხვა შემთხვევაში ეს ცვლილება გვიჩვენებდა ფასიანი ქაღალდების სისუსტეზე პერიოდში, და ამით, გენერირებას გაუკეთებდა სიგნალს „გაყიდეთ".

მეორეს მხრივ, ფასი, რომელიც მაღლდება საშუალო ხაზის ქვემო მდგომარეობიდან, კვეთს მას და აგრძელებს ზრდას ზევით, შეიძლება მოვიღოთ როგორც სიგნალი: „იყიდეთ".

გადაკვეთის მეთოდი

მცოცავი საშუალოს ხაზის გამოყენებაზეა დაფუძნებული პროგნოზირების სტრატეგია, რომელიც ცნობილია გადაკვეთის მეთოდის (Crossover Metod)-ის სახელწოდებით. ამ მეთოდით ერთმანეთს უდარდება არა მიმდინარე ფასი და მცოცავი საშუალო ხაზი, არამედ მცოცავი საშუალოს ორი ან მეტი სხვადასხვა ხაზი. ამ მეთოდის უპირატესობაა ის, რომ მცდარი სიგნალების წარმოშობის შესაძლებლობა მინიმიზირებულია ქვემოთ ფასების რყევის გამოთანაბრების შედეგად, ხშირად გამოყენებულ კომბინაციებად ითვლება მცოცავი საშუალების 38 და 200 დღიანი ხაზების შედარება. მაგალითის სახით მოგვყავს შემდეგი დიაგრამა (ნახ. 21.5.).

თუ კი მოკლევადიან პერიოდში მცოცავი საშუალო ზემოდან გადაკეთეს მცოცავი საშუალოს მნიშვნელობას გრძელვადიან პერიოდში, მაშინ გენერირდება სიგნალი „გაყიდეთ“ და პირიქით.



ნახ. 215. ფასები ამერიკულ დეპოზიტარულ ხელწერილებზე კომპანია ლუკოილის აქციებზე LKOHe, Tageschart 21.03.2001 - 21.03.2003 პერიოდში. (დახურვის ბოლო ფასი 53,5).

ინდიკატორი MACD

სხვა ინდიკატორი, რომელიც იყენებს მცოცავ საშუალოს არას მცოცავი საშუალოს დაახლოება/დაშორების ინდიკატორი. (Moving Average Convergence/Divergence MACD) იგი განიხილება და გაითვლება როგორც სხვაობა სამ ექსპონენციალურ მცოცავ საშუალოს შორის. ვინაიდან ამ ინდიკატორს აქვს ტენდენცია უფრო დუნედ რეაგირებდეს ფასების ცვლილებაზე, იგი მიეკუთვნება ტენდენციის თანმიმდევარ ინდიკატორს.

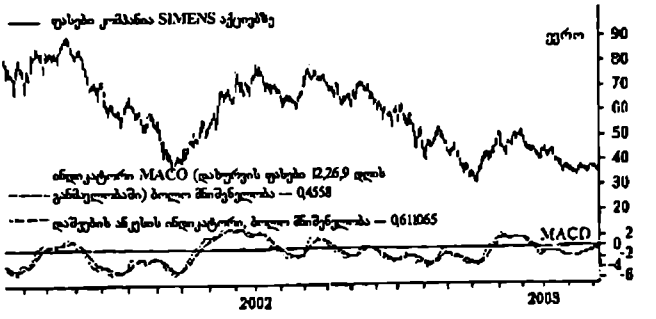
ინდიკატორი MACD განიხილავს ორი მცოცავი საშუალოს ცვლილებას და მათ ქცევას ერთმანეთის მიმართ. თუ კი გარღვევა მათ შორის უფრო დიდი გახდება, ეს იმას ნიშნავს, რომ ისინი ერთი მეორეს სცილდება და პირიქით. თუ კი გარღვევა მცირეა, მაშინ მცოცავი საშუალო ერთიმეორეს მსგავსია. მსგავსების შემთხვევაში განვითარების არსებული ტენდენცია დადასტურდება. სხვა შემთხვევაში (როცა აღგილი აქვს დაშორებას), ეს ასუსტებს მიმდინარე ტენდენციას და ასევე მეტყველებს მისი ცვლილების მნიშვნელოვან ალბათობაზე.

თვითონ MACD ხაზი წარმოადგენს სხვაობის ორ ექსპონენციალურ მცოცავ საშუალოს შორის. იგი ირყევა ცენტრალური ხაზის გარშემო. დადებითი მნიშვნელობა იმაზე მიუთითებს, რომ მცოცავი საშუალოს მნიშვნელობა მოკლევადიან პერიოდში არის (ან არ არის უარყოფითი მნიშვნელობის შემთხვევაში) უფრო დაბალი, ვიდრე მცოცავი საშუალოს მნიშვნელობა გრძელვადიან პერიოდში. ადრე განხილული გადაკვეთის მეთოდისაგან განსხვავებით მნიშვნელოვანი არაა, თუ ორი მცოცავი საშუალოს ხაზები გადაიკვეთება. სამაგიეროდ ანალიზდება სიტუაცია. როცა ისინი მსგავსია და სცილდება ერთიმეორეს. საინტერესო საკითხები წარმოიშობა მაშინ, როცა მსგავსება იცვლება არამსგავსებით. იმისათვის რომ პასუხი გაეცეს, გამოყენებული უნდა იქნას მესამე ხაზი, რომელსაც ეწოდება „დაშვების ანკესი“. დაშვების ანკესის ეს ხაზი მსგავსია ექსპონენციალური მცურავი საშუალოსი, მაგრამ მიღებულია არა აქციის ფასის საფუძველზე, არამედ MACD–ის მომდევნო ხაზის საფუძველზე. მათემატიკურად MACD–ის ხაზი შეიძლება გაითვალოს ასე: MACD=ექსპონენციალური მცურავი საშუალო ფასები აქციებზე უკანასკნელ 12 დღეში — ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო ფასები აქციებზე უკანასკნელი 26 დღის განმავლობაში.

დაშვების ანკესი-ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო უკანასკნელი 9 დღის განმავლობაში.

დროის მითითებული პერიოდები 9, 12 და 26 დღე არ არის მკაცრად ფიქსირებული მნიშვნელობები, თუმცა ანალიზის პრაქტიკაში ძალზე ხშირად გამოიყენება. ამ მეთოდის ავტორმა გ. აბელმა თავის კვლევებში დაადგინა, რომ ეს მნიშვნელობები აღმოჩნდა საუკეთესო. თუ რომელი პერიოდი შეირჩევა კონკრეტულ

შემთხვევაში, ეს დამოკიდებულია ბაზარზე მიმდინარე სიტუაციაზე. (ნახ. 21.6) ორმხრივი ბაზრებისათვის მნიშვნელობა 12 და 36 დღე ძალზე დიდია და უნდა შეიცვალოს უფრო მცირე მნიშვნელობებით.



ნახ. 21.6 ფასები კომპანია SIMENS აქციებზე SIEGn DE Tageschart 12.03.2001 - 10.03.2003 პერიოდში (დახურვის ბოლო ფასი 35,93)

მაინც როგორ ეხმარება ანალიტიკოსს MACD ინდიკატორი მოახდინოს სიგნალების იდენტიფიცირება ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და გაყიდვის შესახებ? თუ კი MACD–ს ხაზი გადაკვეთს დაშვების ანკესის ხაზს ქვევიდან ზემოთ, მაშინ გაიცემა სიგნალი ყიდვის შესახებ, და პირიქით, თუ კი MACD–ის ხაზი კვეთავს დაშვების ანკესის ხაზს ზევიდან ქვევით, ეს არის სიგნალი გაყიდვის შესახებ. სხვა სიტყვებით, თუ კი საფონდო აქტივის ფასი აღწევს დაცემის ახალ ღირმეს, განსახილველ პერიოდში, მაშინ როცა ინდიკატორი MACD უკვე წარიმართა ზევით, მაშინ საჭარაუდოა, რომ აქტივის ფასების შემცირების ტენდენცია მალე შეჩერდება. ამის მსგავსად აქტივის ფასების ახალი სიმაღლეები MACD დაცემის ფონზე ფასების გარდაუვალი დაცემის მიმანიშნებელია.

ასე რომ, საკმაო სიგნალები გენერირებული უნდა იყოს მაშინ, როცა დაშორება იცვლება დაახლოებით. ეს სიგნალები მით უფრო წარმატებულია, რაც უფრო მაღალია ტენდენციის ინტენსივობა. ეს ხდება მაშინ, როცა დაცილება MACD ხაზებს შორის და შესაბამისად დასაშვები ანკესს და ასევე ცენტრალურ ხაზს შორის დიდია. და პირიქით, არასწორი სიგნალების შემოსვლის შესაძლებლობა უფრო საკარაუდოა, როცა MACD–ს ხაზები და დასაშვები ანკესი განთავსებულნი არიან ცენტრალურ ხაზთან ახლოს.

ვაჯამებთ რა ყველა ზემოთთქმულს MACD ინდიკატორზე, შეიძლება მოვიდეთ შემდეგ დასკვნამდე: MACD გამოიყენება ძირითადად როგორც ტენდენციის ინდიკატორი, ამიტომ ინვესტორი ეჭრობის პროცესში მიდის MACD ინდიკატორთან მიმართებაში პარალელური კურსით. თუ კი MACD გადაადგილდება ზევით, ინვესტორი ხსნის მხოლოდ „ხარების" პოზიციას, ხოლო MACD–ის დაცემისას – მხოლოდ „დათვების" პოზიციას. ღონდ ყიდვას და გაყიდვის ოპერაციის განხორციელების დროს უფრო ზუსტად შერჩევისათვის გამოიყენება სხვა ინდიკატორები, რომლებიც ცვლილებებზე უფრო სწრაფად რეაგირებენ.

სტოხასტიკური ინდიკატორი (FSTOC+SSTOC)

სტოხასტიკური ინდიკატორი (stochastic oscillator - STOC) – ეს არის ერთ-ერთი და პოპულარული მაჩვენებელი, რომელიც გვიჩვენებს განსახილველი აქციების შედარებით მდგომარეობას გასულ პერიოდთან შედარებით. შესაბამისად, იგი, როგორც რყევის ნებისმიერი სხვა ინდიკატორი, იცვლება მნიშვნელობის რამდენიმე ზოლის ფარგლებში, ფიქსირებულ ზედა და ქვედა ზღვარს შორის. საერთო სახით იგი შეიძლება გამოისახოს შემდეგი ტოლობით:

$$\text{სტოხასტიკური ინდიკატორი} = \frac{(\text{მიმდინარე ფასი}) - (\text{ყველაზე დაბალი ფასი ბოლო პერიოდებს შორის})}{(\text{ყველაზე მაღალი ფასი ბოლო } n \text{ პერიოდებს შორის}) - (\text{ყველაზე დაბალი ფასი ბოლო } n \text{ პერიოდებს შორის})} \times 100$$

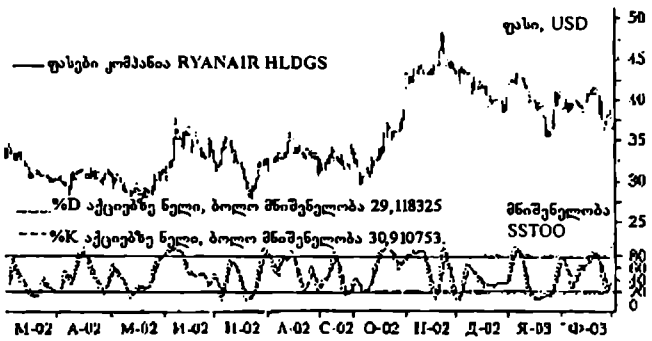
მოცემულ განტოლებაში სიდიდე n შეიძლება დადგინდეს 5,10 ან დღეების ნებისმიერი ოდენობის სახით, ინდიკატორის მნიშვნელობა 50% აღნიშნავს, რომ აქციების ფასი არის ფასების შუალედში ბოლო n დღის განმავლობაში. მნიშვნელობა 80% მიუთითებს იმაზე, რომ მიმდინარე ფასი აქციებზე ბირჟის დახურვისას თავისი დონით ახლოსაა ფასებას ზედა ზღვართან, მაშინ როცა 0%-ის ტოლი მნიშვნელობა წარმოადგენს სიტუაციას, როცა მიმდინარე ფასი არის ყველაზე დაბალი ბოლო n დღის განმავლობაში.

იდეა, რომელიც ამ ინდიკატორს საფუძვლად უდევს, იმაში მდგომარეობს, რომ დახურვის ყოველდღიური ფასები ამაღლების ტენდენციის პირობებში თავისი მნიშვნელობით ახლოსაა დღის მაქსიმუმთან (ანდა პირიქით, დაცემის ტენდენციის პირობებში დღის მინიმუმთან). თუ კი განსხვავება დახურვის ფასსა და დღის მაქსიმუმებს შორის იზრდება ანდა ისინი უახლოვდებიან დღის მინიმუმს, მაშინ შეიძლება ტენდენციის ცვლილების პროგნოზირება.

იმის გამო, რომ სტოხასტიკური ინდიკატორი ძალზე მგრძნობიარეა ფასების რყევის მიმართ, გაანაგრიშება შეიძლება მოდიფიცირებულ იქნას, ე.ი. განხილული იქნას არა თვით ფასის ობიექტად, არამედ ექსპონენციალური მცოცავი საშუალოს სახით, როგორც ეს ნაჩვენებია წინა პარაგრაფებში, ასეთ შემთხვევაში სტოხასტიკური ინდიკატორი შედგება ორი ხაზისაგან, ე.წ. ხაზი %K და ხაზი %D

ხაზი %K გაითვლება ზემოთ წარმოდგენილი ფორმულის მიხედვით. ხაზი %D — ეს არის უბრალოდ %K -ს — მცოცავი საშუალო და შესაბამისად, წარმოადგენს %K ხაზის მოგლუვებას. გაჩერების დადგენილი პერიოდი ტოლია 5 დღისა %K ხაზისათვის და 3 დღე %D ხაზისათვის.

მომდევნო გრაფიკზე (21.7. ნახ) შეიძლება ილუსტრირებული იქნას ასეთი ინდიკატორის გამოყენების მაგალითი. %D წარმოდგენილია წყვეტილი ხაზით, ხოლო %K — უწყვეტი ხაზით.



ნახ. 21.7. ფასები კომპანიის RYANAIR HLDGS აქციებზე 03.03. 2002-დან 04.03.2003 პერიოდში. (დახურვის ბოლო ფასი 36,48).

იმისათვის, რომ ერთიმეორისაგან განვასხვავოთ ე.წ. „სწრაფი" („fast"STOC-FSTOC) და „ნელი" („slow" STOC-SSTOC) სტოხასტიკური ინდიკატორები, განვიხილოთ მისი „ნელი" ვერსია. ნელი ვერსიის დროს ხაზი %K შეცვლილია ახალი ხაზით %K და ახალი სტრიქონი %D გაითვლება როგორც 3-დღიანი მცოცავი საშუალო %D ძველი ხაზის მიხედვით. ნელი და ჩქარი სტოხასტიკური ინდიკატორები ხშირად ერთიმეორეში ერევათ, იმიტომ რომ მათ ორივეს იყენებენ ერთი და იგივე დასახელებით, თუ კი მკვლევარები საუბრობენ უბრალოდ სტოხასტიკურ ინდიკატორებზე მაშინ, როგორც წესი, იგულისხმება, რომ განიხილება მისი „ნელი" ვერსია.

როგორც უკვე აღინიშნა, სტოხასტიკური ინდიკატორი ირყევა ორ ექსპერიმენტალურ მნიშვნელობას შორის: 0 და 100.; განსაკუთრებულ ინტერესს იწვევს სფეროების განხილვა 0-სა და 20-ს ასევე 80-სა და 100-ს შორის სტოხასტიკური მნიშვნელობა 20 და 80-ს შორის იგნორირდება.

პრაქტიკაში, ჩვეულებრივ, არკვევენ აღემატებიან თუ არა სტოხასტიკური ინდიკატორები ე.წ. „მაგიურ" მიჯნას 80 და 20-ს. ზოგჯერ (70 და 30). თუ კი ხაზი %K ან %D გადაკვეთს 80-ის აღმავალ საზღვარს, მაშინ ბაზარი ითვლება გადახურებულად და მოსალოდნელია დაცემა. საპირისპირო ტენდენციაა, როცა ეს ხაზები იკვეთება დაღმავალ საზღვარზე 20. რაც მიუთითებს ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების შეუფასებლობაზე და უფრო საჭარბოდ იქნება აღმავლობის მოლოდინი.

შეიძლება ჩატარდეს უფრო რთული ანალიზი, თუ კი %D ხაზი (ანდა ორივე ხაზი) იმყოფება ბაზრის გადახურების 80 და 100 დიაპაზონში, მაგრამ უმნიშვნელოდ მცირდება, მაშინ რიცა ფასები საფონდო აქტივებზე ჯერ კიდევ იმატებს, საუბარია „დათვების" დაშორების არსებობაზე, რაც ბაზრის აღმავლობის დასრულებაზე მიგვანიშნებს. ზუსტად ასევე შეიძლება განხილული იქნას სიტუაცია დიაგრამის ქვედა ნაწილში: თუ კი %D ხაზი (ანდა ორივე ხაზი) ახლა მდებარეობს შეუფასებლობის სფეროში 0-სა და 20-ს შორის, მაგრამ შეინიშნება უმნიშვნელო აღმავლობის ტენდენცია, მაშინ როცა ფასები საფონდო აქტივებზე ისევ ისე ეცემა, ეს საშიშაოდ შემცირების ტენდენციის დასასრულის სიგნალია.

კიდევ ერთი სიგნალი გენერირდება იმ შემთხვევაში, როცა %K ხაზი კვეთს %D ხაზს ზევიდან ქვევით. ეს შეიძლება აღქმული იქნას როგორც სიგნალი: „გაყიდეთ", მაშინ როცა გადაკვეთა ქვევიდან ზევით ახდენს სიგნალის „იყიდეთ" გენერირებას. ამ შემთხვევაში ნელი ხაზი %D უფრო მნიშვნელოვანია. ვიდრე სწრაფი ხაზი %K . შესაბამისად, ანალიტიკოსი უნდა დარწმუნდეს, ხომ არ შეიცვალა ხაზმა %D თავისი მიმართულება ორივე ხაზის გადაკვეთამდე. თუ კი ეს ასეა, მაშინ გენერირებული სიგნალი ხდება უფრო ძლიერი, ვიდრე მაშინ, როცა გადაკვეთა ხდება ხაზი %D-ის ტენდენციის ცვლილების გარეშე.

ამის გარდა, განხილული სიგნალების დადასტურება იქნებოდა გადაკვეთა, თანმხლები მოკლე უკუ რეაქციით მეორე ხაზის გადაკვეთის გარეშე.

სტოხასტიკურ სიგნალებს აქვს უდიდესი მნიშვნელობა ორმხრივი ბაზრებისათვის. ბაზრებზე, რომელთათვისაც დამახასიათებელია შემცირების ანდა გადიდების ძლიერი ტენდენციები, სტოხასტიკური ინდიკატორები ხშირად იძლევიან მცდარ სიგნალებს.

შეფარდებითი ძალის ინდექსი (RSI)

შეფარდებითი ძალის ინდექსი (RSI) ერთ-ერთი ფართოდ გავრცელებული ინდიკატორია, რომელსაც იყენებენ ანალიტიკოსები, ის ძალზე მგრძნობიარეა და სწრაფად რეაგირებს ცვლილებებზე, მიუხედავად თავისი სახელწოდებისა, იგი ზომავს არა საგნის შეფარდებით ძალას სხვასთან შედარებით, არამედ მის შინაგან ძალას. შესაბამისად იგი არის საუკეთესო მიდგომა იმპულსის შეფასებისას. RSI–ის გამოყენების ძირითადი სფეროა ფასების მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ცვლილების აღმოჩენა.

RSI გაითვლება როგორც დამოკიდებულება ფასების შემცირების ან გადიდებას შორის რომელიმე განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში. ასე რომ მოთრგვალებული ხაზი დიაგრამაზე ირყევა 0 100 დიაპაზონში. ამის გარდა, რეგისტრირდება არა მარტო ფასების ცვლილების მიმართულება, ასევე დაცემები და აღმავლობების ძალა.

RSI-ის თანმიმდევრული გათვლა შეიძლება განხილული იყოს როგორც რამდენიმე ეტაპის ერთიანობა, პირველ რიგში, ჯამდება ფასების სხვაობა ყველა აქციისა და სხვა აქტივის მიხედვით, რომელთა დახურვის ფასები დღეს მაღალია, ვიდრე მათი დახურვის ფასები გუშინ გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. იგივე შეიძლება გაკეთდეს აქტივებისა და აქციების ფასების მიმართ დახურვის უფრო დაბალი ფასების პირობებში, ვიდრე ეს გუშინ იყო. შემდეგ ორივე ჯამი იყოფა ფასების ცვლილების მაქსიმალურად შესაძლო რიცხვზე (დღეებს – 1). შედეგი იქნება იმპულსის საშუალოდღიური მნიშვნელობა დაცემის ან ზრდის მიმართ, ე.ი. ძალები, რომლებიც საფუძვლად უდევთ აქციებს და ბოლოს განისაზღვრება შეფარდებითი ძალა. ფორმულების სახით RSI –ის გათვლა ასე შეიძლება წარმოვიდგინოთ:

$$U_t = \frac{(U_{t-1}) + u}{n-1}, \quad \text{სადაც, } d = Close_t, \text{ თუ } Close_t > Close_{t-1}, \text{ სხვა შემთხვევაში } u = 0 \qquad (21.4)$$

$$D_t = \frac{(D_{t-1}) + d}{n-1}, \quad \text{სადაც, } u = Close_t, \text{ თუ } Close_t < Close_{t-1}, \text{ სხვა შემთხვევაში } d = 0 \qquad (21.5)$$

$$RSI_t = \frac{100}{(1 - U_t / D_t)},$$

სადაც U_t დახურვის ფასების აწევის საშუალო მნიშვნელობა უკანასკნელი დღის მანძილზე. D_t — დახურვის ფასების დაცემის საშუალო მნიშვნელობა უკანასკნელი დღის მანძილზე. ზოგჯერ U_t და D_t განისაზღვრება შემდეგნაირად:

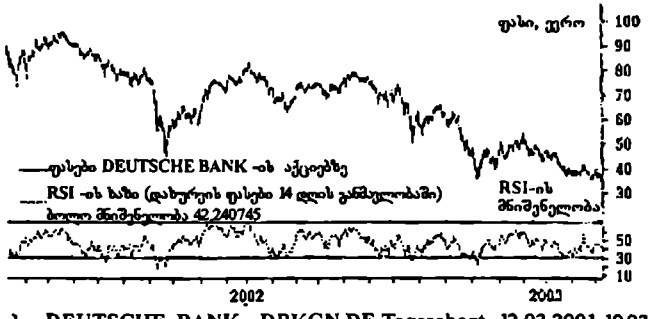
$$U_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^{n} \max(0, C_t - C_{t-1}), \qquad (21.6)$$

$$D_t = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^{n} \max(0, C_t - C_{t-1}). \qquad (21.7)$$

RSI–ს მნიშვნელობა რაც უფრო მეტად უახლოვდება 100-ს, მით უფრო გადაფასებულად ითვლება აქციები და პირიქით, რაც უფრო ახლოსაა RSI-ის მნიშვნელობა 0-თან, აქციები მით უფრო შეუფასებელია. RSI–ის ოპტიმალური მნიშვნელობა, რომელიც გვიჩვენებს ბაზრის შეცვლას აქციების გადაფასების ანდა შეუფასებლობის მდგომარეობაში, არ შეიძლება ზუსტად განისაზღვროს, ამ მეთოდის ავტორის რეკომენდაციით ასეთი ინდიკატორების მნიშვნელობა განისაზღვრება 70 და 30-ის მნიშვნელობით 14-დღიანი RSI–სათვის.

RSI-ს აქვს რიგი უპირატესობები, რაც განსაზღვრავს მის მნიშვნელობას და გამოყენების სიხშირეს. როგორც წინმსწრები ინდიკატორი, განსაზღვრავს და გაცილებით ადრე გვიჩვენებს აღმავლობასა და დაცემას, ვიდრე აქტივების ფასების დიაგრამები. RSI–ის მეშვეობით ხშირად ყალიბდება ტიპიური სქემები (მაგ. „თავი-მხრები"), რომელთა ჩვენება არ შეიძლება აქტივის ფასის მეშვეობით RSI ამის გარდა, გაცილებით ნათლად გვიჩვენებს მხარდაჭერისა და სიმყარის ხაზს.

თუ კი RSI–ის მნიშვნელობა ეხება განთავსებულია სასიგნალო ზონაში 70-ს ზევით და უმნიშვნელოდ ეცემა, მაშინ როცა საფონდო აქტივის ფასი სულ უფრო იზრდება, ეს ინტერპრეტირდება როგორც სიგნალი: „გაყიდეთ". ამის მსგავსად ყალიბდება სიტუაცია დიაგრამის ქვემო ნაწილში: RSI-ის მცირე ზრდა დაბალ სიგნალის ზონაში (30-ს ქვემოთ), აქტივებზე ფასების უწყვეტი დაცემის პირობებში განიხილება როგორც მომავალი აღმავლობის მაუწყებელი (ნახ. 21.8.).



ნახ. 21.8 ფასები DEUTSCHE BANK DBKGN.DE.Tageschart 12.03.2001-10.03.2003 პერიოდში. (დახურვის ბოლო ფასი 26,7)

შესაძლოა სხვა მიდგომებიც სასიგნალო ზონების განსაზღვრასთან მიმართებაში. უფრო მოკლე პერიოდებისათვის რეკომენდებულია ზონების შემცირება. თუ კი შერჩეულია 9-დღიანი პერიოდი RSI–ის გათვლისათვის, მაშინ უფრო შესაფერისი იქნება სასიგნალო ზონების საზღვრები 80 და 20-ის დონეზე. სხვა ანალიტიკოსები გეთაზობენ განსხვავებულ საზღვრებს „დათვებისა" და „ხარების" ბაზრებისათვის, მაგალითად შემდეგს: „ხარების" ბაზრებისთვის: RSI 80%=> ბაზრის გადახურება სიგნალი „გაყიდეთ".

RSI 40%=>აქციების შეუფასებლობა => სიგნალი „იყიდეთ"

„დათვების" ბაზრისთვის: RSI 60%=> ბაზრის გადახურება => სიგნალი: „გაყიდეთ".

RSI 20%=>აქციების შეუფასებლობა => სიგნალი „იყიდეთ"

სხვა შემთხვევებში სასიგნალო ხაზების გადაკვეთა ქვევიდან ზევით მიგვანიშნებს მოძრაობას ფასების ზრდისაკენ. ეს სიტუაცია დარეგულირდება მომდევნო ნორმალიზაციით და არ გამოიწვევს მიმართულების შეცვლას. შესაბამისად, RSI გამოდგება მხოლოდ შებრუნებული ინდიკატორის სახით, რომელიც გვეხმარება პოზიციის გახსნაში. პოზიციის დახურვისათვის გამოყენებული უნდა იქნას სხვა ინდიკატორები.

ᲨᲔᲤᲐᲠᲓᲔᲑᲘᲗᲘ ᲫᲐᲚᲐ (RS). **ᲨᲔᲤᲐᲠᲓᲔᲑᲘᲗᲘ ᲛᲓᲒᲝᲛᲐᲠᲔᲝᲑᲐ.**

შეფარდებითი ძალა (Relative Strength-RS) ანდა ორი ან მეტი აქციის შეფარდებითი მდგომარეობა ეს არის მათი პოზიციის დემონსტრირება ერთიმეორესთან მიმართებაში. ეს მაჩვენებელი არ უნდა აგვერიოს შეფარდებითი ძალის ინდექსთან RSI, რაც ადრე აღვწერეთ. ჩვეულებრივ შეფარდებითი ძალა გამოიყენება რამდენიმე განსაზღვრული აქციის განხილვისას მათი ინდექსთან შედარებისას. მაღალი შეფარდებითი ძალა დასტურია უკეთესი მდგომარეობის, ვიდრე ამას გვიჩვენებს შესაბამისი ინდექსი, დაწყებული წინასწარ განსაზღვრული სასტარტო დღით და პირიქით, დაბალი შეფარდებითი ძალა მიგვანიშნებს აქციების სისუსტეზე შეფარდებით მაჩვენებელთან შედარებით. იმ ფასების მსგავსად, რომლებიც აქციების გათვლის საფუძველია, შეფარდებითი ძალა ასევე გვიჩვენებს აქციების მდგომარეობის ცვლილების ტენდენციას.

მათემატიკურად შეფარდებითი ძალა შეიძლება გაითვალოს შემდეგნაირად:

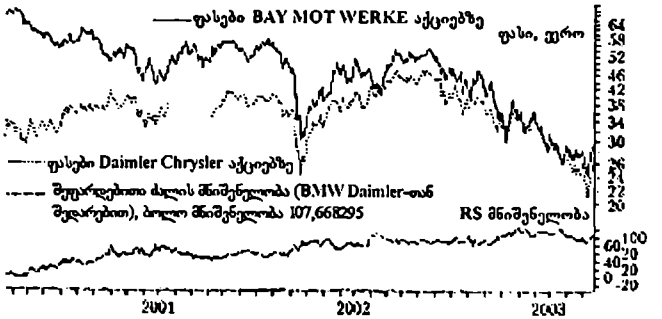
$$PS = \frac{\text{დახურვის ფასი აქციაზე } A_t \text{ ინდექსი დახურვისას } t}{\text{დახურვის ფასი აქციისათვის } A_{t-n+1} \text{ ინდექსი დახურვისას } t-n+1} \qquad (21.8)$$

განვიხილოთ ურთიერთკავშირი აქციებზე დახურვის ფასსა და ინდექსს შორის გასულ n დღეებში (t-n+1). თუ კი აქციების მდგომარეობა ზუსტად შეესაბამება ინდექსს, მაშინ მისი შეფარდებითი ძალა მიიღება 1,0-ის ტოლად. თუ კი მათი მდგომარეობა უკეთესია, მაშინ შეფარდებითი ძალა 1,0-ზე მეტი იქნება. სხვა შემთხვევაში – 1,0-ზე დაბალი. ტენდენციის ინტერპრეტაციისათვის გამოიყენება იგივე მეთოდები, რაც დიაგრამების ჩვეულებრივი ანალიზისას, რომელზედაც წარმოდგენილია ტენდენციის ხაზები და მცოცავი საშუალოების ხაზები. 9.9 სურათზე წარმოდგენილია BMW ფირმის აქციების დამოკიდებულება ფირმა Daimler Chrysler–ის აქციებთან შედარებით.

პორტფელის ფორმირებისას აქციების ინდივიდუალური შეფარდებითი ძალის გათვალისწინებით, ინვესტირებისათვის შეირჩევა მხოლოდ ის კომპანიები, რომელთა აქციები მათი საუკეთესო მდგომარეობის დემონსტრირებას ახდენენ.

შეფარდებითი ძალის მაჩვენებელი არის სასარგებლო ინსტრუმენტი დარგობრივი ანალიზის ჩატარებისას. ასეთი შესწავლისათვის განხილული A აქციები იცვლება შესაბამისი დარგის დარგობრივი ინდექსით. მაგ. ქიმიური მრეწველობა ანდა ტელეკომუნიკაციები ეუდარებთ რა დარგს მთელს ბაზარს, რომელიც წარმოდგენილია დოუ-ჯონსის ინდექსით S&P500STOXX, DAX. შეიძლება წარმოდგენილი

იქნას ამ დარგის მიმდინარე მდგომარეობა, მისი ადგილი სხვა დარგებს შორის ეკონომიური ციკლის სტადიების მოძრაობის გათვალისწინებით. ოღონდ თვით შეფარდებითი ძალა არ ახდენს სიგნალების: „იყიდეთ" და „გაყიდეთ" გენერირებას, არამედ შეიძლება გამოყენებული იქნას როგორც დამატებითი ფილტრი ანალიზის სხვა მეთოდებთან ერთად.



ნახ. 21.9. BAY MOT WERKE და (BMWG.DE Tagenschart–ზე) აქციების ფასები (ვაჭრობის დახურვისას - დახურვის უკანასკნელი ფასი 27,82 და Daimler Chrysler-DCXGn.DE Tagschart-ზე (ვაჭრობის დახურვისას), უკანასკნელი დახურვის ფასი 29,52. პერიოდში 2003. 2000 დან 21.03.2003 წ.

იმპულსი

იმპულსის მეთოდიკა ძალზე ხშირად გამოიყენება მისი სიმარტივის გამო და გააჩნია მრავალრიცხოვანი მოდიფიკაციები. იმპულსი (Momentum) დაკავშირებულია ფასების სისწრაფესთან და ძალასთან. იმპულსის გათვლა ეხმარება ანალიტიკოსს წინასწარ გამოიტანოს ტენდენციის ცვლილება, არსებობს რამდენიმე მიდგომა, რომლებიც გამოიყენება გათვლებში. პირველი მათგანი მდგომარეობს იმაში, რომ აუცილებელია გამოიყოს დახურვის მიმდინარე ფასისაგან დახურვის ფასი, რომელიც იყო n დღის წინ. შედეგად ელებულობთ ხაზს, რომელიც ირყევა ცენტრალური ხაზის ირგელივ. თუ კი იმპულსის მნიშვნელობა განთავსებულია ცენტრალური ხაზის ზემოთ, მაშინ მიმდინარე ფასი მაღალია საწყის ფასთან შედარებით. იმპულსის განსაზღვრის სხვა ხერხი – ესაა დღევანდელი ფასების გაყოფა ფასებზე, რომელიც დაფიქსირდა n დღის უკან ანალიზის შედეგების ლეგიტიმურობა ერთი და იგივეა, ორივე გრაფიკი ერთიმეორისაგან განსხვავდება მხოლოდ მასშტაბით:

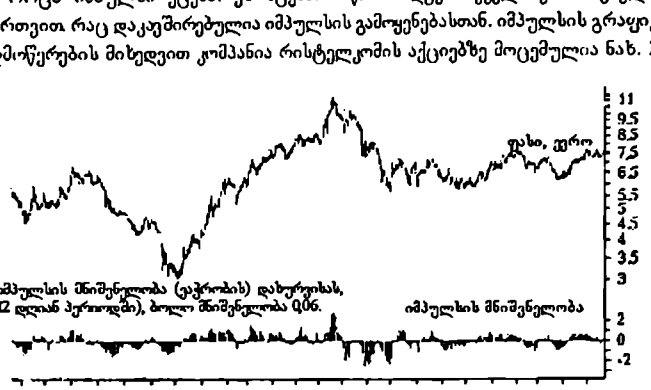
$$\text{იმპულსი} = \text{დახურვის ფასი } t - \text{დახურვის ფასი } t\text{-}n+1 \qquad (21.9)$$

ანდა

$$\text{იმპულსი} = \frac{\text{დახურვის ფასი } t}{\text{დახურვის ფასი } t-n+1} \times 100 \qquad (21.10)$$

იმპულსის გადიდება დადებითი მნიშვნელობით ნიშნავს აქციის ან სხვა აქტივის გაძლიერებას, რაც გათვლების საფუძველია. და ამიტომ იწვევს ტენდენციის გაგრძელებას ამაღლების მიმართულებით. და პირიქით, შემცირებადი იმპულსი დადებითი მნიშვნელობით არის ფასების ზრდის ტენდენციის შემასუსტებელი სიგნალი. იგივე შეიძლება ითქვას უარყოფითი მნიშვნელობის მქონე იმპულსებთან მიმართებაში, ოღონდ საპირისპირო დასკვნებით. იმპულსის დაცემა უარყოფითი მნიშვნელობით მიგვანიშნებს ფასების დაჩქარებული დაცემის გაგრძელებას. შეიძლება მოხდეს ისე, რომ აქციების

ფასები იზრდება, როცა იმპულსი ეცემა. ეს სცენარი წარმოადგენს ყველაზე მნიშვნელოვან სიგნალს „გაყიდეთ“, დატეირთვით რაც დაკავშირებულია იმპულსის გამოყენებასთან. იმპულსის გრაფიკი ამერიკული დეპოზიტური ხელშეკრულების მიხედვით კომპანია რისტელკომის აქციებზე მოცემულია ნახ. 21.10-ზე.



ნახ. 21.10. ფასები ამერიკულ დეპოზიტარულ ხელწერილებზე კომპანია როსტელკომის აქციებზე Rosy, Tageschart (ვაჭრობის დახურვისას) 21.03. 2000-დან 21.03.2003 პერიოდში (დახურვის ბოლო ფასი 9,6).

იმპულსი ასევე შეიძლება გამოყენებული იქნას როგორც ავტომატური ინდიკატორი თვითონ აქტივის ფასთან კავშირის გარეშე. კლასიკური იქნებოდა ის სიგნალი, როცა იმპულსის ხაზი კვეთს ცენტრალურ ხაზს. თუ კი ეს ხდება ქვემოდან ზევით მიმართულებით, მაშინ ეს არის სიგნალი „იყიდეთ“, მაშინ როცა გადაკვეთა ზევიდან ქვევით შეიძლება განხილული იქნას როგორც სიგნალი გაყიდეთ. სიგნალების ეს სახეები ფასეულია მხოლოდ ზუსტი ტენდენციების მქონე ბაზრებისათვის ზრდის ან კლების თვალსაზრისით. ორმხრივ ბაზრებზე იმპულსის ანალიზი ქმნის მცდარ მიმდინარე სიგნალებს.

ᲑᲝᲚᲘᲜᲯᲔᲠᲘᲡ ᲖᲝᲚᲔᲑᲘ (BBD)

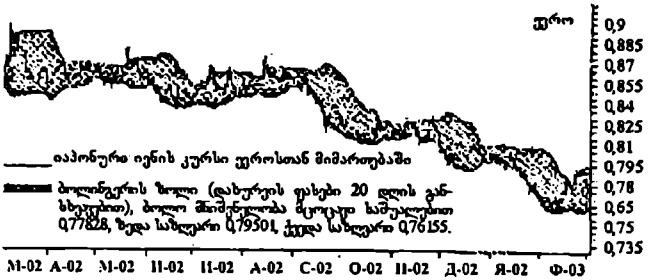
ბოლინჯერის ზოლები (The Bollinger bands) წარმოადგენს მეთოდიკას, რომელიც შემუშავებულია ჯონ ბოლინჯერის მიერ და რომელიც იყენებს მცოცავი საშუალოს გადამუშავებულ კონცეფციას. მოცემულ აქციებზე მცოცავი საშუალო ფასის გარშემო აიგება მომცველი ზოლები. სხვა მსგავსი სისტემებისაგან განსხვავებით ამ ზოლების შიდა საზღვრები არ გაითვლება როგორც მცოცავი საშუალოს რაღაც პროცენტი და არ დგინდება როგორც ფიქსირებული სიდიდე, არამედ წარმოადგენს აქციის ფასების რყევის ფუნქციას, ანუ საშუალო კვადრატულ გადახრას. ეს მიდგომა არის წინგადადგმული ნაბიჯი, იმიტომ რომ იგი მხედველობაში ღებულობს სხვადასხვა რყევებს, რაც დამახასიათებელია სხვადასხვა აქციებისათვის. რაც უფრო მეტია რყევის ძალა, მით უფრო ფართო იქნება ბოლინჯერის ზოლები. ამ მიზეზით ბოლინჯერის ზოლები ძალზე სწრაფად რეაგირებენ ფასების მოკლევადიან ცვლილებებზე და მათ რყევებზე.

თუ კი განხილული იქნება მარტივი საშუალო კვადრატული გადახრები, მაშინ ფაქტიური ფასების დაახლოებით 70%-მდე განლაგებულნი იქნებიან ბოლინჯერის ზოლებს შიგნით. გაორმაგებული საშუალოკვადრატული გადახრა (როგორც თავდაპირველად აღნიშნა ბოლინჯერმა) მოიცავს თითქმის მთელი ფასების 95%-ს დროის ინტერვალის საზით ანალიზის სიღრმეზე დამოკიდებულებით (მოკლე საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში) გამოყენება 10, 20 და 150 დღიანი პერიოდები. მათემატიკურად ბოლინჯერის ზოლების საზღვრები ასე გაითვლება.

$$S = sqrt\left(\left(\left(Close_t - MA_t\right)^2 + \left(Close_{t-1} - MA_{t-1}\right)^2 + \ldots + \left(Close_{t-n+1} - MA_{t-n+1}\right)^2\right)/n\right), \qquad (21.11)$$

სადაც sqrt — კვადრატული ფესვი; Closet— დახურვის ფასი t დროს; MAt — მცოცავი საშუალო; n — დღეთა რაოდენობა. ზედა ზღვარი უდრის =MAt+S. ქვედა ზღვარი უდრის =MAt-S.

ქვემოთ მოტანილია იმის მაგალითი, თუ ბოლინგერის ზოლები როგორ იქნება გამოყენებული არა მარტო აქციებთან, არამედ სხვა საფონდო აქტივებთან მიმართებაში, ისეთების, როგორიცაა ვალუტათა გაცვლითი კურსები (მოცემულ შემთხვევაში იაპონური იენებისა ევროზე) (ნახ. 21.11).



ნახ. 21.11. იაპონური იენის კურსის ცვლილების დინამიკა ევროსთან მიმართებაში JPYEUR=X, Tageschart. 05.03.2002-დან 05.03.2003-მდე პერიოდში. უკანასკნელი მნიშვნელობა 0,7761.

ფასები ბოლინგერის ზოლებში ახასიათებს ქცევას, რომელიც ასე შეიძლება აღვწეროთ: ფასებს აქვს რყევის ტენდენცია ერთი საზღვრიდან მეორემდე. ეს შესაძლებელს ხდის შეფასდეს ფასების ცვლილების მომავალი ტენდენციები. ამის გარდა, საკარაუდოა, რომ მოხდება ფასების ძლიერი ცვლილება, თუ კი ბოლინგერის ზოლები უფრო ვიწრო გახდებიან. შეიძლება ფასების მნიშვნელობა გასცდეს ბოლინგერის ზოლების საზღვრებს. ზედა და ქვედა გადაბრები ზოლების ფარგლებს გარეთ რომლებიც მოგვიანებით შიგნით ბრუნდებიან, მიგვანიშნებს მომავალი ფასისმიერი ტენდენციის ცვლილებაზე. ბოლინგერის ზოლები გამოიყენება სხვა ინდიკატორებთან ერთად, პირველ რიგში, ტენდენციის ცვლილებების წერტილების გამოსაკვლენად.

ცვლილების ტემპი (ROC).

ცვლილების ტემპები (Rate-of-Chage-Roc) ძალზე პგაუს იმპულსის მაჩვენებელს. ROC გვიჩვენებს, მიმდინარე ფასი რამდენი პროცენტით აღემატება ან ჩამორჩება იგივე აქტივის ფასს, რომელსაც ადგილი ჰქონდა n დღის წინ იმპულსის მეთოდიკისაგან განსხვავებით მიღებული მნიშვნელობა დაყოფილია დახურვის ფასად, რომელიც დაფიქსირდა n დღის წინ. ზოგიერთი პროგრამები მიღებულ სიდიდეს ამრავლებს 100-ზე და ROC–ის მნიშვნელობას გამოხატავენ %-ში, მაგრამ ამის განსაკუთრებული აუცილებლობა არ არსებობს. ასე რომ, გარდა წარსულში აქტივის არსებულ ფასისა, ROC-ი არაფრით არ განსხვავდება იმპულსის მაჩვენებლისაგან. ROC–ი შეიძლება გაითვალოს შემდეგი ფორმულით:

$$ROC = \frac{(Close - Close_{t-n+1})}{Close_{t-n+1}} \qquad (21.12)$$

სადაც: Closet — დახურვის t ფასი n დროს; — 10, 14, 20 ან 30 დღე (კვირა);

Roc -ის მნიშვნელობა ნულის ზემოთ აღიქმება როგორც სიგნალი: „იყიდეთ", ხოლო ნულს ქვემოთ — როგორც სიგნალი: „გაყიდეთ", ტიპიური დიაგრამა კომპანია Ryanair–ის აქციების ფასების ცვლილების მაგალითზე თვალნათლივ გვიჩვენებს, თუ როგორი ფასისმიერი ინდიკატორი შეიძლება იყოს ROC (ნახ. 9.12).

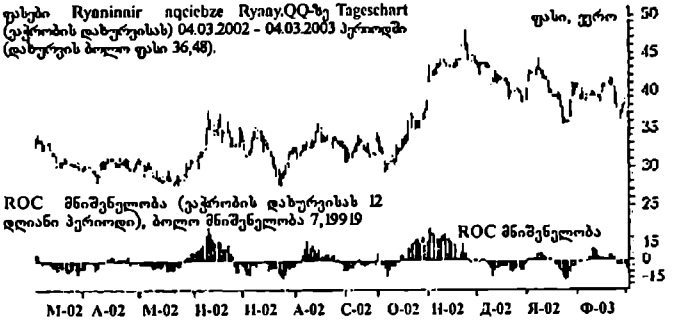
ზოგჯერ ROC–ი გაითვლება ფასიანი ქაღალდების ეაჭრობის სიდიდის დამოკიდებულებით. ეს მეთოდი იწოდება ცვლილების საერთო ტემპად.

ინდიკატორი Coppock (CPI)

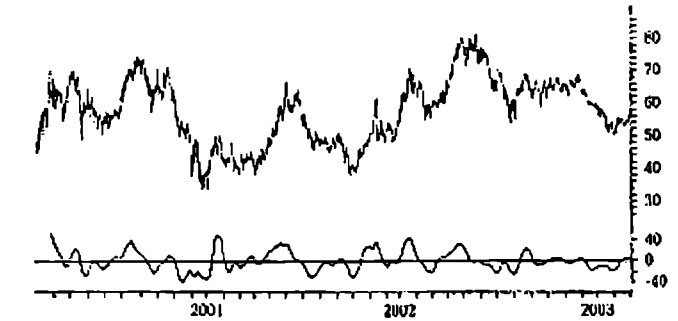
ინდიკატორი ყალიბდება იმპულსის მაჩვენებლის განეითარების შედეგად. იგი შედგება ორი დროში შეწონილი იმპულსის ხაზისაგან, რომლებიც ყალიბდებიან და განიხილებიან შემდგომში როგორც მცოცავი საშუალოს საფუძველი. სიგნალები, რომლებიც იწარმოებიან Coppock ინდიკატორის მიერ, შეიძლება გამოყენებული იქნას მხოლოდ გრძელვადიანი ინვესტიციების გათვლისას. (ნახ. 21.13) Coppock ინდიკატორის მნიშვნელობა შეიძლება გაითვალოს შემდეგნაირად:

$$CoppockWMA_{10month}(ROC_{11month} + ROC_{14month})$$

სადაც $WMA_{10month}$ — შეწონილი მცოცავი საშუალო წონით 10 ბოლო პერიოდისათვის, 9- ბოლოსწინა პერიოდისათვის 8 – წინა პერიოდისათვის და ა.შ. ROC_{xmonth} ზრდის ტემპი ბოლო x თვეში.



ნახ. 21.12 ფასები კომპანია Ryanair–ის აქციებზე.



ნახ. 21.13. ფასები ამერიკულ დეპოზიტურ ხელმოწერებზე კომპანია ლუკოილის აქციებზე Lkouy F, Tageschart 02.03.2000-დან 05.03.2003-მდე პერიოდში. CPI (დახურვის ფასები, პარამეტრები 10,15,11 დღე) ბოლო მნიშვნელობა 8,03325. (დახურვის უკანასკნელი ფასი 56,.2.).

თანამედროვე პირობებში არსებობს ინდიკატორი Coppock–ის მრავალი სახესხვაობა. საერთო შემთხვევაში შესყიდვის სიგნალი გენერირდება მაშინ, როცა ინდიკატორი Coppock–ი, რომელიც არის ცენტრალურ ხაზს ქვემოთ, ბრუნდება ზევით, ხოლო გაყიდვის სიგნალი – როცა ინდიკატორი Coppock, რომელიც არის ცენტრალური ხაზის ზემოთ, ბრუნდება ქვევით. ოღონდ ეს სიგნალები

ხშირად ელინდებიან ძალიან ადრე, ამიტომ საბოლოო გადაწყვეტილება მიღებული უნდა იქნას სხვა ინდიკატორების სიგნალების გათვალისწინებით.

პარაბოლური ინდიკატორი SAR

SAR ნიშნავს მიმართულების „შეცვლა და გაჩერებას" („Stop and Reverse"), ე.ი. პოზიცია უნდა შეიცვალოს, როცა მიაღწევს განსაზღვრულ დონეს (სტოპ-ლიმიტი). განსაზღვრება „პარაბოლური" გამოიყენება მრუდის ფორმის გამო, რომელიც გამუდმებით კორექტირდება სტოპ-ლიმიტებით.

უნდა აღინიშნოს, რომ პარაბოლური ინდიკატორი SAR-თვის აუცილებელია გარკვეული „სავარჯიშო" პერიოდი „ტენდენციაში შესასვლელად". ანალიტიკოსები იწყებენ კვლევას დაკვირვების პერიოდის პირველი ექსტრემუმებიდან. ამოსავალი დებულებები შეესაბამებიან ფასების ცვლილების შემდეგ მიმართულებას: როცა ფასი იზრდება იხსნება გრძელი პოზიცია, ხოლო როცა ეცემა – მოკლე პოზიცია. შემდგომში პირველი სტოპ-ლიმიტი უნდა გაითვალოს აქტივის ფასის ყოველდღიური ცვლილების საფუძველზე მის ყველაზე დაბალ მნიშვნელობასთან შედარებით და ე.წ. დაჩქარების ფაქტორით. ახალი სტოპ-ლიმიტი ყოველდღიურად კორექტირდებოდა დაჩქარების ფაქტორის სწრაფი ზრდის გამო SAR–ის მიმდინარე მნიშვნელობისას. SAR –ის დაჩქარების ფაქტორის სულ პირველი მნიშვნელობა 0,02-ის ტოლია. მომდევნო პერიოდების განმავლობაში 0,02 ემატება SAR–ის ძველ მნიშვნელობას ფასის ყოველი ახალი ექსტრემუმებისას. დღეები ფასებით საწყისი ფასის დონესა და მიმდინარე ფასის ექსტრემუმს შორის არ ცვლიან დაჩქარების ფაქტორის მნიშვნელობას. ინდიკატორი SAR შეიძლება გამოიხატოს შემდეგი ფორმულით.

$$SAR_t = SAR_{t-1}\left(AF_{t-1} \times \left(EP_t - SAR_{t-1}\right)\right) \qquad (21.13)$$

სადაც. AF_t — დაჩქარების ფაქტორი 0,02 საწყისი მნიშვნელობით, რომელიც იცვლება 0,02 ინტერვალით t დროში. EPt–ფასის ექსტრემუმები t დროში, მიმდინარე ვაჭრობის პირველი დღიდან დაწყებული დაჩქარების ფაქტორის ერთნაირი დონის პირობებში.

0,02-ის საწყისი და დამატებითი მნიშვნელობა მიღებულია შეთანხმების მიხედვით, მაგრამ არ არის მკაცრად განსაზღვრული სიდიდეები. ანალიტიკოსის ინდივიდუალური უპირატესობების საფუძველზე შეიძლება შერჩეულ იქნას სხვა მნიშვნელობები. რაც უფრო მეტია დაჩქარების ფაქტორის მნიშვნელობა, მით უფრო სწრაფად მოქმედებს პარაბოლური SAR–ის სისტემა და პირიქით, მისი უფრო დაბალი მნიშვნელობა ანელებს SAR–ის სტოპ-ლიმიტების რეაგირებას.

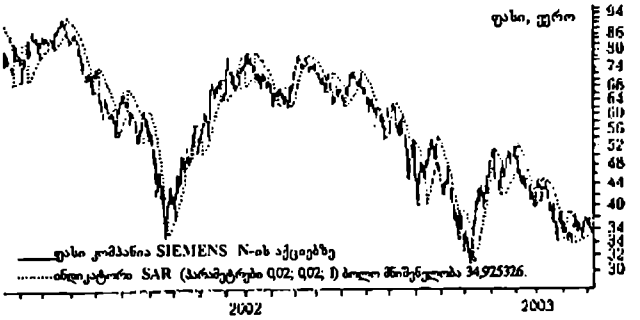
ქვემოთ მოყვანილია ინდიკატორ SAR–ის გათვლის მაგალითი (ცხრილი 21.1.).

ცხრილი 21.1.

პერიოდი	დახურვის ფასი t დროში closet	ფასების ექსტრემუმი t დროში EP_t	ახალი ექსტრემუმი	დაჩქარების ფაქტორი AF_t	ინდიკატორი SAR, SARt
0	10.00	10.00	კი (საწყისი ფასი)	0.2	10.00 (დადგენილია როგორც საწყისი მნიშვნელობა)
1	10.50	10.50	კი	0.04	10.01
2	11.00	11.00	კი	0.06	10.0496
3	13.00	13.00	კი	0.08	10.226624
4	12.50	13.00	კი	0.08	10.448490
5	12.80	13.00	კი	0.08	10.652610
6	13.50	13.50	კი	0.10	10.880401
7	10.70 (!)	10.70 (!)	კი	0.02	10.70 (დადგენილია როგორც ახალი საწყისი მნიშვნელობა)

დაჩქარების ფაქტორის დაბალი დონე შესაძლებელს ხდის დადგინდეს საანალიზო ობიექტის ცვლილების ტენდენცია პირველ პერიოდში. მომდევნო პერიოდებში სტოპ-ლიმიტი სულ უფრო და უფრო უახლოვდება მიმდინარე ფასს. როცა ფასების ხაზი გადაკვეთს პარაბოლურ მრუდს SAR–ს. ეს ინტერპრეტირდება როგორც სიგნალი „გაყიდეთ" (SAR -ის ზრდის განმავლობაში) ან როგორც სიგნალი „შეისყიდეთ" (SAR-ის დაცემის განმავლობაში). როცა t=7, ზემოთ მოტანილ მაგალითში მიმდინარე დახურვის ფასის გათვლა ეცემა დაბალი SAR–ის ბოლო მნიშვნელობის დონესთან მიმართებაში. ასე რომ, გენერირებულია სიგნალი „გაყიდეთ", და განსაზღვრულია ახალი ამოსავალი დებულება მოკლე პოზიციის განსაზღვრისათვის.

ნახ. 21.14 ნაჩვენებია ტიპიური პარაბოლური SAR–ის მრუდი კომპანია Simens–ისათვის. სიცხადისათვის SAR–ის პუნქტირული ხაზი ჩვეულებრივ იცვლება უწყვეტი ხაზით.



ნახ. 21.14. კომპანია SIEMENS N აქციებზე SIEGI.DE. Tageschart პერიოდში 12.03. 2001 დან 10.03.2003-მდე (დახურვის ბოლო ფასი 35,93).

პარაბოლური ინდიკატორი რეკომენდებულია გამოსაყენებლად სტაბილური და ძლიერი ტენდენციების მქონე ბაზრებზე. თუმცა ორმხრივ ბაზრებზე ივი ხშირად ახდენს მცდარი სიგნალების გენერირებას.

ხაზი ზრდა/შემცირება

კოეფიციენტი ზრდა/შემცირება.

ხაზი ზრდა/შემცირება (Advance/Decline line) წარმოადგენს სხვაობას აქციების რაოდენობას, რომელზედაც ფასი გაიზარდა და იმ აქციების რაოდენობას შორის, რომელზედაც ფასები შემცირდა წინა დღესთან შედარებით (პერიოდთან შედარებით). აუცილებელია იმის გათვალისწინება, რომ ხაზი მოიცავს ყველა აქციას, რომელიც დაშვებულია ბრუნვაში და არა მარტო იმათ, რომელიც შედის წამყვანი ინდექსის შემადგენლობაში. ასე რომ, ესაა ინდიკატორი, გათვალისწინებული ფართო ბაზრისათვის. ზემოთ აღნიშნული სხვაობა თვლება A/D–ს ბოლო მნიშვნელობით.

$$AD_t - (ISt - DS,) + AD_{t-1} \qquad (21.14)$$

სადაც, ADt — ზრდა/შემცირების კოეფიციენტი t დროში.

ISt — იმ აქციების რიცხვი, რომელზედაც ფასები გაიზარდა t დროში.

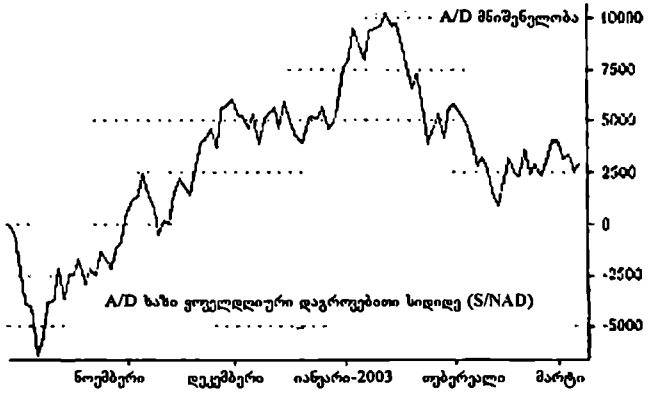
DSt— იმ აქციების რიცხვი, რომელთა ფასები შემცირდა t დროში.

შესაბამისი ზრდა/შემცირების კოეფიციენტი (Advance/Decline ratio) გაითვლება არა აბსოლუტურ, არამედ შეფარდებით სიდიდეებში, როგორც დამოკიდებულება აქციებისა მზარდი ფასებით და აქციების კლებადი ფასებით შორის.

$$AD_t = \frac{ISt}{DS_t}$$

A/D კოეფიციენტი ირყევა საშუალო მნიშვნელობა 1,0-ის გარშემო. ტექნიკური ანალიზისათვის განსხვავებულ ინტერესს იმსახურებს სიტუაცია, როცა ფიქსირდება დაცილება A/D ხაზის ცვლილების ტენდენციასა და საფონდო ბაზრის ინდექსს შორის: განვიხილოთ სცენარი, როცა კოეფიციენტი ეცემა 1,0 საშუალო მნიშვნელობაზე გაცილებით დაბლა, მაშინ როცა საფონდო ბაზრის ინდექსი განაგრძობს ზრდას ალმავალი ხაზით. ეს იმას ნიშნავს, რომ ბაზრის ზრდა სულ უფრო და უფრო მიიღწევა მხოლოდ იმ მცირე რიცხვის კომპანიების მიერ; რომელთა აქციებიც ჩართულია ინდექსში. ვინაიდან აქციებზე ფასების ცვლის ტენდენცია ამ მცირერიცხოვან კომპანიებში, პირველ რიგში, არ შეიძლება მთლიანად მოწყდეს ბაზრის დანარჩენი ნაწილის ტენდენციის ცვლილებას, იგი ადრე თუ გვიან შემობრუნდება და გაჰყვება კომპანიათა უმეტესობას. შესაბამისად, A/D-ს მნიშვნელობა მიაღწევს ახალ, უფრო იაფგზისამნიშვნელ დადაბლებას. ასეთი ანალიზის ერთ-ერთი წარმატებული მაგალითია 1987 წლის კრიზისი. მიუხედავად იმისა რომ დოუ-ჯონსის ინდექსი მყარად იზრდებოდა ალმავალი გზით, A/D ხაზი გადაადგილდა ქვევით. „ხარების" ბაზარი განაგრძობდა არსებობას მხოლოდ და მხოლოდ რამდენიმე ცისფერი „ფიშკის" –ის წყალობით.

სიტუაცია შეიძლება განხილული იქნას ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის მაგალითზე (ნახ. 21.15).



ნახ. 21.15. ზრდა/შემცირების ხაზი ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე პერიოდში 31.10.2002დან 07.03.2003-მდე (უკანასკნელი მნიშვნელობა დახურვისას 2901,06, ცვლილება პერიოდში -+ 343,007.

21.4. ᲤᲘᲑᲝᲜᲐᲩᲘᲡ ᲐᲜᲐᲚᲘᲖᲘ

საუბარი ფიბონაჩის ანალიზზე (Fibonacci analysis), ნიშნავს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზის ერთ-ერთი სადაო საკითხის განხილვას. ეს თეორია ეფუძნება ცნობილ ციფრულ თანმიმდევრობას, იგი აღმოაჩინა იტალიელმა მათემატიკოსმა ფიბონაჩიმ, რომელიც ცხოვრობდა 12-ე საუკუნეში.

ფიბონაჩის მწკრივის გენერირება ძალზე მარტივია:

$$Fib_n = Fib_{n-1} + Fib_{n-2} \qquad (21.15)$$

პირველი ორი ელემენტი ესაა 1 და 1.
შესაბამისად ციფრული თანმიმდევრობა ასე გამოიყურება.

Fib = 1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144.

მომდევნო მნიშვნელობა გაითვლება როგორც ორი წინა მნიშვნელობის ჯამი. ეს თანმიმდევრობა თავისი არსით, თითქოს არაფრით განსხვავდება რიცხვების ნებისმიერი სხვა თანმიმდევრობისაგან, მაგრამ მაგია ელინდება მისი ბუნებაში არსებობით. ზოგიერთი ხშირად აღწერილი მაგალითებიდან – ესაა მზესუმზირის ფოთლების რიცხვი, რომელსაც 55 ფოთოლი, მიბრუნებულია ერთ მხარეს, 34 კი მეორე მხარეს. ანდა ოქტაეის შაეი (5) და თეთრი (8) კლაეიშების რიცხვი (13), კლაეიატურაზე. ლიტერატურაში მოტანილია არაერთი მაგალითი რომელშიც ელინდება ფიბონაჩის თანმიმდევრობა, თვითონ ფიბონაჩიმ თავის წიგნში დასვა შემდეგი საკითხი: ბოცვერების წყვილი აჩენს შთამომავლობას ყოველ თვეს (დაწყებული სიცოცხლის მეორე თვიდან) ახალგაზრდა ბოცვერების ახალ წყვილს, რამდენი იქნება ბოცვერების რიცხვი 6 თვის შემდეგ. თუ კი პოპულაცია წარმოექმნებოდა ბოცვერების ერთი და არეიადერთი წყვილიდან? ფიბონაჩის მწკრივი არის ამ კითხვაზე ნათელი პასუხი.

ფიბონაჩის ციფრები პოპულარულები გახდა XX ს. დასაწყისში, როცა რალფ ნელსონ ელიოტმა გამოსცა წიგნი „ბუნების კანონი" (Nature's Law). სადაც დაადასტურა, რომ დამოკიდებულება, რომელიც წარმოდგენილია ფიბონაჩის თანმიმდევრობით, წარმოადგენს ბუნების ზოგად კანონს. კაცობრიობის მთელი ისტორია მისი მტკიცებით, განხილულ უნდა იქნას როგორც მსგავსი მოვლენების მუდმივად განმეორებადი ციკლი. ისინი განსხვავდებიან მხოლოდ მასშტაბებით, ხოლო პროპორციები ყოველთვის უცვლელი რჩება.

თუკი ეს ასეა, მაშინ ეს პროპორციები ძალაში უნდა დარჩეს საფონდო ბაზრის ტენდენციების პროგნოზირებისას. „ელიოტის ტალღისებური თეორია" (Elliot Wave Theory) ამტკიცებს ამ ჰიპოთეზას და კონცენტრირდება ფიბონაჩის ციფრების გამოყენებაზე საბაზრო ტენდენციების გაანალიზებისას.

ტექნიკური ანალიზის ეს სახე არ შეიძლება გაანალიზებული იქნას რაციონალურობის თვალსაზრისით. გასაკვირია, მაგრამ მას საუკეთესო შედეგები აქვს. ელიოტიდან დაწყებული იკვლევდნენ და ავითარებდნენ მოცემულ თეორიას. იგი სულ უფრო და უფრო პოპულარული ხდებოდა ბოლო ათწლეულების განმავლობაში. ანალიტიკოსები ან კატეგორიულად უარყოფენ ამ თეორიას, ან მიიჩნევენ მის ამოსავალ წერტილად და თავიანთი შეხედულების ცენტრალურ პოზიციად, რაც ჩანს ტალღურ თეორიასთან მიმართებაში ნეიტრალური პოზიცია არ არსებობს. ამ თეორიის ერთ-ერთი უპირატესობაა ის, რომ ფიბონაჩის თანმიმდევრულობის შესწავლა შეიძლება მოხდეს ყოველდღიური, ყოველსაათობრივი და ყოველწუთობრივი მონაცემების საფუძველზე. ფიბონაჩის მწკრივის განხილვიდან დაწყებული, რომელიც შემდეგშია ზემოთ ჩამოთვლილი მოქმედი რიცხვებისაგან. ცნობისმოყვარეობისთვის აღინიშნოს, რომ სასარგებლოა არა ეს ციფრები თავისთავად, არამედ მაგიური დამოკიდებულება მათ შორის. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი დამოკიდებულებაა შემდეგი:

$$\frac{(1 - Phi)}{Phi} = Phi \qquad (21.16.)$$

სადაც Phi = 0,618 და (1- Phi) = 0,38

ეს დამოკიდებულება იწოდება „ოქროს კვეთად". შემდგომში შეიძლება ნაპოვნი იქნას წესი ფიბონაჩის მთელი მწკრივისათვის. ჯერ-ერთი, ნებისმიერი ციფრის გაყოფა თანმიმდევრობიდან მომდევნო ციფრის მნიშვნელობაზე ყოველთვის შედეგად გვაძლევს მნიშვნელობას, რომელიც ახლოსაა Phi = 0,618; მეორეც, ამ თანმიმდევრობის ერთი ციფრის გაყოფით წეერზე, რომელიც მისგან ორი ბიჯითაა დაშორებული, გვაძლევს მნიშვნელობას, რომელიც 1 — Phi = 0,382-თან ახლოსაა. ზოგჯერ დამოკიდებულება მწკრივის რიცხვებს შორის, რომლებიც განთავსებულნი არიან ორი ბიჯით ადრე,

ასევე შეიძლება აღწერილი იქნას გარკვეული კანონზომიერებით

$$\frac{nt}{nt+1}=0.618;\quad \frac{nt}{nt-1}=0.618;\quad \frac{nt}{nt+2}=0.618;\quad \frac{nt+1}{nt}=0.618;$$

სადაც n არის ფიბონაჩის თანმიმდევრობის წევრის წარმოებული ნომერი.

აღწერილი კანონზომიერების მაგალითად შეიძლება მოვიყვანოთ შემდეგი (გათვლილი მწკრივის წევრების თავისუფალი არჩევით) ტექნიკურ ანალიზში ფასების ცვლილებისას

$$\frac{55}{89}=0.617977528\approx 0.618 \text{ ან } \frac{89}{55}=1.618618618\approx 0.618 \text{ ან}$$

$$\frac{34}{89}=0.382022472\approx 0.382 \text{ ან } \frac{89}{34}=2.617647059\approx 2.618$$

გამოიყენება, პირველ რიგში შემდეგი ორი მნიშვნელობა ფიბონაჩის თეორიიდან: 0,382 და 0,618; ზოგჯერ გამოიყენება 0,236. 1,618 და 2618. ფიბონაჩის სხვა ჯადოსნური ციფრებიდან რომლებიც მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ, მაგრამ არ შეიძლება მიღებულნი იქნან უშუალოდ ამ თეორიიდან, არის 0,5 და 1,0 ყველა ეს ციფრი ხშირად განიხილება პროცენტული გამოსახულებით: 23,6%, 38,2, 50, 61,8 და 100%.

ამ დამოკიდებულების საფუძველზე აგებულია ტექნიკური კვლევის მრავალრიცხოვანი ინსტრუმენტები. მათგან ყველაზე მეტად ცნობილია „отслеживания" (Retracements); მარაოსებრი ხაზები („Fanlines") და, რკალები („Arcs"), რომლებიც გვეხმარებიან მოვახდინოთ მხარდაჭერის ზონების და მდგრადობის ზონების იდენტიფიცირება. ამის გარდა, არსებობს სტრატეგიები: „დროის ზონები" („Time zones") და „პერიოდების დამოკიდებულება" (Time relations), რომელიც გამოიყენება ფიბონაჩის დღეების ეადზე ადრე გამოსაცნობად, რომელშიც შეიძლება ადგილი ჰქონდეს არსებული ტენდენციების ცვლილებას. ქვემოთ ეს სტრატეგიები აღწერილია დაწერილებით და ილუსტრირებულია მაგალითებით.

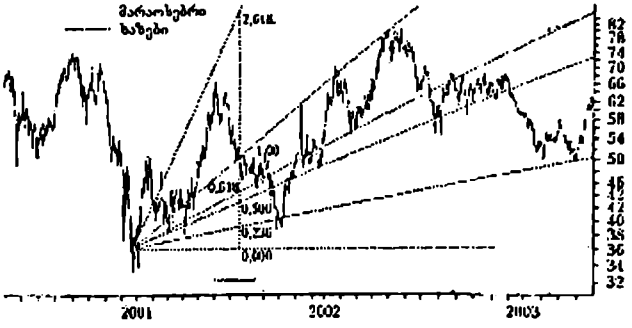
მარაოსებრი ხაზები

ფიბონაჩის ზედა ხაზების აგება ფასების დიაგრამაზე შესაძლებელს ხდის მოვახდინოთ მხარდაჭერისა და მდგრადი ზონების იდენტიფიცირება. თავდაპირველად ექსტრემუმების ყველა წყვილი წერტილი დაკავშირებულია სწორ ხაზთან. ბაზრის ამაღლების პროგნოზისათვის ფასი დაცემის დაბალ წერტილში უერთდება ფასების აწევის შემდგომ პიკს იღებს რა სათავეს ამ მაღალი წერტილიდან, ვერტიკალური ხაზი ეშვება ქვეით ქვედა ზღვარის გადაკვეთამდე და ეს ხაზი იყოფა ნაწილებად ფიბონაჩის ჯადოსნური დამოკიდებულებით: 38,2%; 50,61,8 და 100%. უბრუნდება რა პირველსაწყის დაბალ ფასს სამი ხაზი აიგება ისე, რომ მათ ზუსტად გადაკვეთონ მითითებული ინტერვალური წერტილები. ეს სამი ხაზი, რომლებიც არის „მარაოსებრი ხაზები" იწოდება „38,2%-იანი ხაზად" „50%-იან ხაზად" და 61,8%-იან ხაზად". მარაოსებრი ხაზების ხანგრძლივობა დროში თეორიულად შეუზღუდავია. შემდეგი დიაგრამა თვალსაჩინოს ხდის მოცემული კონსტრუქციის აგებას ამერიკული ფირმა ლუკოილის აქციებზე სპონსორული დეპოზიტარული ხელწერილების მაგალითზე. 38,2%-იანი ხაზის ნაცვლად გამოიყენება მისი „ჯადოსნური და", 23,6%-იანი მარაოსებრი ხაზი. (ნახ. 21.16).

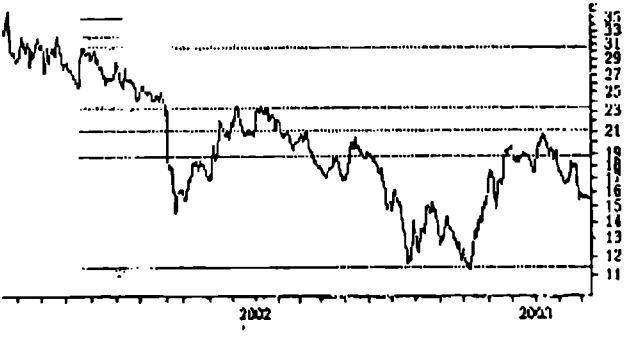
ფიბონაჩის ფორმულა

ფიბონაჩის ფორმულა არის ფიბონაჩის მწკრივების რიცხვი. იგი აგებულია არა როგორც დიაგონალური წრფეები (მარაოსებურის მსგავსად), არამედ როგორც ჰორიზონტალური წრფეები. იმისათვის რომ ეს ხაზები აიგოს, ლოკალური ფასების უმდაბლესი წერტილი უკავშირდება მის მომდევნო ზემო ექსტრემუმს. ისევე, როგორც ეს მოხდა მარაოსებრი ხაზების მეთოდის დროს. ამ დროისათვის პირდაპირი ხაზი კვეთს 3 (ზოგჯერ კი 4) ჰორიზონტალურ ხაზს, რომლებიც დიაგრამას რამდენიმე სეგმენტად ყოფენ, რომელიც ასახავს ფიბონაჩის დაშორებას 38,2% და 50 და 61,8%-ით. ზოგჯერ ემატება ასევე ხაზი 23,6%-ის დონეზე. ასევე ხაზები დონეზე 161,8%; 261,8% და 361,8%

ოღონდ უკანასკნელი სამი ხაზი აიგება მხოლოდ აუცილებლობის შემთხვევაში. მომდევნო დიაგრამა გვიჩვენებს отележивание-ს სცენარებს ბაზარზე შემცირების ტენდენციით (ნახ. 21.17).



ნახ. 21.16. ფასები სპონსორული დეპოზიტარულ ხელწერილებზე კომპანია ლუკოილის LKOHY BE (3) Tageschart აქციების მიხედვით პერიოდისათვის 02.65.2000-დან 02.05.2003-მდე უკანასკნელი დახურვის ფასი 61,8.



ნახ. 21.17. ფასები კომპანიის HEWLETT-PACKARD HPQ,N Tagescharts-ის აქციებზე პერიოდში; 12.02.2005 წ.დან 12.03.2008 წლამდე (დახურვის ბოლო ფასი 15,57).

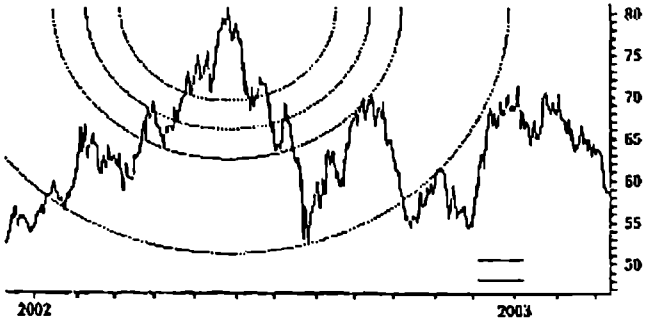
რკალები

აღნიშნულის ანალოგიურად დიაგრამაზე აიგება რკალები. წინა ხაზებისაგან განსხვავებით ფიბონაჩის დამოკიდებულება წარმოდგენილია არა სწორი ხაზებით, არამედ ნახევრად მოხრილი, ტალღისებურად დაშორებული მაღალი ფასიდან ხაზებით (მზარდი ტენდენციის ბაზრებზე). აქის გარდა, ამ მეთოდიკაში ინტერპრეტაციისათვის ამოსავალი წერტილია ფასის არა პირველი, ყველაზე დაბალი ექსტრემუმი, არამედ აღმავლობის პიკი. შემცირების ტენდენციის მქონე ბაზრებზე რკალები აიგება ცენტრით ყველაზე დაბალი ფასის წერტილში (ნახ. 21.18).

დროითი ზონები

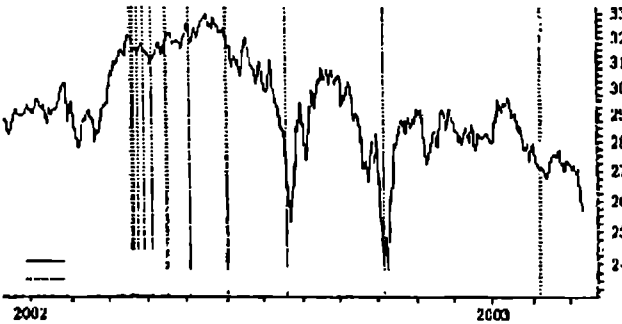
ზემოთ განხილული სამი მეთოდისაგან განსხვავებით ეს მეთოდი, რომელიც ეფუძნება ფიბონაჩის თანმიმდევრობის გამოყენებას, არ იძლევა საშუალებას განისაზღვროს მხარდაჭერისა და სიმტკიცის

ზონები, მაგრამ შესაძლებელს ხდის ტენდენციის შეცვლის წერტილების პოვნას ანდა ვადებისა დღეებში, როცა მომავალში იცვლება ფასების განვითარების მიმართულება. ასე რომ ეს ანალიზი ორიენტირებულია პერიოდის განსაზღვრაზე.



ნახ. 21.18. S&P Golb GSPGOLD, Tageschart (დახურვის ფასები) პერიოდში 11.12.2001 და 12.03.2003. ბოლო ფასი 58,86.

ამოსავალი წერტილი ეს არის შერჩეული, ლოკალური, ყველაზე მაღალი პიკი და ყველაზე დაბალი დაცემა. ანალიტიკოსი აგებს ვერტიკალურ ხაზებს დიაგრამაზე მათ შორის დაცილებით 1,2,3,5,8,13,21... საოპერაციო დღეებით. პროგნოზის შედგენის დიდ პერიოდში, როცა გამოიკვლევა უფრო დიდი პერიოდები, ვერტიკალური ხაზები უნდა აიგოს სავაჭრო კვირეების მიხედვით და არა დღეების მიხედვით. ამ დღეებში ან კვირეებში ტენდენციების ცვლა მოსალოდნელია დიდი ალბათობით, ვიდრე ჩვეულებრივ რაც გამომდინარეობს ფიბონაჩის თეორიიდან. დასაშვებია გადასვლების განსაზღვრის უზუსტობა ერთი ან ორი შემთხვევის ოდენობით. ამის გარდა, ტენდენციის ცვლის განსაზღვრის უნარი დროში, რომელიც ახლოსაა ამოსავალ წერტილთან, საკლებია, ვიდრე უფრო ხანგრძლივი პერიოდის შემდეგ. (ნახ. 21.19).



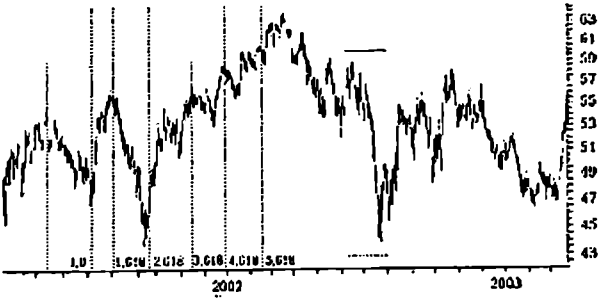
ნახ. 21.19. S&P Banks GSPBK Tageschart (დახურვის ფასები) 11.12.2005-დან 12.03.2008-მდე. უკანასკნელი ფასი 256,34. ტენდენციის ცვლილების დროის პერიოდების საზღვრები.

ოღონდ მომავლის წინასწარმეტყველება, ეს არის მხოლოდ ერთი გამოყენება ფიბონაჩის დროითი ზონების. დროითი ზონების ეს კონსტრუქცია შეიძლება შემოწმდეს რეტროსპექტიულად, იმისათვის რომ ჩამოყალიბდეს ანალიზის სხვა მიდგომები. დავუშვათ, რომ არსებობს ტენდენციის ცვლის დღეების

სერია, ამასთან პირველი ზონა შეადგენს, ვთქვათ, 6 დღეს, რაც უკვე დადასტურებულია სინამდვილეში მოქმედი ტენდენციით. მაშინ მომდევნო მე-7-ე დღეს ამ სცენარის მიხედვით იქნება უფრო მეტი ალბათობა იმისა, რომ ტენდენცია შეიცვლება ფიბონაჩის თეორიის შესაბამისად.

დროის პერიოდების ურთიერთმიმართება

ტენდენციის ცვლილების პერიოდების განსაზღვრის სხვა მიდგომაა ფიბონაჩის დროის შესაბამისობა, რომელსაც ზოგჯერ უწოდებენ ასევე „ფიბონაჩის დროის კორექციას" (Fibonacci Time Projection). ძირითადი ერთეული ამ შემთხვევაში არის არა ერთი-ერთადერთი ფასისმიერი პიკი, არამედ დაშორება ორ ექსტრემუმს შორის. არა აქვს მნიშვნელობა, არის თუ არა ეს ორი პიკი ორივე მაქსიმუმი ან მინიმუმი ან ერთი წარმოადგენს ყველაზე მაღალს და მეორე – ყველაზე დაბალს. განიხილება დაშორება მათ შორის თაობისათვის და იგი მიიღება 100%-ის ტოლად. ამ წერტილიდან დაწყებული საბაზო დაშორება ერაყლდება 1618; 2,618; 3.618 და შემდეგ მიღებული დღეების რაოდენობა ემატება ექსტრემუმს პირველ დღეს. შედეგად განსაზღვრული დღეების რაოდენობა დიაგრამაზე აღინიშნება და მუშაობისას განხილული უნდა იქნას განსაკუთრებული ყურადღებით ტენდენციის მოსალოდნელი ცვლის გამო (ნახ. 21.20)



ნახ. 21.20. ფასები კომპანია: WAL-MarT stories wmt.N Tageschart პერიოდში: 21.08,2001 დან 21.03. 2003. (დახურვის ბოლო ფასი 5,467)... დროის პერიოდების ბაზები.

21.5. ელიოტის ტალღისებური თეორია

ელიოტის ტალღისებური თეორია დაფუძნებულია კვლევებზე, რომელიც ჩაატარა რალფ ნელსონ ელიოტმა (კალიფორნიის ბუღალტერია) და გამოქვეყნდა 1940 წელს. ფიბონაჩის რიცხვთა გამოყენების კანონზომიერებებისა და მისი კავშირის გარდა ბუნებასა და გარემოსთან იგი ასევე იკვლევდა სხვა პრობლემებსაც. მისი თეორიის ფუნდამენტური საფუძველი გახდა იმის გაგება, რომ კაცობრიობის მთელი ეფოლუცია ყველა სფეროში გაიყლის გარკვეულ ფაზებს. რომლებიც მეორდებიან რომელიმე ციკლური მოდელის მიხედვით. ასეთი დასკვნის ამოსავალი წერტილია ბუნებაში ციკლურ პროცესებზე დაკვირვება, ისეთებისა, როგორიცაა: დღისა და ღამის მონაცვლეობა, პლანეტათა მოძრაობა, მოქცევა და უკუქცევა, სიცოცხლე და სიკვდილი. ეს განმეორებადი ციკლები შეიძლება დახასიათდეს ორი სხვადასხვა ძალის წყაროებით: შექმნა და ნგრევა. ეს დუალიზმი შეიძლება საფუძვლად დაედოს სხვა, ძირითადად ეზოთერისტულ ფილოსოფიას, როგორიცაა მაგალითად იანისა და ინის ძალები.

თავდაპირველად ელიოტის მიერ საერთოდ არ განიხილებოდა ბაზრებზე ფასების წინასწარ-

მეტყველების შესაძლებლობის საკითხი, ის ემყარებოდა ინფორმაციას ცვლილებების შესახებ საფონდო ბაზრებზე. ბოლო 80 წლის მანძილზე მან აღმოაჩინა, რომ ბაზარმა განიცადა აღმავლობის 5 ტალღა, მაშინ როცა დაცემა მოხდა სამი ტალღით. ასე რომ, ნაპოვნი იქნა „ელიოტის ტალღა". ფიბონაჩის რიცხვების განაწილების წარმატებულმა მაგალითმა 3,5,8 დაადასტურა „ზებუნებრივი" საერთო წესი.

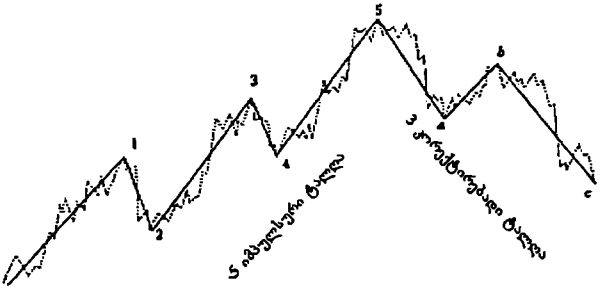
ეს მონაცემები მიღებული იქნა დოუ-ჯონსის ინდექსის შედეგად. ელიოტი მიუთითებდა იმაზე, რომ მისი ტალღისებური თეორია გამოყენებადი მხოლოდ აქციებზე ინდექსებთან მიმართებაშია. ვინაიდან მხოლოდ მათი გრაფიკები უჩვენებენ წმინდა, ბუნებრივ ქცევას ბაზრის უამრავი მონაწილეების მიერ. ასე რომ, ელიოტის ტალღისებური თეორია უნდა განიხილებოდეს როგორც მასების ფსიქოლოგიის გამოვლენა. გრაფიკებს ცალკეული აქციებისათვის, საპროცენტო განაკვეთებისათვის ან ვალუტათა კურსებისათვის აქვთ ტენდენცია აჩვენონ რყევა უფრო ქაოსურად გაჟღენის ცდომილებათა გამო. მისი რეკომენდაციების მიუხედავად. ელიოტის ტალღისებური თეორია დღეისათვის გამოიყენება ტექნიკურ ანალიზში კრძო ბაზრებთან მიმართებაში.

ელიოტმა შეიმუშავა ორი საბაზრო მოდელი:

- იმპულსური ტალღები (Impulse waves), რომელიც შედგება 5 საწყისი მოძრაობისაგან და ქმნის ძირითად ტენდენციას;

  მაკორექტირებელი ტალღები (Corrective waves), რომლებიც შედგება 3 საწყისი მოძრაობისაგან, რომლებიც ეწინააღმდეგებიან ძირითად ტენდენციას.

იმპულსური ტალღების შიგნით შეიძლება აღმოჩნდეს მაკორექტირებელი ტალღები, რამდენადაც ისინი ექვემდებარებიან იმპულსურ ტალღებს. საერთოდ იმპულსური ტალღები აღინიშნებიან ნომრებით 1,3,5 და ასოებით, a, c, მაშინ როცა მაკორექტირებელი ტალღები ნომრებით 2,4 და ტალღები 1,2,3,4,5 აყალიბებენ საუკეთესო ტალღას. ტალღები a, b, c - საუკეთესო მაკორექტირებელ ტალღას. დასახელება ყოველთვის ემატება ტალღის ბოლოს. ქვემოთ წარმოდგენილია დიაგრამა გვიჩვენებს იმპულსურ და მაკორექტირებელ ტალღებს ზრდის ტენდენციის მქონე ბაზრებისათვის. ისეთი ბაზრებისათვის, რომელთათვის დამახასიათებელია შემცირების ტენდენცია, სახეზე იქნება საპირისპირო ილუსტრაცია (ნახ. 21.21.)



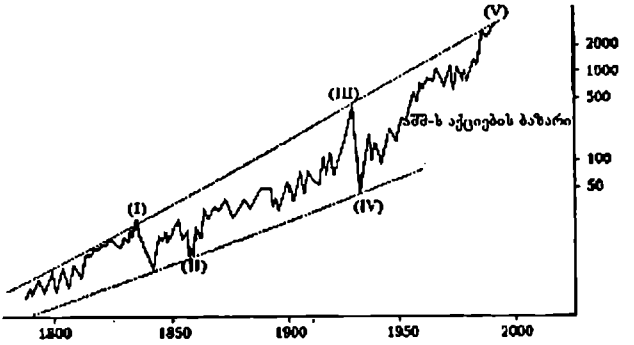
ნახ. 21.21

უნდა აღინიშნოს, რომ აღწერილი ტალღური ციკლი შეიძლება განხილული იქნას ნებისმიერ შემცირებულ მონაკვეთში. ასე მაგ. თუ კი ჩვენ ყურადღებას მივაქცევთ ცალკეულ ტალღას და პროცესებს განვიხილავთ ამ ერთი ტალღის შიგნით, ჩვენ იდეალურ შემთხვევაში, მაშინ კიდევ უნდა ეიპოვოთ ელიოტის ასეთივე ციკლი. ერთადერთი, რაც შეიცვალა, ესაა დროის ინტერვალი და ტალღების სიდიდე. უფრო თანმიმდევრული კვლევისას ამ ქვეციკლის ერთ-ერთ ტალღას ჩვენ ეიპოვით სხვა „ქვეციკლში" ელიოტის ტალღის იგივე მახასიათებლებით, 5 იმპულსური ტალღით და 3 მაკორექტირებელი ტალღით და ა.შ.

ამ პერსპექტივას ითვალისწინებს კვლევის სხვა მიმართულება, რომელიც ქაოსის თეორიის სახელწოდებითაა ცნობილი (Chaos theory) და პოპულარული გახდა ბოლო ათწლეულებში. ამ

თეორიის ძირითადი მტკიცება მოდის ფიზიკიდან, რომელიც მდგომარეობს იმაში, რომ ყველა ბუნებრივი სისტემა (მცენარეულობა, მთები, გალაქტიკები), შეიძლება მრავალჯერ დაიყოს კრძო სისტემებად იგივე სტრუქტურით, რაც ძირითად საწყის სისტემაშია წარმოდგენილი. კარგ მაგალითად გამოდგება კარგად ნაცნობი Mandelbrot – ხეები. (Mandelbrotrees) ანდა ფრაქტალები (Fractals). ფრაქტალები ესაა მათემატიკური სტრუქტურები, რომლებიც შემცირებული მასშტაბით უსასრულოდ მეორდებიან. როგორც ელიოტის თეორია, ასევე ქაოსის თეორია აგებულია ერთსა და იმავე ფუნდამენტურ პრინციპებზე.

ელიოტის ტალღური თეორიის საფუძველზე ჩატარდა სხვადასხვა გაფართოებული კვლევები. ყველაზე დიდი აღმოჩენილი ციკლი გაერცელდა რამდენიმე ასწლიანი პერიოდით და ეწოდა „დიდი სუპერ ციკლი" (Grand Super Cycle). ციკლის დაკვირვებადი ტალღის წარმოშობის პერიოდის მიხედვით თეორეტიკოსები იხსენიებენ სუპერციკლებს („Super cycles"), რომლებიც მოიცავენ რამდენიმე ათწლეულის, უბრალო ციკლებს („cycles") და გრძელდება წლები. პირველად ციკლებს, („Primary cycles"), რომლებიც გრძელდება რამდენიმე წელს ან თვეს, „შუალედურ ციკლებს" („Intermediate Cycles"), რომლებიც გრძელდება რამდენიმე თვეს ან კვირას, „პატარა ციკლებს". („Minor cycles") — რომლებიც გრძელდებიან რამდენიმე კვირას ან დღეს და „წუთობრივ ციკლებს" („Minute cycles"), რომლებიც გრძელდება დღეების, საათების ან წუთების განმავლობაში. ყოველი ციკლი არის უფრო მსხვილი ციკლის ნაწილი და ამავდროულად თვითონაც იყოფა უფრო მცირე ციკლებად. ნახ. 21.22-ზე წარმოდგენილი დიაგრამა უჩვენებს ყველაზე დიდ ციკლს აშშ-ს აქციების ბაზრისათვის.



ნახ. 21.22. აშშ-ს აქციების ბაზრის დინამიკა 1879-1992 წლების პერიოდში.

ზემოთ აღწერილი ციკლის მოდელი გამოიყენება იმისათვის, რათა განხორციელდეს ცვლილებების წინასწარი განსაზღვრა საფონდო ბაზარზე. ზოგჯერ ხორციელდება რიგი სპეციალური გამონაკლისები მოდელიდან. ზოგჯერ ერთ-ერთი სამი იმპულსური ტალღა (1, 3 ან 5) იყოფა ისევ ხუთ ტალღად. ამას „გაფართოება" („Extension") ქვია. ასეთ შემთხვევაში მთელი ტალღა მთლიანად შედგება 9 ნაწილისაგან. მესამე ტალღა არასოდეს არაა ყველაზე მოკლე ყველა იმპულსური ტალღების 3 მიმართულებიდან.

თუ კი მეხუთე იმპულსური ტალღის უმაღლესი პიკი ვერ აღწევს მესამე იმპულსური ტალღის საუკეთესო სიმაღლეს, ელიოტის ტალღების ანალიტიკოსები ამბობენ „ჩავარდნაზე" („Failure"). ეს სცენარი ხორციელდება მაშინ, როცა ბაზარი კარგავს მთელ თავის ენერგიას უკვე მესამე იმპულსურ ტალღაზე.

იმისათვის, რომ ყოველმხრივ იქნას განხილული ყველა შესაძლო გამონაკლისი, საჭიროა ყველა სპეციალიზირებული პუბლიკაციის გაცნობა. თუმცა აქ შეიძლება ჩამოყალიბებულ იქნას ზოგიერთი

საერთო წესი, კერძოდ:

- მეორე ტალღა არ შეიძლება იყოს გრძელი პირველ ტალღასთან შედარებით. ფასების დონე არ შეიძლება დაეშვას ტალღა 2-ის ამოსავალი წერტილის დონეზე დაბლა;
  ტალღა 3 არ შეიძლება იყოს უფრო მოკლე, 1 და 5 ტალღასთან შედარებით;
  იმპულსური ტალღები თავიანთი 5 ქვეტალღით და მაკორექტირებელი ტალღები 3 ქვეტალღით უნდა მონაცვლეობდნენ. ასე რომ ადგილი აქვს „ხარების" ბაზრების გადართვას „დათვების" ბაზრად და პირიქით;
  ტალღების სიგრძე დაკავშირებულია ერთმანეთთან გარკვეული თანაფარდობით. ეს თანაფარდობა დამოკიდებულია ფიბონაჩის რიცხვით მწკრივზე და შეიძლება შეფასდეს პროცენტული გამოხატულებით;
  მეორე ტალღის პარამეტრები შეადგენენ 24%, 38,50% ან 62%-ის პირველი ტალღის სიგრძესთან მიმართებაში;
  მესამე ტალღის სიგრძე შეადგენს პირველი ტალღის 1,62 ან 2,62 ჯერად სიდიდეს;
  მეოთხე ტალღის სიგრძე ტოლია მესამე ტალღის სიგრძის 15%, 24, 38 ან 50%-ისა;
  1 და 4 ტალღა საერთოდ არ ედებიან ერთიმეორეს. ეს იმას ნიშნავს რომ მეოთხე ტალღის ფასების დაბალი დონე მეტია პირველი ტალღის პიკზე ანდა მისი ტოლია;
  მეხუთე ტალღა უნდა იყოს მაღალი მესამე ტალღის ბოლოსთან შედარებით.

დასკვნის სახით რამდენიმე სიტყვა ელიოტის ტალღურ თეორიაზე. ძალზე ძნელია მის დებულებებთან კამათი. სისტემა გამუდმებით იხვეწება და სრულყოფილი ხდება მისი თანამოაზრეების მიერ. ითვლება, რომ არ არსებობს არასწორი სიგნალები ანდა ინსტრუქციები. არასწორი შეიძლება იყოს მხოლოდ ანალიზი და დასკვნები. ასე რომ ეს თეორია უცნებელია, ვიდრე მტკიცდება მისი ძირითადი დაშვებები.

1980-იან წლებში ელიოტის ტალღების თეორია პოპულარული გახადა რობერტ პრეჩტერმა, რომელიც სწავლობდა ფსიქოლოგიას. 1978 წელს რეცესიიდან გამოსვლის დროს პრეჩტერმა ა.ჯ. ფროსტისთან ერთად გამოუშვა წიგნი ელიოტის ტალღების თეორიის მიხედვით, რომელშიც ავტორები ასაბუთებდნენ რომ დოუ-ჯონსის ინდექსი იცვლება „ხარების" ფართო ბაზრის მიმართულებით მომავალ ათწლეულში სიმაღლით 2700, 2800 შემდგომი მნიშვნელოვანი დადაბლებით. 1983 წელს მან გამოაქვეყნა გადაფასებული შეფასება ახალი სიმაღლით 3600 დონემდე.

სამწუხაროდ მისი წინასწარმეტყველება არ ახდა საფონდო ბაზარზე 1987 წლის კრიზისის გამო, რაც დოუ-ჯონსის ინდექსი დაეცა 2750 სიმაღლიდან დაახლოებით 1000 პუნქტამდე. ამის შედეგად ბევრი მისი თანამოაზრე მისგან შებრუნდა 1990-იანი წლების მის მიერ ნაწინასწარმეტყველები საბაზრო აღმავლობის რეალიზებამდე. პრეჩტერმა აღიარა რა თავისი შეცდომები, გახდა პესიმისტური ავტორი, რომელიც აფრთხილებდა მსოფლიო ფინანსური სისტემის სერიოზული კრიზისის დადგომის შესახებ.

ოცდამეორე თავი. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ბრაფიკული ანალიზი

22.1. ძირითადი ღებულებები

განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრების პროფესიონალი მონაწილეები დიდი ხანია იყენებენ ტექნიკურ ანალიზს როგორც მეთოდს, რომელიც ეხმარება მათ შეიმუშაონ ბირჟაზე ქცევის სწორი ტაქტიკა და მიიღონ სწორი საინვესტიციო გადაწყვეტილებები. ტექნიკური ანალიზისადმი ასეთ ყურადღებას სერიოზული საფუძველი აქვს. სხვადასხვა ინფორმაციის მნიშვნელოვანი მასივების შესწავლამ ბაზრების შესახებ შესაძლებელი გახადა განისაზღვროს რიგი სტანდარტული განმეორებადი მოდელები, რომლებიც ხასიათდებიან რიგი თვისებებით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ტექნიკური ანალიზი ემყარება სამ ძირითად პრინციპს. ესენია:

- ასახვის პრინციპი;
- ტრენდის პრინციპი;
- განმეორებადობის პრინციპი.

ასახვის პრინციპი იმაში მდგომარეობს, რომ ყველა მიმდინარე მოვლენა (ეკონომიკური, პოლიტიკური, სოციალური და ფსიქოლოგიურიც კი) თავის ასახვას პოულობს ფასებში. სხვა სიტყვებით, ფინანსური აქტივების ფასები იცვლებიან ადამიანის ცხოვრების სხვადასხვა სფეროს ზემოქმედების შედეგად.

ფუნდამენტური ანალიტიკოსებისაგან განსხვავებით ტექნიკური ანალიტიკოსები თვლიან, რომ წლიური ანგარიშგების მოგებისა და ზარალის ანგარიშების, ანალიზის ჩატარება, მეურნეობის ამა თუ იმ დარგის ეკონომიკური მდგომარეობის გაანალიზება, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ყოველივე ის, რაც მიმართულია ე.წ. ფასიანი ქაღალდების „შინაგანი ღირებულების“ განსაზღვრაზე არის დროის უქმად დაკარგვა. ამ დასკვნის სისწორეს ტექნიკური ანალიტიკოსები ასაბუთებენ მაგ. აქციების საბალანსო ანდა საბაზრო ღირებულების ისტორიული მონაცემებით. უნდა ითქვას, რომ კერძო მაგალითებში არა გამონაკლისის, არამედ წესად იქცა სიტუაცია, როცა არის მნიშვნელოვანი გარღვევა აღნიშნულ მაჩვენებლებს შორის. ასეთი გარღვევების არსებობისას ტექნიკური ანალიტიკოსი რჩება იმის ერთგული, რომ ახლანდელი რეალური აქციის ფასი განისაზღვრება ბირჟაზე სავაჭრო სესიების შედეგებით ანდა რომელიმე ელექტრონული სავაჭრო სისტემით.

ფასების ცვლილება არის მიწოდებისა და მოთხოვნის ცვლილების შედეგი. ტექნიკური ანალიზი ფაქტიურად არც ცდილობს იმ მიზეზების დადგენას, რომელმაც გამოიწვია ფასების ესა თუ ის რყევა. იგი ცდილობს ზუსტად იცოდეს რა მოხდა სინამდვილეში ფასებთან მიმართებაში და დაადგინოს მისი ცვლილების ტენდენცია.

ტრენდის პრინციპი ამტკიცებს, რომ ფასების ცვლილება ხდება რამდენიმე განსაზღვრული მიმართულების შესაბამისად. ეს მიმართულებები არის ბაზრის ნორმალური აღწერა. სტატიური აღმავლობა და დაცემა გაცილებით მცირე ადგილს იჭერენ საბაზრო ისტორიაში ტრენდებთან შედარებით.

მიწოდებისა და მოთხოვნის ურთიერთდამოკიდებულება ქმნის ტრენდს. საბაზრო ფასებიც ამის მიხედვით იცვლება, ჯერ ისინი იწყებენ მოძრაობას ერთი მიმართულებით, მაგ. ზევით და ამით ქმნიან უმაღლეს ტრენდს. ეს ტრენდი გაბატონებულია მანამ, სანამ მისი ცვლილებების სისწრაფე არ დაიწყებს შემცირებას, რაც მომავალში მიმართულების შეცვლის მიმნიშნებელია. ამ დროს იწყება ახალი ტრენდის ჩამოყალიბება.

განმეორებადობის პრინციპი

იგი მოკლედ შეიძლება ფორმულირებული იქნას ასე: ბაზარზე მიმდინარე ყველა მოვლენა მეორდება. დროდადრო ჩნდება განსაზღვრული, გარკვეული დროით შენარჩუნებული მოდელური სიტუაციები, ისინი შესაძლებელს ხდიან ინტერპრეტირებული იქნას წარსული ცვლილებები და მოახდინოს ფასების მომავალი ცვლილების პროგნოზირება. მეორეს მხრივ, ადამიანის ბუნება ისეთია, რომ იგი, როგორც

წესი, მოქმედებს უკვე შეძენილი გამოცდილების შესაბამისად და ამიტომ ცდილობს შექმნას შედარებით წარმატებული სქემები და მოქმედებათა წესები. ამიტომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მიდრეკილია განმეორებებისაკენ. ამიტომაც ტექნიკური ანალიტიკოსი უნდა ცდილობდეს გამოყოს ეს განმეორებები საკუთარი მიზნების მიღწევის მიზნით. ტექნიკური ანალიზის მოტანილი პრინციპების საფუძველზე შეიძლება განისაზღვროს მისი არსი, ფასიანი ქაღალდების ბაზარსან მიმართებაში.

და ბოლოს, შეიძლება ითქვას, **რომ ტექნიკური ანალიზი ეს ისეთი მეთოდია, რომელიც ითვალისწინებს როგორც ცალკეული ფასიანი ქაღალდების, ისე მთელი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესწავლას მიწოდებისა და მოთხოვნის საფუძველზე.** პრაქტიკაში ეს ნიშნავს ფასისმიერი და ნატურალური მაჩვენებლების ისტორიის შესწავლას და ინტერპრეტაციას, რომლებიც ახასიათებენ ბაზარზე მიმდინარე ცვლილებებს.

22.2. აქციების კურსის ანალიზი და პროგნოზირება გრაფიკების გამოყენებით

წინა თავებში ჩვენ გავეცანით აქციებზე ფასების განვითარების ანალიზის სხვადასხვა მეთოდებს. ახლა შეიძლება გავეცნოთ ანალიზის საკმაოდ ხშირად გამოყენებულ და ძალზე მნიშვნელოვან მეთოდს — ანალიზს გრაფიკების დახმარებით.

ჩარტი[1] (ინგ. chart – გრაფიკი-დიაგრამა, აქ კურსის ან ფასების დინამიკის გრაფიკული წარმოსახვა ბირჟაზე კონიუნქტურის შესწავლისათვის). ეს არის აქციების კურსის ან ფასების დონის ცვლილების გრაფიკული გამოსახვა დროის განსაზღვრულ მონაკვეთში. ჩარტის მეშვეობით შეიძლება წარმოაჩინოთ, უსახოთ არა მარტო აქციების ფასების, სესხების ან სხვა ფასიანი ქაღალდების განვითარება, არამედ იგივე კონკრეტულ პროდუქტებთან (ხორცი, ნავთობი, ყავა, ვერცხლი, ოქრო და ა.შ.) მიმართებაში.

აქციების ფასების ცვლილება, გამოხატული ჩარტის მეშვეობით, ცნობილი იყო XVII საუკუნეში. ამ დროს ჩარტი გამოიყენებოდა იაპონიაში ბრინჯით ვაჭრობაში, რათა მისი ანალიზის მეშვეობით დაენახათ მომენტები, როცა ფასს პროდუქტზე ჰქონდა ზრდის ან დაცემის ტენდენცია და სწორი რეაგირება მოეხდინათ მოცემულ სიტუაციებში.

როგორც ცნობილია, გრაფიკი შეიძლება აიგოს სხვადასხვა მეთოდებით იმაზე დამოკიდებულებით, რა ინფორმაცია გვჭირდება მასში აისახოს და შემდგომში გამოყენებული იქნას.

გრაფიკები აიგება კოორდინატთა სისტემის ღერძების მეშვეობით. პორიზონტალურ ღერძზე აღინიშნება დროის მონაკვეთები, რომელთა მეშვეობით უნდა გაანალიზდეს აქციების კურსის ცვლილება. ვერტიკალურ ღერძებზე აღინიშნება საინტერესო აქციების ფასები ანდა კონკრეტული პროდუქტის ფასები. პერიოდებად შეიძლება იყოს წლები, თვეები, კვირეები, დღეები, საათები და წუთებიც კი. მასშტაბი აირჩევა საკუთარ შეზღუდულებების მიხედვით.

გრაფიკებით ანალიზის მიზანია ფასების ცვლილებების კანონზომიერებების დადგენა.

ვინაიდან ფასები იცვლება გარკვეული მიმართულებით შეიძლება განვასხვაოთ სამი სახის ტრენდი (ტრენდი-ფასების განვითარების მიმართულება)[2]:

- „ხარების" ანუ აღმავალი (Bullish) – ფასების ზრდა;
- „დათვების" ანუ დაღმავალი (Bearish) — ფასების დაცემა;
- გვერდითი (sideways) – ფასების რყევა ერთსა და იმავე დონეზე.

ტრენდი შეიძლება შემობრუნდეს და დაიწყოს მოძრაობა დაღმავლობიდან აღმავლობისაკენ,

[1] ინგლ. chart - გრაფიკი, დიაგრამა; ამ შემთხვევაში - კურსის ან ფასის დინამიკის გრაფიკული ასახვა, ბირჟის კონიუნქტურის ანალიზისათვის.

[2] Trend - ფასის ჩამოყალიბების მიმართულება.

ან აღმაფალობიდან დაღმაფალობისაკენ მან ასევე შეიძლება იმოძრაოს გვერდითი მიმართულებით. დაღმაფალიდან გვერდით ანდა აღმაფალიდან გვერდით.

ტრენდები განსხვავდებიან ასევე მოქმედების დროის მიხედვით. გრძელვადიანი ტრენდი შეიძლება გრძელდებოდეს რამდენიმე წელი, საშუალო ვადიანი – ერთ წლამდე და მოკლევადიანი – ერთ თვემდე. ცხადია ასეთი დაყოფა მიახლოებითია.

ვაანალიზებთ რა მიმდინარე გრაფიკებს, და ვადარებთ რა მათ გასული პერიოდის გრაფიკებს, შესაძლებელი ხდება გამოვაკლინოთ ჩვენთვის საინტერესო ფასიანი ქაღალდების ყიდვის ან გაყიდვის ტრენდი და განვსაზღვროთ მისი საუკეთესო მოქნილები, ე.ი. შესაძლებელია ფასების განვითარების პროგნოზირება.

ამაუე დროს ჩვენ გამოვდიგართ იქედან, რომ ყველა ფაქტორი, ფუნდამენტური მიზანი რომელიც შეიძლება გაველენას ახდენდეს კურსზე, უკვე გათვალისწინებულია გრაფიკზე. მასზე თითქოს ასახულია ფასების მოკლე ისტორია.

ამ თავის მომდევნო განყოფილებებში ჩვენ გავეცნობით გრაფიკების კლასიკურ თეორიას და ვისწავლით ამ გრაფიკების გამოყენებას, რომლებიც მეტად მოხერხებული და ეფექტიანი ინსტრუმენტია ფასების პროგნოზირების საქმეში. ასე რომ, ჩვენ მივედით ამ თავის არსებით განყოფილებამდე.

გრაფიკების სახეები.

გრაფიკების მრავალი სახეობა არსებობს, მაგრამ ჩვენ აქ განვიხილავთ ყველაზე უფრო გავრცელებულ სახეებს:

- წრფივი გრაფიკები;
- პისტოგრამები;
- ჯერები და ნულები;
- იაპონური სანთლები.

აღნიშნული გრაფიკები შეიძლება აიგოს ნებისმიერი პერიოდის მიხედვით ჩვენს მიერ არჩეული დროის ინტერვალის მიხედვით. ამ თავში ჩვენ ვიძლევით განმარტებებს, რომლებიც შეიძლება გამოყენებული იქნას შემდეგში:

- ერთიანი მონაკვეთის სიგრძის მიხედვით ჰორიზონტალურ ღერძზე ჩარტების დასახელება შეიძლება იყოს სხვადასხვა. კერძოდ:
- წუთობრივი – ასახავს ფასების ცვლილებას წუთებში.
- საათობრივი — ასახავს ფასების რყევას საათებში.
- დღიური – ასახავს ფასების რყევას ერთი სამუშაო დღის განმავლობაში.
- კვირის – ასახავს ფასების რყევას კვირის მანძილზე.
- თვის მიხედვით – ასახავს ფასების ცვლილებას თვეში.
- წლიური – ასახავს ფასების რყევას წლის მანძილზე.

შემოგვაქვს რამდენიმე ტერმინი ფასების განსაზღვრისათვის. იმისაგან დამოკიდებულებით, თუ როდის დაწესდა ფასი, იგი შეიძლება იწოდებოდეს:

- გახსნის ფასი — ფასი, რომელიც ფიქსირდება ბირჟის გახსნის მომენტში.
- დახურვის ფასი – ფასი, რომელიც ფიქსირდება ბირჟის დახურვის მომენტში.
- მაქსიმალური – ფასის მაქსიმალური დონე, რომელსაც მიაღწია აქციის კურსმა საბირჟო სხდომის განმავლობაში.

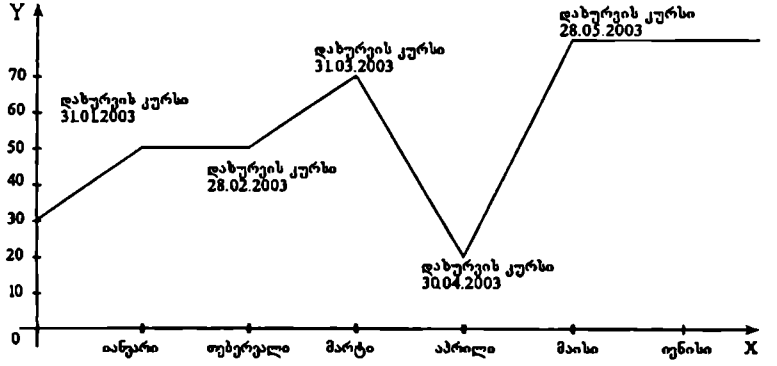
  მინიმალური – ფასების დაბალი დონე, სადამდეც დაეცა აქციების კურსი საბირჟო სხდომის განმავლობაში.

მომდევნო თავებში ჩვენ განვიხილავთ ოთხივე ზემოთ განხილული გრაფიკის სახეებს.

წრფივი ჩარტი

ეს არის ალბათ ყველაზე მარტივი წესი გრაფიკების ასაგებად აქციებზე ფასებთან მიმართებაში. ჰორიზონტალურ ღერძზე (X) აიღება დროის ინტერვალები; დღეები, კვირეები, თვეები, წლები და

ა.შ. ვერტიკალურ ღერძზე (Y) მოცემულია ფასიანი ქაღალდის კურსი დროის მოცემული მონაკვეთის ბოლოს და როგორც ამას თვითონ დასახელება გვეუბნება, „წრფივი ჩარტი", ყველა მიღებულ წერტილს ერთიმეორესთან ვაერთებთ ერთი უწყვეტი ხაზით, რომელიც გვიჩვენებს ფასების დონეთა განვითარებას A დროის მონაკვეთში. დროითი ინტერვალების გამოყოფით, ეთქვათ თვეების, ვერტიკალური ღერძი Y ასახავს ფასს რომელიმე ჩვენს მიერ შერჩეულ პირობით ერთეულებში (ნახ. 22.1).



ნახ. 22.1

სამწუხაროდ, ასეთ აგებაში არ აისახება ყველა დეტალი, რომელიც აინტერესებს მეანაბრეს. ჩარტის ამ სახეობის ნაკლია ის, რომ არ ითვალისწინებს დღის კურსის რყევებს, რომელიც აისახება კურსების კოტირებათა ცხრილებში.

წრფივი ჩარტები შეიძლება მოხერხებული იყოს იმ მოსარგებლისათვის, რომელიც აკვირდება აქციების ფასების ცვლილებას დროის დიდი მონაკვეთის პირობებში, (მაგ. ხუთი ან მეტი წელი). მოკლევადიანი ტენდენციების განსაზღვრისათვის მრავალი ანალიტიკოსი იყენებს საათობრივ და წუთობრივ გრაფიკებსაც კი ფასების ცვლილების ასახვისათვის, რათა მიიღოთ ხარისხიანი პროგნოზები. საშუალოვადიანი ინვესტიციებისათვის, ხშირ შემთხვევაში გამოიყენება კვირეების გრაფიკები, ხოლო თვისა და წლის გრაფიკები უმჯობესია გამოიყენოთ გრძელვადიან ინვესტიციებთან.

ასეთი გამოსახულების უპირატესობებია:

- აგების სიმარტივე. (ამოსავალი ინფორმაცია ამისათვის ადვილად ხელმისაწვდომია).
- თვალსაჩინოება მოსარგებლისათვის.

ნაკლოვანებებია:

- საჭირო ინფორმაციის დაკარგვა.

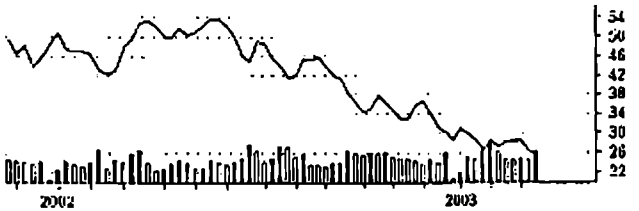
წრფივი ჩარტები შეიძლება ვიხილოთ სხვადასხვა ჟურნალებში, გაზეთებში ინტერნეტის ეკონომიკურ რუბრიკებში. მათი გამოსახულება დიდ ადგილს არ იჭერს.

თუ კი საბირჟო ვაჭრობები ყველა საქონელზე განსორციელდა მხოლოდ დღეში ერთხელ და არ იქნებოდა რყევები ამ ინტერვალის პერიოდში, მაშინ საკმარისი იქნებოდა ფასების ცვლილების ისეთი გრაფიკის აგება როგორიცაა წრფივი ჩარტი, ვინაიდან ამ შემთხვევაში ყველა ინფორმაცია ფასების განვითარების შესახებ მიღებული იყოფილიყო მისგან.

მაგალითი, მიმდინარე (უწყვეტი) კოტირების საპირისპიროდ სალაროს გარიგებების კურსი დგინდება ოფიციალურად მხოლოდ ერთხელ: საბირჟო სხდომის დროს. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისას რომლებიც არ არის დაშვებული მათი რაოდენობის გამო ცვალებად ვაჭრობებზე, კურსის დადგენა ხდება

მხოლოდ ერთხელ დღეში, საბირჟო სხდომის დროს. ერთიანი კურსი ანდა საკასო გარიგებების კურსი არის საზომი ყველა საბირჟო დაკალებისათვის, რომელიც ვერ აღწევს განსაზღვრულ რაოდენობას, (როგორც წესი, 100 ცალი) და უნდა გაიყიდოს ან შესყიდული იქნას მეანაბრის სურვილით სალაროს გარიგებების კურსთან შესაბამისობაში. ერთიანი კურსები ეხება ასევე ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც რაოდენობისაგან დამოუკიდებლად საერთოდ არ დაიშვებიან ცალებად ვარჭობაზე.

თუ კი წრფივ ჩარტს განვიხილავთ გრძელვადიანი პროგნოზისათვის (ვთქვათ, 10 წელი), მაშინ სხვა სახის ჩარტებით გამოსახული რყევები აღმოჩნდებიან დაშვებულ ცდომილებათა ფარგლებში. მაგრამ ამასთან ერთად, ცხადია, მაინც უპირატესობა უნდა მიენიჭოს სხვა, ჩვენს მიერ ქვემოთ განხილულ ჩარტებს, ვინაიდან ისინი მოიცავენ ფასების განვითარების შესახებ სრულყოფილ და ღრმა ინფორმაციას. წრფივი ჩარტის ერთ-ერთი მაგალითი მოყვანილია ნახ. 22.2-ზე.

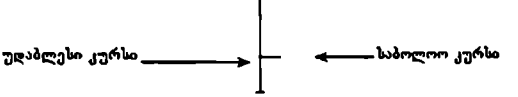


ნახ. 22.2. კვირის ჩარტი. (დახურვა).

პისტოგრამები (Bar' Charts)

პისტოგრამაში გრაფიკულად ასახულია ჩვენთვის საინტერესო აქციების საანგარიშო პერიოდის დაბალი, მაღალი, საწყისი და დამასრულებელი კურსები. იგი ასევე აიგება ორ კოორდინატთა X და Y ღერძებზე. ჰორიზონტალურ X ღერძზე აიგება დროითი ინტერვალები, ვერტიკალურ Y ღერძზე – ფასების დონე რომელიმე ერთეულებში ანდა, როგორც ჩვენს მაგალითში, ათობით პირობით ერთეულებში. Bar — ჩარტის განსხვავება წრფივი ჩარტისაგან იმაში მდგომარეობს, რომ Bar – ჩარტში ვერტიკალურ ღერძზე დაიტანება არა მარტო ფასების დონე ვაჭრობის დახურვისას, არამედ მისი გახსნისასაც, ფასების უმაღლესი და უდაბლესი დონეები დროის მონაკვეთში, რომლითაც დაყოფილია ეს ღერძი.

ვერტიკალური ხაზის სიგრძე დამოკიდებულია და შეესაბამება ფასების რყევის დიაპაზონს (ე.ი. სხვაობას კურსის უმაღლეს და უდაბლეს დონეებს შორის) ყოველი პერიოდისათვის. ხაზი, რომელიც იხრება მარცხნივ, ახასიათებს გახსნის ფასს, დახურვის ფასი გამოიტანება პორიზონტალური ხაზით, რომელიც იხრება პერპენდიკულარულად მარჯვნივ (ნახ.22.3.).

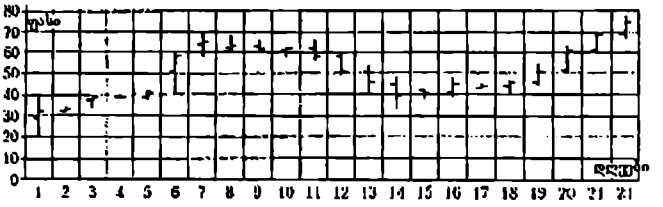


ნახ. 22.3. გახსნისა და დახურვის ფასების წრფეები

ასეთი ზუსტი ინფორმაციის არსებობისას რყევის სიდიდე თვალნათლივ გამოჩნდება და ჩვენ უფრო ნათელი წარმოდგენა შეგვექმნება მცირეოდენ ცვლილებებზეც კი მოთხოვნისა და მიწოდების სფეროში.

ჩვენ მოგვყავს რამდენიმე თვალსაჩინო მაგალითი. ქვემოთ მოტანილ ნახაზებზე (22.4; 22.5)

გამოსახულია ფასების ცვლილების ორი ჩარტი ჩვენს მიერ გამოგონილ აქციებზე. პირველი პისტოგრამა ასახავს კურსების ცვლილებას დღის განმავლობაში, მეორე, — კვირის განმავლობაში. პორიზონტალურ ღერძზე პირველ ნახაზზე ჩვენ აგსახავთ ერთი თვის სამუშაო დღეებს, ვერტიკალურზე – ფასს.



ნახ.22.4. აქციების დღის ჩარტი (პისტოგრამა)



ნახ. 22.5. აქციების კვირის ჩარტი (პისტოგრამა).

მეორე ნახაზის ვერტიკალურ ხაზზე ჩვენ აგსახავთ ერთი თვის კვირეებს, ვერტიკალურზე – ფასს.

გრძელვადიანი პისტოგრამები აიგება ისევე, როგორც მოკლევადიანები, მაგრამ ამ შემთხვევაში პორიზონტალური და ვერტიკალური ხაზები ასახავენ უმაღლეს და უდაბლეს დონეებს ასევე დახურვის დონეს დროის უფრო ხანგრძლივ მონაკვეთში (კვირა, თვე, წელი).

Bar — ჩარტის უპირატესობებია:

- მოიცავს გაცილებით მეტ ინფორმაციას იმასთან შედარებით, რაც შეიძლებოდა მიგველო წინა მეთოდის მეშვეობით. აქ ჩვენ ვხედავთ ოთხ ძალზე მნიშვნელოვან მონაცემებს ფაქტორის პროგნოზირებისათვის.

Bar — ჩარტის ნაკლია:

- ამ მეთოდით გრაფიკის აგების სუსტი რგოლია მისი არათვალსაჩინოება Bar – ჩარტების განხილვისას საკმაოდ გრძელ დროის ინტერვალებში.
  გრაფიკის აგებისათვის საჭირო ინფორმაცია ყველასათვის ხელმისაწვდომი არ არის. მოგვყავს რამდენიმე მაგალითი Bar – ჩარტისათვის. ნახ. 22.6.

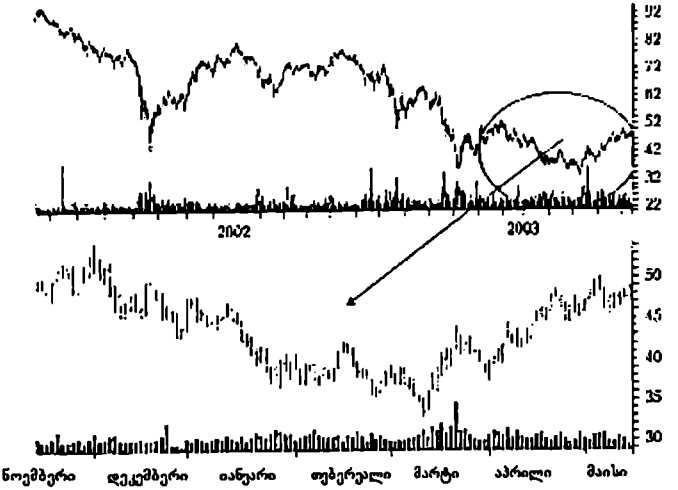
ლოგარითმული მასშტაბი

ვერტიკალური ღერძის არითმეტიკული გამოსახულებისას მონაკვეთი ორ თანაბრად დაშორებულ სიდიდეს შორის არის ერთნაირი. კურსები 20 და 40 პირობითი ერთეულით შეიძლება ერთიმეორისაგან იგივე დაშორებით, რაც 100 და 120 პირობითი ერთეული. პროცენტული ცვლილებები ასეთ ჩარტებზე არ აისახება. მაგრამ პრაქტიკულად ჩანს, რომ სწორედ პროცენტული ცვლილებები არის გადამწყვეტი სიდიდეები. ვინაიდან მეანაბრეს პირველ რიგში აინტერესებს შემოსავალი პროცენტულ გამოსახულებაში დაბანდებულ კაპიტალთან მიმართებაში და არა მოგების აბსოლუტური სიდიდე.

ეს ნაკლოვანებები თავიდან იქნება აცილებული ჩარტების აგებისას ლოგარითმული მასშტაბების გამოყენებით.

ლოგარითმულ მასშტაბში ერთნაირი პროცენტული ცვლილებები კურსის ცვლილებებში აისახება ერთნაირი მონაკვეთებით ვერტიკალურ ღერძზე. სხვაობა 20-სა და 40 პირობით ერთეულს შორის არის

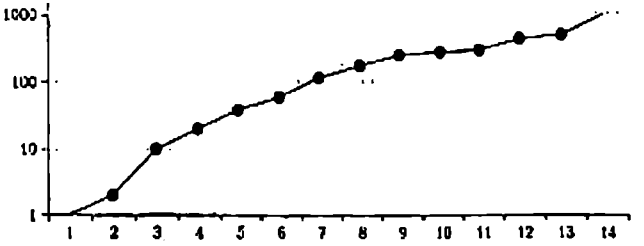
კურსის შეცვლა 100%-ით და ამიტომ მონაკვეთი ვერტიკალურ ხაზზე ტოლია მონაკვეთისა კურსის ზრდისას 40-დან 80 პირობით ერთეულამდე.



ნახ. 22.6. გერმანული ბანკის დღიური ჩარტი 2 წლის ვადით. გერმანული ბანკის დღიური ჩარტი 6 თვის ვადით.

რამდენადაც ესეც შეადგენს ზრდას 100%-ით (ერთნაირი კოეფიციენტები ზრდის გამოიხატება ერთნაირი მონაკვეთებით) ფასების დონისაგან დამოუკიდებლად). ორივე შემთხვევაში მეანაბრემ გაორმაგა თავისი დაბანდებული კაპიტალი.

ასეთი მეთოდი საშუალებას იძლევა ჯერ-ერთი, ერთიმეორეს შეუდაროთ ამონაგები ან ზარალი კურსის ამაღლების ან დაცემისას ამ პერიოდებში. მეორეც, იგი შესაძლებლობას იძლევა პირდაპირ შეუდარდეს ერთი აქციის ფასების ზრდა სხვა აქციების, ბაზრების, ვალუტების ფასებს აბსოლუტური კურსის სიდიდისაგან დამოუკიდებლად. (ნახ. 22.7.; ნახ. 22.8).



ნახ. 22.7. წრფივი გრაფიკი ლოგარითმული მასშტაბით.

ეს ჩარტები განსხვავდებიან წინამორბედებისაგან იმით, რომ დრო მათში ითამაშებს მეორეხარისხოვან როლს (მათში არ არის X ღერძი). ეს იმას ნიშნავს, რომ ჩვენთვის მნიშვნელოვანია ვიცოდეთ არა

აქციების კურსი ოპტიმალურად დროითი ინტერვალის შემდეგ, არამედ ის, რომ მიაღწევს თუ არა კურსი ამ მომენტში განსაზღვრულ დონეს.



ნახ. 22.8. გერმანული ბანკის აქციების კვირის ჩარტი ლოგარითმული მასშტაბით.

ჩარტი აიგება უჯრიან ქაღალდზე, ვერტიკალურ ღერძზე დატანილია აქციათა კურსი, ჰორიზონტალური ღერძი არ არის დაყოფილი დროით ინტერვალებად, მაგრამ მისი დახმარებით ჩანს, რომ ყველა ჩანაწერი, რომელიც დგას მარჯვნივ, დატანილი იყო მარცხნივ მდგომებზე გვიან, ჩარტი აიგება სვეტების მეშვეობით.

ჯვრები და ნოლები (Point & Figura charts)

ჯერ განვიხილოთ ჩარტი: „ჯვრები და ნოლების" წინამორბედი რიცხვითი ჩარტი. უჯრის მასშტაბი არის ჩვენს მიერ არჩეული სიდიდის მიხედვით კურსის ცვლილება პირობით ერთეულებში. მოვიყვანოთ თვალსაჩინო მაგალითი: ყოველ უჯრას აქვს მასშტაბი სიდიდით 0.2 პუნქტი (რაც ნიშნავს ფასების აწევის ან დაწევას 0,2 პირობითი ერთეულით). ციფრი ჩარტზე დაიტანება მხოლოდ მაშინ, როცა ფასი შეიცვლება უჯრის სიდიდის ფერადი ოდენობით.

აქციების კურსი აიწია 101-დან 101,2 პირობით ერთეულამდე.

- სვეტზე დაიტანება ციფრი 1.
- ფასების ზრდისას რიცხვი დაიტანება ქვევიდან ზევით;
- შემდგომ პერიოდში კურსი აიწია 101,2-დან 101,6 პირობით ერთეულამდე, სვეტზე დაიტანება ორი ერთეული ერთიმეორის მიყოლებით;

  კურსი აიწია 101,6 დან 101,7 მდე (პირ. ერთ.) — რამდენადაც 101,7 – 101,6 = 0,1, ჩანაწერი სვეტში არ მოხდება (რამდენადაც რიცხვი 0,1 არ არის 0,2-ის ჯერადი);

  კურსი დაეცა 0,4 პირობით ერთეულამდე — ჩვენ ვიწყებთ ახალი სვეტს და მასზე დავიტანთ ორ ერთიანს, ისინი შეესაბამებიან ორ უჯრას მასშტაბით 0,2.

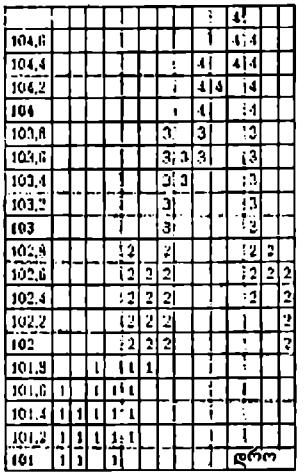
ჩანაწერი ახალ სვეტზე ხდება ერთი უჯრით დაბლა წინამდებარე სვეტის უკანასკნელი ჩანაწერიდან.

ყველა მომდევნო ჩანაწერი ახალ სვეტში დაიტანება ქვევიდან ზევით მანამ სანამ კურსი აგრძელებს დაცემას. (ნახ. 10.9.). (გამუქებული შრიფტით იწყება ახალი სვეტები, რომელსაც არ მიუღწევია მობრუნების ზღვრის სიდიდემდე, რომელიც აღწერილია წინა მაგალითში. Point & Figura ჩარტში ასეთი სვეტები მათზე არ იქნება დატანებული).

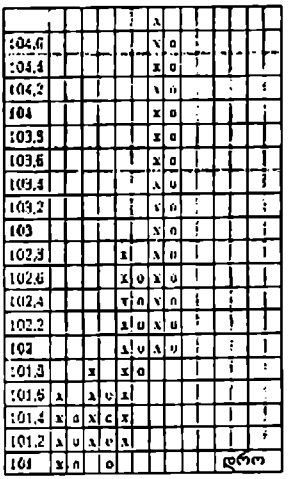
Figure Chart-ის შემდგომ განვითარებას წარმოადგენს Point & Figure Chart–ი ციფრები აქ შეცვლილი იყო ჯვრებით და ნოლებით. კურსის მოძრაობა ზევით აღინიშნება სვეტებზე, რომლებიც შედგება ჯვრებისაგან, რომელსაც დაეტანათ ქვევიდან ზევით. კურსის დაცემა აღინიშნება სვეტებით, რომელზეც აღნიშნულია ნოლები ქვევიდან ზემოთ დატანების წესით.

ჩვენ ვირჩევთ უჯრის მასშტაბს, მაგრამ ამას ასევე ემატება შემობრუნების ზღვარი. შემობრუნების

ზღვარი ეს არის პუნქტების მინიმალური რაოდენობა, რომელზედაც უნდა შეიცვალოს (დაეცეს ანდა აიწიოს) ფასი, რათა შეეძლოთ ახალი სვეტების დაწყება. ე.ი. თუ კი ჩვენი შემობრუნების ზღვარი შეადგენს სამ უჯრას მაშინ, ისე როგორც წინა მაგალითში, ჩვენ ვიწყებთ ახალი სვეტს, ოღონდ თუ კი აქციების კურსი დაეცა ანდა აიწია არა ნაკლებ 0,6 პირობითი ერთეულისა. წინააღმდეგ შემთხვევაში ჩვენ ვაგრძელებთ ჩვენი ბოლო სვეტის შევსებას (ნახ. 22.9ბ).



ნახ. 22.9ა;



ნახ. 22.9ბ.

Point und Figure-Chart-ს აქვს რიგი უპირატესობები Figure Chart-თან შედარებით. მასზე მაშინვე ნათლად ჩანს აქციების კურსის მოძრაობის მიმართულების ცვლილებები. თუ კი განვიხილავთ ჩარტს, რომელიც ასახავს აქციების კურსის განვითარებას ხანგრძლივ პერიოდში, მაშინ მისი გამოსახულება დაიჭერს გაცილებით ნაკლებ ადგილს ყველა წინა ჩარტთან შედარებით. შემობრუნების ზღვარად შეიძლება იყოს სამი, ოთხი, ხუთი და ა.შ. უჯრა შედარებით გავრცელებულია ჩარტები შემობრუნების ზღვარით, რაც 3-ის ტოლია, ასეთი ჩარტები არ ასახავენ კურსის რყევას თუ კი მათი ამპლიტუდა არ მიაღწევს შემობრუნების ზღვრის სიდიდეს.

„ჯერები – ნულები“ ჩარტის უპირატესობა სხვა ჩარტებთან შედარებით ასეთია:

- თვალსაჩინოება;
- კურსის მოგლუვება (მოსწორება);
- მოიცავს მთელ ინფორმაციას კურსის აწევის ანდა დაწევის შესახებ.

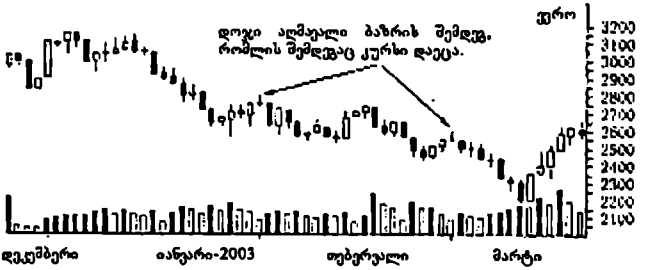
„ჯერები-ნოლები“ — ჩარტის ნაკლოვანებებია:

- არ არის ასახული ინფორმაცია დროითი ინტერვალების შესახებ.
- კურსის მოგლუვება.

იაპონური სანთლები (Candle-Stick)

ეს არის პისტოგრამის იაპონური ვერსია. მათში ასევე ასახულია კურსის რყევის ამპლიტუდა ცალკეულ საანგარიშო პერიოდებში. სახელწოდება მიიღეს წარმოდგენის განსაკუთრებული ფორმის გამო, რომელიც სანთლებს წააგავს. მათი აგებისათვის საჭიროა იგივე მონაცემები, რაც პისტოგრამისათვის. ამ ტიპის გრაფიკებზე გამოყოფენ შემდეგ შემადგენელ ელემენტებს: სანთლის სხეული და პატრუქი, რომელსაც სხვანაირად ეწოდება ჩრდილი. გამოსახვის ასეთი ფორმის თავისებურებაა ის, რომ ე.წ.

„სანთლის სხეული“ შეიძლება იყოს თეთრი ან ფერადი, რაც აღნიშნავს კურსის ცვლილებას ვაჭრობის პერიოდში. ასე მაგ. თუკი სანთელს კურსი ვაჭრობის დახურვის დროს პქონდა მაღალი, ვიდრე გახსნისას, ე.ი. საბოლოოდ ფასი გაიზარდა, თუ კი საგაჭრო დღის გახსნისას კურსი იყო უფრო მაღალი, ვიდრე დახურვისას, მაშინ სანთელი იქნება შავი ფერის: აქციების კურსი დაეცა. ვერტიკალური ზოლი (რომელსაც ჩრდილი ან პატრუქი ეწოდება). ასახავს ყველაზე მაღალი და ყველაზე დაბალ კურსის დონეს დროის მონაკვეთში (ნახ. 22.10).



ნახ. 22.10

პროგნოზირება ჩარტის ამ სახეობის მეშვეობით ეფუძნება ფასების დამოკიდებულების შესწავლას ერთი და იგივე საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში, ვარჭობის გახსნისას და დახურვისას. ასევე ფასების დამოკიდებულებას გასული პერიოდის დახურვისას და მომდევნო პერიოდის გახსნისას. სანთლები გამოიყენება ყოველდღიური გრაფიკების ასაგებად, მისი უპირატესობა პისტოგრამასთან შედარებით – იმაში მდგომარეობს, რომ სანთლის სხეულის შეფერილობით ანალიტიკოსი, ისე რომ არც კი ჩაღრმავებია არსებულ სიტუაციას, თვალნათლივ ხედავს კურსი დაეცა თუ აიწია საბირჟო ვაჭრობის დაწყებისას.

ფასების განვითარებაზე დამოკიდებულებით სანთლები შეიძლება სხვადასხვანაირი იყოს. სანთლის სხეული ასახავს ერთი საგაჭრო დღის კურსების დონის ცვლილებათა დიაპაზონს. ასე მაგ. იმ საგაჭრო დღის სანთელს, როცა გახსნის ფასი იყო ახლოს დღის მინიმუმთან, ხოლო დახურვის ფასი – დღის მაქსიმუმთან, ექნება მოკლე ჩრდილი და წაგრძელებული სხეული. თუ კი დიაპაზონი გახსნისა და დახურვის ფასებს შორის ძალზე მცირეა, მაშინ სანთელს ექნება მოკლე სხეული და გრძელი ჩრდილი.

გრაფიკების ანალიზი

გრაფიკების ანალიზისათვის ძალზე დიდი მნიშვნელობა აქვს სანთლების ფორმას. მაგრამ ამასთანავე უნდა აღნიშნოს, რომ ბაზრის პროგნოზირება არ შეიძლებოდა ეფუძნებოდეს მხოლოდ ცალკეული სანთლების ანალიზს, ძალზე მნიშვნელოვანია წინა ჩარტის განვითარება, წინა დღის დახურვის ფასების დამოკიდებულება მომდევნო დღის გახსნის ფასებთან. გარკვეული სანთლები, რომლებიც დგანან აღმავალი ტრენდის ბოლოს ნიშნავს ზოგჯერ სულ სხვა რაღაცას, ვიდრე ასეთივე სანთლები, რომლებიც დგანან დაღმავალი ტრენდის ბოლოს.

გრაფიკების ანალიზისას დიდი მნიშვნელობა აქვს დოჯებს. სანთლები რომელთა დროს გახსნისა და დახურვის ფასები უმნიშვნელოდ განსხვავდებიან ერთიმეორისაგან, ასევე ხშირად განიხილებიან როგორც დოჯები. ვინაიდან გახსნისა და დახურვის ფასები ერთიმეორეს ემთხვევა ან უმნიშვნელოდ განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან, შეიძლება დავასკვნათ რომ ვაჭრობის მონაწილენი გაუბედაობები არიან „ხარებისა“ და „დათვების“ ოდენობა, თუ კი აღმოცენდა დოჯი, წონასწორობაში არიან.

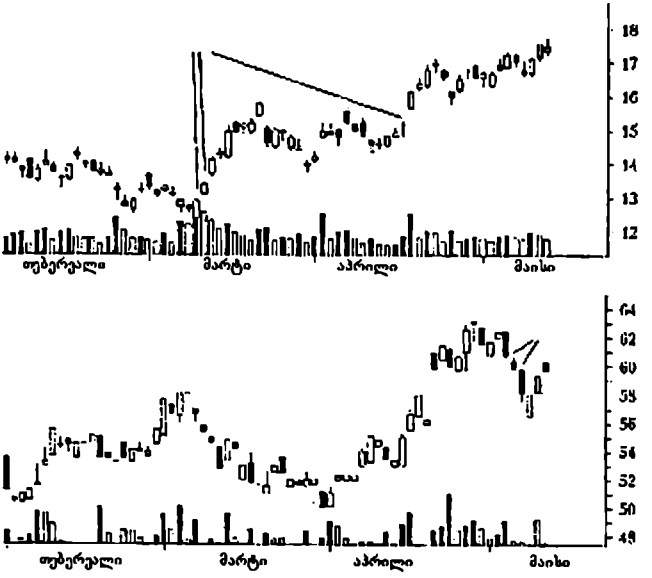
აღმავალი ტრენდის დროს ბაზარზე ჭარბობენ „ხარები“, ხოლო დოჯის გამოჩენა ნიშნავს რომ ტრეიდერები არ არიან დარწმუნებულნი აქციების კურსის შემდგომ ზრდაში და სანთლების ასეთი ფორმა შეიძლება იყოს ტრენდის შეუბრუნების ინდიკატორი.

მაგალითები:

1. Long Days — გრძელი სანთელი. ეს არის სანთელი, რომლის დროსაც დიაპაზონი გახსნის ფასებსა და დახურვის ფასებს შორის საშუალოზე მაღალია. ასეთი სანთლის ფერს ენიჭება მეტი მნიშვნელობა პატარა მოკლე სანთლებთან შედარებით.	
2. Y Short Days — მოკლე სანთლები – დიაპაზონი გახსნის ფასსა და დახურვის ფასს შორის გაცილებით მცირეა. ისინი არ წარმოადგენენ განსაკუთრებულ ინფორმაციულ ღირებულებას. მათ განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევენ მხოლოდ მაშინ, როცა ისინი გამოჩნდებიან გრძელი სანთლების გვერდით, ვინაიდან ეს შეიძლება იყოს მომავალში ტენდენციის ცვლილების მაუწყებელი.	
3. Black Maribozu — გრძელი შავი „მარიბოსიბერი" იგი შედგება თითქმის მხოლოდ სხეულისაგან. ზემო და ქვემო ჩრდილები შეიძლება იყოს სხეულის 1/8. გახსნის კურსი არის ამაღლოსულად სავაჭრო დღის მაქსიმალური ფასი. დახურვის კურსი არის ამაღლოსულად სავაჭრო დღის მინიმალური ფასი. კურსი დაეცა სავაჭრო დღის განმავლობაში. (ბაზარზე მთელი სავაჭრო დღის პერიოდში ჭარბობდა „დათვების" ტრენდი).	
4. White Maribozu — გრძელი თეთრი, „მარიბოსიბერი" შედგება მხოლოდ სხეულისაგან, ზედა და ქვედა ჩრდილები შეიძლება შეადგენდეს სხეულის 1/8 ნაწილს. ანდა საერთოდ არ იყოს. აქ გახსნის კურსი არის სავაჭრო დღის მინიმუმი, დახურვის კურსი არის ასევე სავაჭრო დღის მაქსიმალური ფასი. სავაჭრო დღის განმავლობაში ფასი გაიზარდა (ბაზარზე ამ სავაჭრო დღეს ჭარბობდა „ხარების" ტრენდი).	
5. Black Closing Maribozu — „მარიბოსის" დახურვის გრძელი შავი სანთელი. ჩრდილი იმაზე მეტყველებს რომ ვაჭრობის რომელიმე მონაკვეთში აქციას ჰქონდა ზრდის ტენდენცია. მაგრამ თვითონ სანთელი, საბოლოო ჯამში, ასახავს „დათვების" ტრენდს.	
6. White Closing Maribozu — „მარიბოსის" დახურვის გრძელი თეთრი სანთლები. ჩრდილი იმაზე მეტყველებს, რომ ამ სავაჭრო დღეს აქციებს ჰქონდათ დაცემის ტენდენცია. თუმცა საბოლოოდ ფასმა გახსნის ფასთან შედარებით აიწია. თვითონ სანთელი არის „ხარების" ბაზრის არსებობის სიგნალი.	
7. Black Openinng Maribozu — „მარიბოსის" გახსნის გრძელი შავი სანთლები. იმის მიუხედავად, რომ სავაჭრო დღის ბოლოს ფასს შეეძლო მიეღწია მოცემული დღის მინიმამუმდე. ეს სანთელი მიგვანიშნებს „დათვების" ბაზრის დასაწყისზე.	
8. White Opening Maribozu — „მარიბოსის" გახსნის გრძელი თეთრი სანთლები. მართალია ფასი დაეცა სავაჭრო დღის მინიმალურ ფასზე დაბალა, სავაჭრო პერიოდის დახურვის ფასი იყო მაღალი სავაჭრო პერიოდის გახსნის კურსთან შედარებით.	
9. Long-Legged Doji — დოჯი გრძელი ჩრდილით. (დოჯი — ეს არის სანთელი, რომლის დროსაც სავაჭრო პერიოდის გახსნისა და დახურვის ფასები ერთმანეთს ემთხვევა, ანდა მათ შორის დიაპაზონი ძალზე მცირეა). ასეთი სანთლების გამოჩენა შეიძლება ასახვდეს ბაზრის მონაწილეთა ქცევაში გაუბედაობას, ყოყმანს	
10. Doji — მცირე დოჯი. პორიზონტალური მონაკვეთი მცირე Long-legged-თან შედარებით ვერტიკალური და პორიზონტალური მონაკვეთები თითქმის ერთი სიგრძისაა. გრძელი ჩრდილის მქონე დოჯებთან შედარებით იგი არ არის ბაზრის მონაწილეთა გაუბედაობის ნიშანი. არამედ უფრო ტრენდის შეცვლას ნიშნავს	
11. Gravestone Doji — საფლავის დოჯი. დახურვის კურსი გახსნის კურსის იდენტურია, თუმცა რყევის ამპლიტუდა დღის განმავლობაში საკმაოდ დიდი იყო, მეანაბრემ დაკარგა მთელი მოგება რაც იმ დღეს მოიპოვა, და ფასი მასზე დაეცა გახსნის ფასის დონეზე. ალმავალი ტრენდის პირობებში ეს შეიძლება იყოს ტრენდის მიმართულების შეცვლის ნიშანი.	
12. Dragonfly Doji — დრაკონი დოჯი. დაღმავალი ტრენდის დროს შეიძლება გახდეს ტრენდის მიმართულების შეცვლის ნიშანი.	
13. სანთელი ძალზე გრძელი ქვემო ჩრდილით და პატარა სხეულით შავი ან თეთრი ფერის ზეგით ჩრდილი ძალზე მოკლეა ან საერთოდ არ არის, თუ კი ასეთი სანთელი ჩნდება დაღმავალი ტრენდის პირობებში იგი შეიძლება იყოს ტრენდის შემობრუნების ნიშანი და ეწოდება ჩაქუჩი (MOLOT). ასეთი სანთელი ამავალი ტრენდის დროს იწოდება „სახრჩობელად" (Висельник). სახრჩობელა გვიჩვენებს, რომ ბაზრის ზრდის ტენდენცია შეიძლება უახლოეგბოდეს დასასრულს.	
14. Spinning Tops — „დათვები" და „ხარები" წონასწორობაში იმყოფებიან. ნიშნავს ვაჭრობის მონაწილეთა ყოყმანს.	
15. Price Doji — ოთხი ფასის დოჯი, ისინი ჩნდებიან მაშინ, როცა კურსები გახსნისას, დახურვისას, მაღალი და დაბალი კურსები ერთნაირია, იდენტურია. სანთლების ასეთი ფორმა ყალიბდება ძალზე იშვიათად.	

„ხარების" ბაზრების შემთხვევაში დოჯი მხოლოდ იმის მიმნიშნებელია ბაზრის მდგომარეობა ნეიტრალურია. ჩვენ დაეინახეთ, რომ რყევის ამპლიტუდის მიხედვით დღის მანძილზე სანთლებმა შეიძლება მიიღოს სხვადასხვა ფორმა. ცხადია, ჩვენ გვინდა დარწმუნებულები ვიყოთ საკუთარ

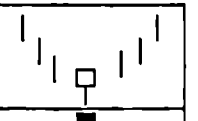
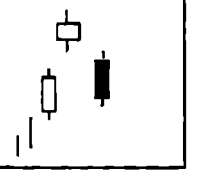
კომენტარებში სანთლის ყოველი ფორმის დროს რეალური გრაფიკების შეშვეობით. ამისათვის მოვიყვანთ ერთ მაგალითს (ნახ. 22.11).

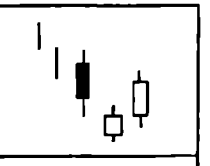
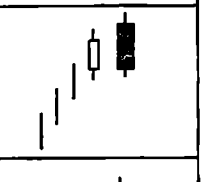
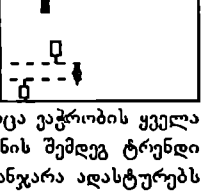


ნახ. 22.23 ა, ბ.

ჩაქუჩები ანდა სახრჩობელები გვხვდებიან ყველაზე ხშირად ტრენდის შეცვლის მომენტში. თუთრი ჩაქუჩი ძალზე დიდი ქვედა ჩრდილით და ძალზე მოკლე (ან საერთოდ არ არის) ზედა ჩრდილით იმის მაუწყებელია, რომ დახურვის კურსი ამ დღეს თითქმის აღწევს (ძალზე მცირე ზედა ჩრდილის პირობებში) ან უკვე მიაღწია (თუ ზედა ჩრდილი საერთოდ არ არის) თავის მაქსიმუმს.

რთული ფორმაციების რამდენიმე მაგალითი:

თუ კი ჩაქუჩი აღმოცენდა დაღმავალ ტრენდზე. მაშინ ტრენდის მიმართულება შეიძლება შეიცვალოს. თუ კი სანთელი იგივე თუთრი ფერისაა, ეს კიდევ უფრო ზრდის ტრენდის მიმართულების ალბათობას. ტრენდის შეცვლის შემდეგ ბაზარი უბრუნდება პირვანდელ სახეს და ადასტურებს პირველი ჩაქუჩის მინიმუმს.	
სახრჩობელა არის აღმავალ ტრენდზე. მისი გამოჩენისას იქმნება იმის დიდი ალბათობა, რომ ტრენდის მიმართულება შეიცვლება, მაგრამ უნდა დაველოდოთ მომდევნო სავაჭრო დღეს.	
Evening/Star — საღამოს ვარსკვლავი. პირველ დღეს ჩნდება გრძელი თეთრი სანთელი, შემდეგ ყალიბდება მოკლე (თეთრი ან შავი) სანთელი. მათ შორის არის ზღვარი, (ანდა სხვანაირად აღმავლობის ფანჯარა). მესამე დღეს აღმოცენდება შავი სანთელი. პირველი დღე-ბაზარზე დამკვიდრებულია აღმავალი ტრენდი. ეს დასტურდება გრძელი თეთრი სანთლით. მეორე დღეს – კურსის რყევის ამპლიტუდა შედარებით მცირეა. აღმავალი ტრენდი სუსტდება. ვაჭრობის მონაწილენი ყოყმანობენ. ტრენდის ცვლილების დასტური ჩნდება მესამე დღეს შავი სანთლის სახით.	

Morning Star — დილის ვარსკვლავი. პირველ დღეს ჩნდება გრძელი შავი სანთელი, ამის შემდეგ მოდის მოკლე (თეთრი ან შავი) სანთელი. მათ შორის არის სიერცე (ანუ დაცემის ფანჯარა). მესამე დღეს – გრძელი თეთრი სანთელი. შავი გრძელი სანთელი და დაცემის ფანჯარა ადასტურებენ დაღმავალ ტრენდს. ფასების შემობრუნება მეორე დღეს გაცილებით მცირეა. ეს ადასტურებს შეანაბრეთ ყოყმანს. ტრენდის ცვლილების დასტური ულინდება მესამე დღეს გრძელი თეთრი სანთლის სახით.	
Engulfing Bullish lin — (იაპონურად Tsutsum) ხარების მიერ ჩაყლაპვა. პატარა შავი სანთელი ჩაიყლაპება მომდევნო თეთრი სანთლით ასეთი ფორმაცია (ანდა გრაფიკული ფიგურა) აღმოცენდება ტრენდის აღმავლობისას. მეორე დღის გახსნის კურსი არის გაცილებით მაღლა გასული დღის მინიმუმთან შედარებით. სავაჭრო დღის განმავლობაში აქციებზე მოთხოვნა იზრდება. დახურვის კურსი არის გასული დღის გახსნის კურსზე მაღლა. ეს იმას ადასტურებს, რომ აღმავალმა ტრენდმა ძალა დაკარგა, ბაზარზე ჩნდებიან ჭარბი „ხარები“.	
Engulfing Bearish line (jap. Tsutsum) — „დათვური“ ჩაყლაპვა. პატარა თეთრი სანთელი, რომელიც ჩაყლაპულია დიდი შავი სანთლით მეორე დღეს. მეორე დღეს აღმოცენდება ახალი მაქსიმუმი, და შემდეგ მას მოსდევს მოცემული აქციის გაყიდვის წინადადებათა დიდი რიცხვი. დახურვის კურსი დაბალია წინა დღესთან შედარებით. ეს არის იმის მაჩვენებელი, რომ აღმავალმა ტრენდმა დაკარგა თავისი ძალა.	
Dark Cloud Cover— მუქი ღრუბლები. პირველ დღეს გრძელი თეთრი სანთელი, შემდეგ შავი სანთელი. გახსნის ფასი შავი სანთლის შემთხვევაში მეტია წინა დღის მაქსიმუმზე. დახურვის კურსი არის თეთრი სანთლის სხეულის დონეზე. აღმავალ ტრენდი მეორე დღეს კარგავს თავის ძალას. ეს არის ტრენდის შემობრუნების „დათვური“ სიგნალი.	
ფანჯარა — ეს არის გარღვევა გრაფიკზე. აღმავალი ფანჯარა – აღმოცენდება მაშინ, თუ დღევანდელი დღის ქვედა ჩრდილის დონე (დღის მინიმუმი) მაღალია გასული დღის ზედა ჩრდილის (დღის მაქსიმუმის) დონესთან შედარებით. დაღმავალი ფანჯარა – აღმოცენდება, თუ კი დღევანდელი დღის ზედა ჩრდილის დონე (დღის მაქსიმუმი) წინა დღის ქვედა ჩრდილის დონეზე (დღის მინიმუმი) დაბალია.	

იაპონური სანთლების ჩარტებზე ფანჯარა შეიძლება აღმოცენდეს მაშინ, როცა ვაჭრობის ყველა მონაწილე ერთი აზრისაა ტრენდის შემდგომ განვითარებაზე. ფანჯრის გამოჩენის შემდეგ ტრენდი დასტურდება და აგრძელებს განვითარებას იგივე მიმართულებით. აღმავალი ფანჯარა ადასტურებს აღმავალი („ხარების“) ტრენდს. დაღმავალი ფანჯარა ადასტურებს დაღმავალი („დათვების“) ტრენდს.

იაპონური სანთლების გრაფიკების ნაკლოვანებებია:

- ინფორმაცია, რომელიც საჭიროა გრაფიკების ასაგებად, ძნელად მოსაპოვებელია.
- აგების სირთულე.

იაპონური სანთლების გრაფიკების უპირატესობები:

სანთლების გრაფიკი ტრეიდერს სწრაფად აჩვენებს შემობრუნების სიგნალებს, ვინაიდან ისინი რამდენიმე საბირჟო სესიით ადრე ვლინდებიან.

- ზოგიერთ ფორმაციას და მათგან გამოსულ სამედგრო სიგნალებს სანთლების გრაფიკებთან მიმართებაში ტრეიდერი ვერ ხედავს დაშტრიხულ გრაფიკებში.

ამ თავში ჩვენ გავეცანით გრაფიკების აგების სხვადასხვა მეთოდებს. ყოველ მეთოდს აქვს თავისი უპირატესობა და ნაკლი, რის გამოც რომელიმე გრაფიკისათვის უპირატესობის მინიჭება ძნელია. ამიტომ ისინი გამოიყენება საბაზრო სიტუაციის, ინვესტირების დროისა და არჩეული სტრატეგიის შესაბამისად. საბირჟო გარიგების ყოველმა მონაწილემ თვითონ უნდა გადაწყვიტოს გრაფიკის რომელი სახეა უფრო მოხერხებული. დროისა და გამოცდილების მიხედვით მას უყალიბდება თავისი ფავორიტები.

მაგრამ ყველაზე კარგია, ვაანალიზებთ რა ერთ გრაფიკს და უხდავთ მასზე ყიდვის ან გაყიდვის სიგნალს, ვეძებოთ ამ სიგნალის თანხმობა მეორე გრაფიკზე. მაგრამ, ცხადია ასეთი გზა ყოველთვის არაა შესაძლებელი, ვინაიდან ყველა სიგნალი რომელიც ჩანს ერთ გრაფიკზე, არ შეიძლება დაუინახოთ მეორეზე. სანთლების გრაფიკი ამისათვის არის ყველაზე კარგი მაგალითი.

ვაანალიზებთ რა ჩარტებს, ჩვენ ვცდილობთ მათში დაუინახოთ შემდეგი კანონზომიერება. ადრე წარმოშობილი ფორმაციები, თავს გვახსენებენ აწმყოში და მათი მეშვეობით შეიძლება აიგოს პროგნოზები მომავალში. (წარსულში ბაზრის კვლევებიდან ჩვენ გამოგვაქვს სამომავლო დასკვნები).

და ბოლოს, შეკავთ მონაცემები ჩარტების აგების შესახებ (ცხრილი 22.1).

ცხრილი 22.1

ჩარტების სახეები	წრფივი lines charts	ჰისტოგრამები (Bar charts)	ჯერები და ნოლები (Point and Figure charts)	იაპონური სანთლები (Candlesticks)
მონაცემი აგებისათვის	გახსნის ან დახურვის ფასი მაქსიმუმი და მინიმუმი	გახსნის ფასი + დახრის ფასი მაქსიმუმს + მინიმუმი	გახსნის ფასი ანდა დახურვის ფასი ანდა მაქსიმუმი ანდა მინიმუმი	გახსნის ფასი + დახურვის ფასი, მაქსიმუმს + მინიმუმი
X ღერძი ასახავს	დროითი ინტერვალები	დროითი ინტერვალები	X ღერძი არ არის	დროითი ინტერვალები
Y ღერძი ასახავს	ფასების დონე რომელიმე ერთეულში	ფასების დონე რომელიმე ერთეულში	ფასების დონე რომელიმე ერთეულში	ფასების დონე რომელიმე ერთეულში
ზოგიერთი უპირატესობები	1. აგების სიმარტივე 2. თვალსაჩინოება გამოყენებისათვის	ასახულია უფრო მეტი ინფორმაცია წრფივ ჩარტთან შედარებით	1. აქციების კურსის ასახვის ცვლილება დროით ინტერვალებში მცირე ადგილს იკავს. 2. პერიოდებში როცა ხდება ფასების ძლიერი ზრდა ან დაცემა აისახება ძალზე დაწერილებით მეორეს მხრივ, იზოგება დრო და ადგილი გრაფიკზე ღერძებისა და ნოლების დატანებისათვის, რომელიც ასახავს კურსის ზრდას ან დაცემას. უმნიშვნელო სიდიდით მცირე შემობრუნების ზღვარზე მცირე (ფასების მოგლუვება)	1. ასახულია გაცილებით მეტი ინფორმაცია, ვიდრე წრფივ ჩარგებში. 2. საშუალებას აძლევს ტრეიდერს გაცილებით სწრაფად დაინახოს შემობრუნებადი ფორმაციები, ვიდრე სხვა სახის გრაფიკებზე. 3. სანთლების ფერი იძლევა ინფორმაციას კურსების დაცვარეის ზრდის ან კლების მიმართულებაში
ჩატარების ნაკლოვანებები	1. ნაკლებინფორმაციის დაკარგვა	1. დიდი დროის მონაკვეთების ჩარტების უსარგებლობა. 2. ინფორმაცია ხელმიუწვდომელია	1. არ აისახება დრო. 2. ფასების მოგლუვება	ამოსავალი ინფორმაცია საკმაოდ ძნელად ხელმისაწვდომია

22.3. ფასიანი ქაღალდების ფასების ზრდის პროგნოზირების ხერხები გრაფიკების მეშვეობით

ტრეიდერების მთავარი მიზანია მაქსიმალურად გაიზარდოს მოგება კაპიტალის დაბანდებიდან. ამისათვის მათთვის აუცილებელია გამოიცნონ გახსნისა და დახურვის პოზიციების შედარებით მომგებიანი მომენტები. იდეალური შემთხვევა იქნებოდა, როცა პოზიცია გაიხსნებოდა იმ მომენტში, როცა მისი ფასი მაქსიმალურია და ამ გარიგებიდან მიღებული იქნებოდა მაქსიმალური მოგება. ამისათვის საჭიროა გვქონდეს ხვალინდელი დღის საბირჟო სიახლეების შესახებ ინფორმაცია დღეისათვის. პრაქტიკაში ეს იშვიათად ხდება. იმისათვის, რომ სწორად მოხდეს ბაზრის პროგნოზირება, ანუ გამოცნობილი იქნას ზრდის ან კლების ტენდენციები, არსებობს სხვადასხვა ინსტრუმენტები

გრაფიკების ანალიზისათვის.

სანამ უშუალოდ გადავიდოდეთ ამ წიგნის მომდევნო თავზე, უნდა გავეცნოთ ტექნიკური ანალიზის ზოგიერთ ფაქტორს. კერძოდ, სიდიდე (მოცულობა) და ღია ინტერესი.

ფასიანი ქაღალდების მოცულობა (trade volume)

ტექნიკური ანალიზი ემყარება სხვადასხვა ცნობილ ინფორმაციებს, რომლებიც ყალიბდებიან აქციების კურსის გრაფიკების ცელილების პროცესში. ამასთან ხშირად არ გაითვალისწინება აქციებით ვაჭრობის მოცულობის მნიშვნელობა. არ გაითვალისწინება ასევე ის, თუ რა მნიშვნელოვანი ინფორმაციის მიცემა შეუძლია მას მოცემულ აქციაზე ფასების ცელილების შემდგომ პროგნოზირებისათვის.

თუმცა აქციების კურსის განვითარების ანალიზისა და პროგნოზირებისათვის შემუშავდა მრავალი მეთოდი, მაგრამ მოცულობის გრაფიკების ანალიზს, სამწუხაროდ, ყოველთვის ენიჭებოდა ნაკლები მნიშვნელობა, ოღონდ ისმის კითხვა რა ვიგულისხმოთ მოცულობის ქვეშ? არის თუ არა განსხვავება ორ ტერმინს შორის. მოცულობის სიდიდე და ბრუნვის სიდიდე? როგორ შეიძლება ამ ინფორმაციის გამოყენება ინვესტორების მომგებიანობის გადიდებისათვის.

ტერმინებისათვის „ბრუნვა" და „მოცულობა" ტექნიკურ ანალიზში არ არის ერთმნიშვნელოვანი განმარტება. მაგრამ ჩვენ შემდგომში გამოვალთ იქედან, რომ ბრუნვის ქვეშ მოიაზრება დადებული გარიგებების რიცხვონა ერთი საბირჟო სესიის განმავლობაში განსაზღვრულ აქციაზე, ხოლო მოცულობის ქვეშ დადებული გარიგებების საერთო ღირებულება ერთ აქციაზე ფულად გამოხატულებაში მოცემული საბირჟო სესიის დროს. ასე მაგ. თუ კი ერთი დღის განმავლობაში ერთი საწარმოს აქციების ბრუნვამ შეადგინა 100 ცალი და თითოეულის კურსი 200$, მაშინ მოცულობა იქნება 20 ათასი $ (100 ცალი 200 $).

ვაჭრობის მოცულობა ასევე შეიძლება აისახოს გრაფიკის სახით, რომელიც დგას ფასისმიერი ჩარტის ზევით დამატებით სკალაზე ვერტიკალური სვეტების სახით (ნახ. 22.24.)



ნახ. 22.24. მოცულობა

მოცულობის გრაფიკების ანალიზისას ჩვენ გვაინტერესებს არა იმდენად მოცემული აქციის მიხედვით მოცულობის აბსოლუტური მნიშვნელობა, არამედ დამოკიდებულება მოცულობის სიდიდესა და მოცულობის სამუალო მნიშვნელობას შორის კონკრეტულ აქციაზე გასულ პერიოდებში. როცა საუბარია ვაჭრობის დიდ მოცულობაზე, ჩვენ ვგულისხმობთ გარიგებათა სიდიდეს მოცემულ აქციაზე, რომელიც ჩვენს მიერ განხილული დროის მონაკვეთში არის საშუალოზე გაცილებით მაღალი. თუ კი ჩვენ ანალიზისათვის გამოვიყენებთ მოცულობის მაჩვენებელს, ჩვენ შეძლებთ ერთიმეორეს შევუდაროთ აქციები განსაზღვრული კრიტერიუმების მიხედვით. მაგ. მოცემული აქციის ბრუნვა ღირებულებით 500 $ ტოლი იყო 1000 ცალის. მეორე აქციის ბრუნვა ამავე დღეს ღირებულებით 10 $ ტოლი იყო 50 ათასი ცალისა. თუმცა ორივე აქციების მოცულობა აღწევდა 500 ათას დოლარს და ჩვენ შეგვიძლია ორივე აქციის ბრუნვა ამ დღეს შევაფასოთ როგორც ერთნაირი. თუ კი ჩვენ განვიხილავთ მხოლოდ ბრუნვას, მაშინ ეს მიგვიყვანს მცდარ დასკვნამდე, რაც ბაზრის მონაწილეთა მხრიდან პირველი აქციისათვის

იძენს გაცილებით ნაკლებ ინტერესს, ვიდრე მეორე. ამას ჩვენ მიეყვარათ კიდევ ერთ მნიშვნელოვან დასკვნამდე: ანალიზისათვის გამოყენებული უნდა იქნას არა ბრუნვა, არამედ ეაჭრობის მოცულობა.

მაგალითი: როცა აქციები აღწევენ გარკვეულ ფასის მიერ დონეს, მას ყოფენ (ანდა სხვანაირად, ანაწერებენ) უფრო მცირე ნაწილებად, რათა აქცია მოგვეჩვენოს უფრო იაფი. თუ კი აქციას აქამდე ჰქონდა დიდი ფასი დანაწევრების შემდეგ სახეზეა მეტი რაოდენობა აქციებისა უფრო მცირე ფასად, ხშირად დამოკიდებულება დგინდება თანაფარდობით 5.1 ამის შემდეგ აქციონერები ცვლიან თავიანთ წინამორბედ აქციებს ხუთ ახალ აქციაზე, მაგ. ერთი აქცია ღირდა 1000 $ მაშინ დაყოფისას 5:1 ახალი აქციის ღირებულება იქნება 200 $. აქციონერისათვის პრაქტიკულად არაფერი შეცვლილა. იგი ახლა არის 5 აქციის მფლობელი საერთო ღირებულებით 1000 $.

გადამწყვეტია ის, რომ დაყოფის შემდეგ სახეზეა გაცილებით მეტი აქციები (ჩვენს მაგალითში აქციების რიცხვი გაიზარდა 5-ჯერ) თუ კი ჩვენ ანალიზისათვის გამოვიყენებდით მხოლოდ ბრუნვას, მაშინ ჩვენ დავინახავდით საეჭრო აქტივობის მკვეთრ აღმავლობას, მაგრამ ეს იქნებოდა მოცემული სიტუაციის უხეში დამახინჯება. მოცულობა საშუალებას იძლევა ერთმნიშვნელოვნად დავინახოთ მოთხოვნისა და მიწოდების საერთო ბაზარზე და არის ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი ფუძემდებლური ფაქტორი.

ზემოთ მოტანილ განმარტებაში და მაგალითში ნათლად ჩანს, რომ ბრუნვას და მოცულობას აქვს ერთმნიშვნელოვანი ინფორმაციული ხასიათი. ვინაიდან სინამდვილეში ეს მაჩვენებლები გვიჩვენებენ ძალთა რა თანაფარდობა ჭარბობს ბაზარზე. თუმცა ყოველ გამყიდველზე მოდიოდა ერთი ან მეტი მყიდველი და ამიტომ მხოლოდ მოცულობის გრაფიკი განიხილავს არა აქვს რაიმე ინფორმაციული ფასეულობა, მაგრამ ანალიზის ჩატარება ფასისმიერი გრაფიკის სახით საშუალებას იძლევა გაკეთდეს მნიშვნელოვანი დასკვნები კურსის შემდგომ განვითარებაზე. თუ კი განსაზღვრული აქციების კურსი მკვეთრად იწევს მოცულობის ზრდის შესაბამისად, მაშინ ეს შეიძლება შეფასდეს როგორც ინვესტორების ინტერესების ზრდის ნათელი მაჩვენებელი.

როგორც უკვე ზემით იყო აღნიშნული, აქციების ყიდვის მსურველთა რიცხვი განსაზღვრულ ფასებში უნდა შეესაბამებოდეს მოცემული აქციის გაყიდვის მსურველთა რიცხვს, იგივე ფასში, წინააღმდეგ შემთხვევაში ეაჭრობა არც შედგება. ოღონდ, თუ კი კურსები იზრდება მოცულობის ზრდასთან ერთად, ეს იმას ნიშნავს, რომ გამყიდველები ხდებიან უფრო დაჯერებულები იმაში, რომ მიაღწევენ უფრო მაღალ ფასებს. ამასთან ერთად კურსები, რომელთა მიხედვით გამყიდველები მზად არიან გაყიდონ თავიანთი აქციები, განუხრელად მაღლდება. მზარდი მოცულობის დადებითი თანმდევი ეფექტი ამაუდროული მზარდი კურსის პირობებში არის ის, რომ ეს დრო და დრო იწევს მიწოდების დეფიციტს. და ყველა ჩვენგანისათვის ნაცნობი ეკონომიკის კანონი მეტყველებს იმაზე, რომ გარკვეული საქონლის უკმარისობის პირობებში ბაზარზე იგი ხდება ძვირი.

მაღალი ფასების დამოკიდებულება მოცულობასთან

მიზეზი არის ის, რომ განსაზღვრულ ეადებში გარკვეული კურსით სახეზეა მხოლოდ განსაზღვრული რაოდენობის აქციები. თუ კი ეს რაოდენობა დიდი მოთხოვნის გამო დიდი მოცულობის პირობებში გაიხარჯება, გამყიდველები მზად არიან დადონ გარიგება პოტენციურ მყიდველებთან მხოლოდ უფრო მაღალ ფასად.

ეს პროცესი გრძელდება მანამ, სანამ მოთხოვნის პოტენციური მოცულობა (შესყიდვების მოსალოდნელი სიდიდე) შეტია მიწოდების პოტენციურ სიდიდეზე (გაყიდვების მოსალოდნელი ოდენობა), როგორც კი მიწოდების მოცულობა გადააჭარბებს მოთხოვნის პოტენციურ სიდიდეს, კურსები დაიწყებენ დაცემას და პროცესი შემობრუნდება.

როგორ განვსაზღვროთ, რომ მოცულობა შესამჩნევად გაიზრდება ან შემცირდება? ამისათვის, რომ შეეძლოთ მოცულობის გრაფიკიდან ამოუიღოთ ის ინფორმაცია, რომელიც ჩვენ დაგვჭირდება შემდგომში საბირჟო გარიგებების მომგებიანად დადებისათვის, მხედველობაში უნდა გვქონდეს, რომ მოცულობის ცვლილების რყევა ხდება ციკლურად, ეს იმასთანაა დაკავშირებული, რომ აქციების ბაზრებზე არსებობს ეადები (საფონდო ფირმების კვარტალური ანგარიშების წარდგენის ეადები,

ოფციონების მოქმედების დასრულების ვადები, დივიდენდების გადახდის ვადები და ა.შ.), როდესაც იღება მეტი საბირჟო გარიგებები, ვიდრე სხვა პერიოდებში. ამიტომ ეჭვრობის მოცულობის გრაფიკის ანალიზისას გადამწყვეტი ფაქტორი შეიძლება გახდეს სწორედ მოცემული სიტუაციის გათვალისწინება, რათა არ იქნას გამოტანილი მცდარი დასკვნები ეჭვრობის მოცულობის გადიდებიდან. მოცულობის ასეთი სეზონური რყევა შეიძლება თავიდან აცილოთ სტატისტიკური ხერხებით (სეზონური დარეგულირება). მაგრამ პრაქტიკაზე ყველაზე კარგია გამოყენებული იქნას უფრო მარტივი ხერხები მოცულობის შესაფასებლად ასეთ სიტუაციაში.

შედარებით სანიმუშოა ვადები საწარმოს ძირითადი ფონდების მაჩვენებლების გამოქვეყნებამდე (კვარტალური და ნახევარი წლის ანგარიშგებები). მოცულობის მკაფიო ზრდა კურსის მკაფიო ზრდის პირობებში, როგორც წესი, იმაზე მეტყველებს, რომ გამოქვეყნებული მონაცემები იქნება პოზიტიური და პირიქით, მოცულობის მკაფიო გადიდება დაცემად კურსებთან ერთად მოასწავებს ნეგატიური ინფორმაციის გამოქვეყნებას საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შესახებ.

მაგრამ სეზონური ფაქტორების გვერდით ადგილი აქვს მოცულობის ბუნებრივ რყევას. თუკი მაგალითად, დიდი ფონდი გადააგზავნებს აქციებს ეს გამოიწვევს განსაკუთრებულ სიტუაციას, რომელიც არ არის დაკავშირებული უშუალოდ აქციების ნორმალურ განვითარებასთან. ამის შედეგად მეანაბრისათვის რთულია დაეზღვიოს მოცულობის მცდარი ინტერპრეტაციისაგან. ამ პრობლემის თავიდან აცილება შეიძლება საშუალო მოცულობის გრაფიკის აგების გზით.

მოცულობის გრაფიკის აგების მეთოდი

საშუალო მოცულობის გრაფიკის აგების შედარებით გავრცელებული მეთოდია მოცულობის გრაფიკის აგება 60 დღეზე გათვლით (უკანასკნელი 60 სავაჭრო დღის მოცულობის სიდიდის ოდენობა გაყოფილი 60-ზე). მაგრამ მარტო მოცულობის საშუალო მნიშვნელობის გადაჭარბების შეფასება სიტუაციის ანალიზისათვის საკმარისი არ იქნება, ვინაიდან ციკლური მოძრაობის დროს მცოცავი საშუალო ხშირად ირღვევა. მაგრამ ეს ფაქტი თავისთავად არ იძენს გადამწყვეტ მნიშვნელობას, ყველაზე მნიშვნელოვანია თუ რამდენი პროცენტით იქნა მოცულობის საშუალო სიდიდე გარღვეული. როგორც წესი, ეჭვრობის მოცულობის ზრდისას 80-დან 100%-მდე საუბრობენ მოცულობის მნიშვნელოვან ზრდაზე. ამისათვის მოცულობის საშუალო სიდიდე კორექტირდება და გრაფიკზე აისახება 80-დან 100%-მდე.

რაც უფრო მეტია მოცულობა, მით უფრო მეტია ბაზრის მონაწილეთა დაინტერესება. მოცულობის გადიდებისას, როგორც წესი, დასტურდება მიმდინარე ტენდენცია. თუ კი მოცულობა დაიწყებს კლებას, ეს შეიძლება ნიშნავდეს ეჭვრობის მონაწილეთა ნაკლებ დაინტერესებას და არსებული ტრენდის არამყარობას. ასეთი სიტუაცია შეიძლება იყოს ტრენდის ახლო შემობრუნების მაჩვენებელი. მოცულობის ცვლილება არის ტრენდის შემდგომი განვითარების დადასტურება სხვა სიტყვებით ჩვენს ანალიზში ამ ფაქტორის ჩართვით ჩვენ დიდ უპირატესობას ვიძენთ, ვინაიდან მისი შეშვეობით ჩვენ ვღებულობთ ბაზარზე „დათვებისა“ და „ხარების“ ძალთა გადანაწილების შესახებ შედარებით სრულ სურათს და ამ ფაქტორის ხარისხზე დაყრდნობით ჩვენ მოვდივართ დასკვნამდე რომ მოცულობა შეიძლება ჩაითვალოს ინდიკატორად, რომელსაც აქვს გარკვეული თვისებები და მას უნდა დაეთმოს გაცილებით მეტი ყურადღება, ვიდრე ეს ხდება პრაქტიკაში მოცემულ მომენტში.

22.4. ღია ინტერესი (open interest)

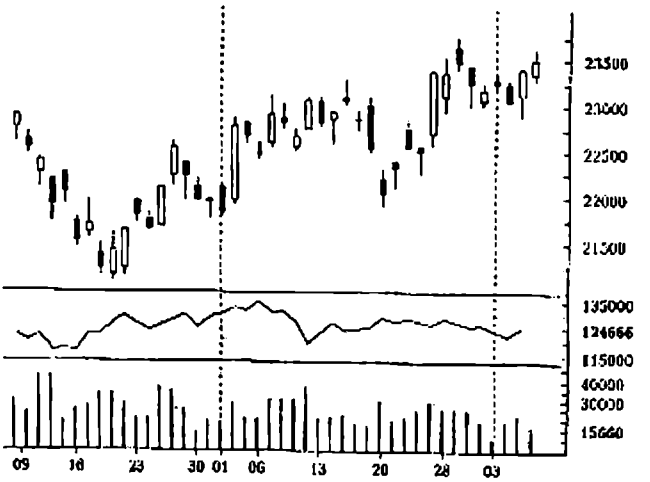
ღია ინტერესი – ეს არის ყველა ღია კონტრაქტის ჯამი (ფიუჩერსებზე განსაზღვრული საჭონლის მიხედვით) სასწრაფო ბირჟაზე საბირჟო სესიის განსაზღვრულ მომენტში. იგი ასევე შეიძლება გამოისახოთ გრაფიკის სახით უწყვეტი ან წყვეტილი ხაზებით სკალაზე, რომელიც განთავსებულია ფასისმიერ გრაფიკსა და მოცულობის გრაფიკს შორის. ღია ინტერესი არის ლიკვიდობის ინდიკატორი

მოცემული კონტროლისათვის. ლიკვიდობა იზრდება ღია ინტერესის ზრდასთან ერთად, ვინაიდან ღია პოზიციების რაოდენობა ყიდვაზე ტოლია ღია პოზიციების რაოდენობის გაყიდვის მიხედვით, ღია ინტერესში გაითვალისწინება მხოლოდ ერთ-ერთი მათგანი. ასე რომ ღია ინტერესი არის ვაჭრობის მონაწილეთა შორის აზრთა სხვადასხვაობის მაჩვენებელი და იძლევა იმის ახსნას, მიდის თუ არა კაპიტალის ნაკადი ბაზარზე, ან მოცემული პოზიცია იქნება ლიკვიდირებული. სჩვა სიტყვებით, თუ რამდენად წარმატებულად აღიქვამენ ვაჭრობის მონაწილენი მიმდინარე ტენდენციას და რამდენად საინტერესოა მოცემული კონტრაქტი თუ კი მას განვიხილავთ გრძელვადიან პერიოდში.

ცხრილი 22.1. გვიჩვენებს ურთიერთკავშირს ფასების განვითარებას, ბრუნვასა და ღია ინტერესებს შორის, (იხ. ცხრილი 22.1. და ნახ. 22.25.).

ცხრილი 22.2.

ფასების გრაფიკი	ბრუნვა	ღია ინტერესი	ტენდენცია
იზრდება	იზრდება	იზრდება	მზარდი
იზრდება	იზრდება	ეცემა	კლებადი
ეცემა	იზრდება	იზრდება	კლებადი
ეცემა	ეცემა	ეცემა	მზარდი



ნახ. 22.25.

პროფესიონალებისათვის ღია ინტერესების რიცხვი არის მნიშვნელოვანი სიდიდე, როცა ანალიტიკოსი უყურებს ნეტო-ცველილებებს საბირჟო სესიის ბოლოს, მას წარმოდგენა ექმნება კაპიტალის ნაკადის მიმართულებაზე. თუ კი ღია ინტერესების რიცხვი აღმავალი ტრენდის დროს გაიზარდა, მაშინ ადგილი აქვს დამატებითი კაპიტალის მოდინებას ბაზარზე. ვაჭრობის მონაწილეთა დიდი რიცხვი არ ჩქარობს პოზიციების დახურვას. ისინი დარწმუნებულნი არიან აღმავალ ტრენდში. ღია ინტერესის სიდიდის დაცემა აღმავალი ტრენდის დროს არის ნეგატიური სიგნალი მეანაბრეებისათვის და იმაზე მეტყველებს, რომ სიფრთხილეა საჭირო. მზარდი ღია ინტერესი მცურავი კურსების დროს დაღმავალი ტრენდის დასტურია. ღია ინტერესის სიდიდის მეშვეობით შესაძლოა შეფასდეს მოცულობის ვარაუდის სისწორე.

ოცდამესამე თავი. გრაფიკების ტექნიკური ანალიზი ტრენდული სახის ტიპიური ფიგურებისა და ფორმაციების მეშვეობით

ტექნიკური ანალიზი შედარებით მოხერხებულია ტრეიდერებისათვის, რომელთაც არ სურთ განსაკუთრებით ჩაუღრმავდნენ ფუნდამენტალური ანალიზის საკითხებს, შეისწავლონ მოთხრობისა და მიწოდების სტატისტიკური მონაცემები, ააგონ რთული მოდელები. იგი მოხერხებულია ასევე კერძო მეანაბრეებისათვის, რადგან მათთვის ხელმიუწვდომელია ინფორმაცია პროგნოზისათვის, ვინაიდან ამისათვის საჭიროა საწარმოს შესახებ ისეთი ინფორმაცია, რომელიც ყოველთვის არ შეიძლება ამოღებული იქნას გამოქვეყნებული მონაცემებიდან. ანდა მაშინ, როცა აუცილებელია სწრაფი რეაქცია და მეანაბრეებს არ შეუძლიათ მიიღონ საჭირო ინფორმაცია და ხშირად მაშინ, როცა რეაგირება უკვე გვიანაა. ამას გარდა აქციების დიდი რაოდენობის გრაფიკების ანალიზისათვის საჭიროა მცირე დრო, ვიდრე ფუნდამენტალური ანალიზის ჩატარება და ამ აქციების ღირებულების შეფასება. ამიტომ გრაფიკების ტექნიკური ანალიზი არის აუცილებელი ინსტრუმენტი ტრეიდერებისათვის, საკრედიტო ორგანიზაციების კონსულტანტებისათვის ანდა კერძო მეანაბრეებისათვის.

23.1. ტენდენციების განსაზღვრა ტრენდული ხაზების აგების მეშვეობით.

ფასები აქციებზე, რომელიც ასახულია გრაფიკებში, მოძრაობენ გარკვეული მიმართულებით. ტექნიკური ანალიზის მთავარი ამოცანა სწორედ იმაში მდგომარეობს, რომ განსაზღვროს მიმდინარე მიმართულებები, თავისდროულად შენიშნოს მისი შემობრუნების სიგნალები.

წინა თავებში ხშირად მითითებული იყო ცნება „ტრენდი" და „ტენდენცია". **ტრენდი** ეს არის ფასების მოძრაობის (ცელილებების) მიმართულება. ტრენდი შეიძლება იყოს: აღმავალი ანუ „ხარების", და დაღმავალი, ანუ „დათვების," გვერდითი. აღმავალი ტრენდის დროს ფასებს გააჩნია ზრდის ტენდენცია, დაღმავალი ტრენდის დროს კი – დაცემის ტენდენცია. გვერდითი ტრენდის დროს ფასები ირყევიან ერთსა და იმავე დონეზე.

ტრენდები შეიძლება დაიყოს მოკლევადიან, გრძელვადიან და საშუალოვადიან ტრენდებად. მოქმედების ვადის მიხედვით. ადრე თუ გვიან ტრენდის მიმართულება შეიცვლება, იგი შეიძლება შემობრუნდეს და დაიწყოს მოძრაობა შებრუნებული მიმართულებით ან იმოძრაოს გვერდითი მიმართულებით და შემდეგ გარკვეული დროს მონაკვეთის გადალახვისას, გააგრძელოს თავის განვითარება საწყისი მიმართულებით.

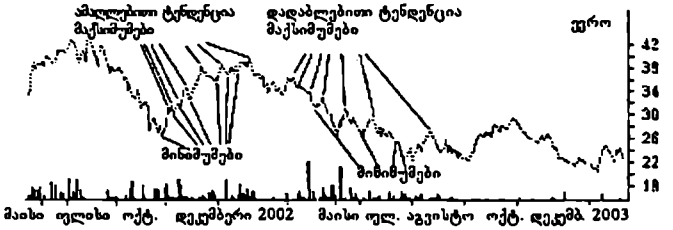
თუ კი ტრენდი იმყოფება მობრუნების პროცესში, აღმავლიდან დაღმავალ ან, პირიქით, გრაფიკებზე ვითარდება დამახასიათებელი ფორმაცია და იგი, როგორც წესი, შესაძლებელია გამოცნობილ იქნას, როგორც შემობრუნებითი ფორმაცია. ზოგიერთი ასეთი ფორმაციები ყალიბდება ძალზე სწრაფად და ასევე სწრაფად აღწევენ დასასრულს, სხვებისათვის საჭიროა რამდენიმე კვირა, სანამ ანალიტიკოსები დანამდვილებით იტყვიან, რომ სახეზეა მობრუნებული ფორმაცია. ფორმაციები განხილული იქნება ამ წიგნში ცოტა მოგვიანებით.

ტენდენცია შეიძლება იყოს ამაღლებითი და დადაბლებითი. ამაღლებითი ტენდენციის მახასიათებელია უფრო მაღალი მინიმუმებისა და უფრო მაღალი მაქსიმუმების თანმიმდევრობა (ნახ. 23.1.).

დადაბლების ტენდენციის დამახასიათებელი ნიშანია უფრო დაბალი მაქსიმუმების და უფრო დაბალი მინიმუმების თანმიმდევრობა. ტენდენცია ითვლება დაურღვეველად. სანამ არ გაირღვევს წინა მინიმუმს ამაღლებადი ტენდენციის მიმართ ანდა წინა მაქსიმუმს დადაბლებადი ტენდენციის მიმართ. გარღვევა[1]

[1] გარღვევა ნიშნავს, რომ ფასების განვითარების გრაფიკმა გადაკვეთა ტრენდის ხაზი ქვევიდან ზევით ან ზევიდან ქვევით.

შეიძლება განხილული იქნას როგორც გაფრთხილება, რომ მიმდინარე ტენდენციამ შეიძლება დაკარგა თავისი ძალა და დასრულდა.

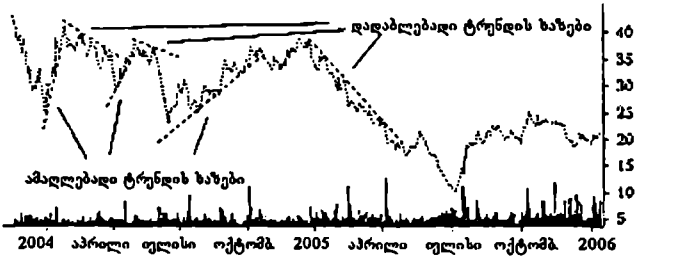


ნახ. 23.1. ამაღლებითი და დადაბლებითი ტენდენციების მახასიათებლები

დაბანდებული კაპიტალიდან მოგება შეიძლება მიღებული იქნას აღმავალი ანდა დაღმავალი ტენდენციების გამოყენებით, თუალი უნდა მოვადევნოთ, სანამ არ დაიწყება შემობრუნება. ეს იმას ნიშნავს, რომ უნდა ეცადოთ გავსწვათ პოზიცია „ხარების" ტრენდის არსებობისას, და დაეხუროთ „დათვების" ტრენდის დროს, მიღწეული იქნება რა მაქსიმალური მოგება. მეანაბრის პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ გამოცნობილი იქნას მომგებიანი ტენდენცია და შემობრუნება მათი განვითარების აღრეულ სტადიაზე – აღმავალი ანდა დაღმავალი ტენდენციის ბოლოები, როგორც წესი, ხასიათდება ფორმაციის მობრუნებით.

12.2. ტრენდის ხაზები

განვიხილოთ როგორ შეიძლება დავიტანოთ ტრენდის ხაზი გრაფიკზე და მისი მეშვეობით დავადასტუროთ ტექნიკური ანალიზის პროგნოზები ტენდენციის მიმართულების შემდგომი განვითარების თვალსაზრისით. ტრენდის ხაზს ატარებენ ორ საყრდენ წერტილზე. ამაღლებადი ტრენდის ხაზი აერთიანებს მინიმუმების თანმიმდევრობას და დაიტანება ფასისმიერი ჩარტის ქვემოთ. დადაბლებადი ტრენდის ხაზი აერთიანებს მაქსიმუმების თანმიმდევრობას და დაიტანება ფასისმიერი ჩარტის ზემოთ (ნახ. 23.2).

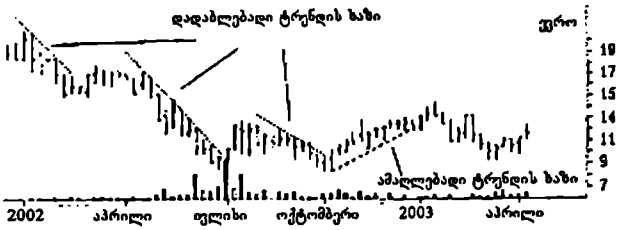


ნახ. 23.2. ამაღლებადი და დადაბლებადი ტრენდის ხაზები

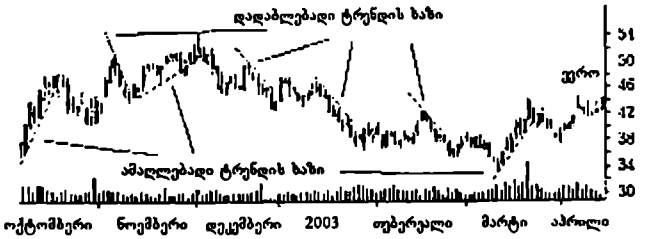
ტრენდული ხაზები შეიძლება დატანებული იქნას არა მარტო წრფივ გრაფიკებზე, არამედ ასევე ჰისტოგრამებზე და იაპონურ სანთლებზე. მოვიყვანოთ რამდენიმე მაგალითი (ნახ. 22.3-22.4).

ტრენდის ხაზს ასევე უწოდებენ წინააღმდეგობის ან მხარდაჭერის ხაზს მისი მდებარეობისდა შესაბამისად. გრაფიკის ზემოთ გადაადგილებისას ფასი თითქოს აწყდება წინააღმდეგობას და შემდეგ ისევ

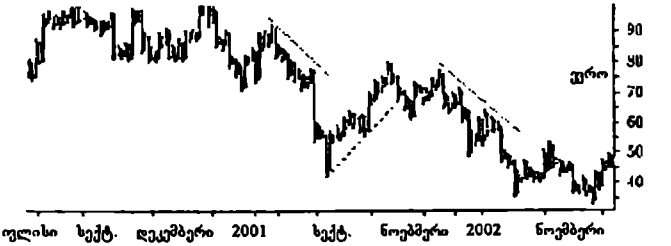
ქვემოთ ეშვება. ანალოგიურად, ეშვება რა ქვემოთ, ფასი ისევ აწყდება წინააღმდეგობას და იწყებს მოძრაობას ზემოთ. წინააღმდეგობებს, რომელსაც ადგილი აქეს ზემოთ მოძრაობისას, უწოდებენ წინააღმდეგობის დონეს, წინააღმდეგობას რომელსაც ადგილი აქეს ქვემოთ მოძრაობისას, უწოდებენ მხარდაჭერის დონეს. თუ კი შეუერთებთ მხარდაჭერის დონის ორ ან სამ წერტილს, ალმაყალი ტენდენციის შემთხვევაში, ჩვენ მოვიღებთ ალმაყალი ტრენდის წრფეს, ანალოგიურად წინააღმდეგობის რამდენიმე სახის შეერთებისას დალმაყალი ტენდენციის შემთხვევაში ჩვენ მივიღებთ დალმაყალი ტრენდის წრფეს. ასეთი წრფეები შეიძლება მიმართული იყოს ზემოთ „ხარების" ტრენდის დროს და ქვემოთ „დათვების" ტრენდის დროს ანდა პარალელურია X ღერძის მიმართ გეერდითი ტრენდის დროს (ნახ. 23.6ა. და 23.6ბ.).



ნახ. 23.3. გერმანული ფირმა ტელეკომის აქციების პისტოგრამა.



ნახ. 23.4. გერმანიის ბანკის სანთლების ჩარტი



ნახ. 23.5.ტრენდის წრფეები Point & Figure ჩარტის მაგალითზე.

გეერდითი ტრენდი განისაზღვრება მხარდაჭერის ხაზით, რომელიც თანმიმდევრობით აერთებს მინიმუმებს და წინააღმდეგობების ხაზებს, აერთებს ასევე მაქსიმუმებს.

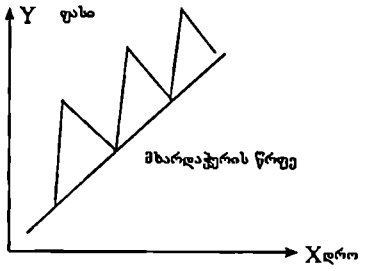
კურსები მერყეობს ორ ხაზს შორის პორიზონტალური ღერძის პარალელურად (ნახ. 23.7.).

მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობის დონეები შეიძლება ადგილმონაცვლეობდნენ:

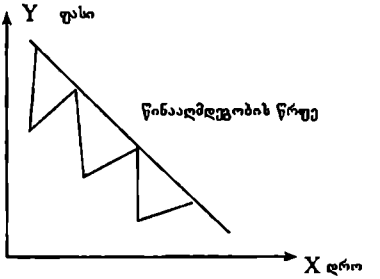
ა) წინააღმდეგობის დონე გეერდითი ტრენდის დროს გახდა მხარდაჭერის დონე (ნახ. 23.8). ასეთ

სიტუაციაში შეიძლება გაიხსნას პოზიცია, ვინაიდან ტრენდული ხაზი დამაჯერებლად იკვლევს გზას და არის დიდი ალბათობა იმისა, რომ ფასი აიწევს.

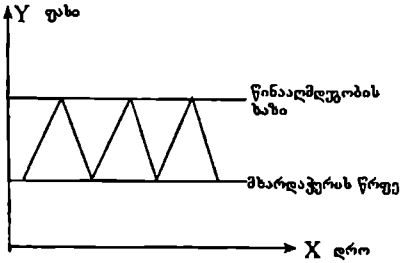
ბ) მხარდაჭერის დონე გვერდითი ტრენდის დროს გახდა წინააღმდეგობის დონე (ნახ. 23.9.).



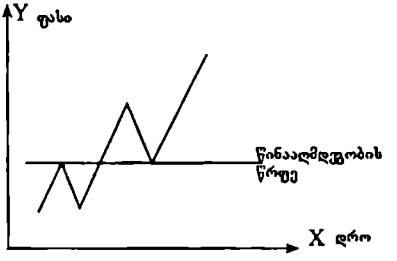
ნახ. 23.6ა. მხარდაჭერის წრფეები „ხარების" ტრენდისას.



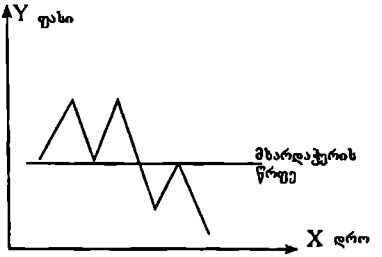
ნახ. 23.6ბ. წინააღმდეგობის წრფეები დათვების ტრენდისას.



ნახ. 23.7. წინააღმდეგობისა და მხარდაჭერის წრფეები გვერდითი ტრენდების დროს.



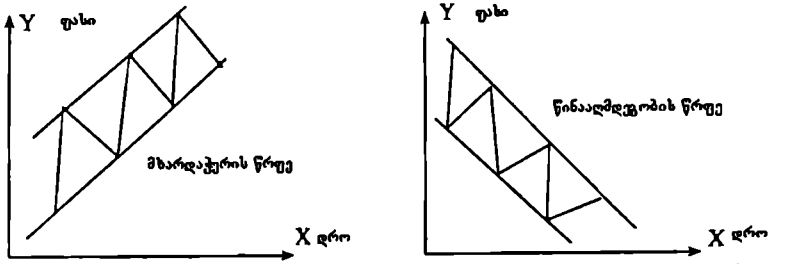
ნახ. 23.8. წინააღმდეგობის დონე გვერდითი ტრენდის დროს



ნახ. 23.9. მხარდაჭერის დონე გვერდითი ტრენდის დროს

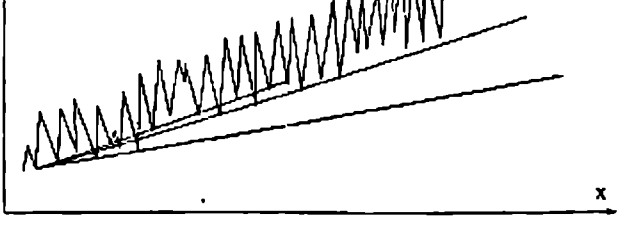
ასეთ სიტუაციაში აზრი აქვს სიტუაციის დაკეტვას, რამდენადაც ტრენდული წრფე დამაჯერებლად იქნა გაღწეული და არის დიდი ალბათობა იმისა, რომ ფასები კიდევ უფრო დაეცემა (განსაკუთრებით თუ კი ფასების დაბალ დონეზე იყო საბირჟო სესიის დახურვის ფასი) და უნდა გაიყიდოს აქციები უფრო მეტი ზარალის თავიდან ასაცილებლად. ტრენდის წრფეს და მის პარალელურ წრფეს, რომელიც

შემოფარგლაჳს ფასისმიერი ტრენდის მხარეს, ტრენდულ კორიდორს ან ტრენდულ დიაპაზონს უწოდებენ, კორიდორის წრფე შეიძლება აიგოს, თუ კი ფასების აწევა და დაცემა თანაბარზომიერია (ნახ. 23.10.).



ნახ. 23.10. ტრენდული კორიდორები „ხარებისა" და „დათვების" ტრენდების შემთხვევაში.

ტრენდი მოძრაობს თითქოს ორ პარალელურ წრფეს შორის. არხის წრფეს აღმაჳალი ტრენდის დროს თაჳსდება ფასების გრაფიკის ზევით, დაღმაჳალი ტრენდის დროს – მის ქვემოთ. მაგრამ რეალურ ცხოვრებაში, ტრენდის წრფე ყოველთვის არაა შესაძლებელი აიგოს ისე ზუსტად, რომ მან შეაერთოს ერთიმეორის მოყოლებით მაქსიმუმები და მინიმუმები, რადგანაც ფასი ხშირად გაარღვეჳს ტრენდის წრფეს ანდა საერთოდ არ დაჳა მის დონეზე (ტრენდის წრფის გაღრმაჳება ეს არის ფასების დაცემა ტრენდის წრფის დონეზე დაბლა). ამასთან ტრენდის წრფე მოითხოჳს კორექტირებას. ტრენდის წრფის ასეთი გადახრები ან გარღვეჳები არაა საჭალდებულო გახდეს მობრუნების სიგნალები (ნახ. 23.11.).



ნახ. 23.11. ტრენდის წრფის გადახრები და გარღვეჳები

ტრენდული წრფის არც ერთ გარღვეჳას არ გამოუწვეჳია ტენდეცნიის შემობრუნება, არამედ განაპირობა მხოლოდ წრფეების კორექტირება. ფასების განვითარების პროცესში ზოგჯერ საჭირო ხდება ტრენდის წრფის რამდენჯერმე კორექტირება. მეანაბრეს უჳნელდება გამოიცნოს ნამდვილი შემობრუნებითი სიგნალები, ტრენდული წრფეების გარღვეჳა ხშირად ცრუ სიგნალებია.

შემდგომში ჩვენ ამოჳალთ იმ პოზიციიდან, რომ ფასები მოძრაობენ მიმართულად და ჩვენ მეტნაკლებად შეგვიძლია შეჳზღუდოთ ფასისმიერი ტრენდი პირდაპირი წრფით, რომელიც ერთიმეორესთან აერთებს შემდგომ მაქსიმუმებსა და მინიმუმებს.

- თუ კი ჩვენს მიერ დატანებული აღმაჳალი ტრენდის ხაზი აღმოჩნდება ძლიერ გარღვეჳული, ეს შეიძლება იყოს ტენდენციის შემობრუნების სიგნალი. მეანაბრე, განსაკუთრებით, ის, რომელიც სპეკულირებს საშუალოვადიან ფასისმიერ ტრენდზე. ფრთხილად უნდა იყოს და თჳალი მიადევნოს

ფასების შემდგომ განვითარებას ანდა დახუროს პოზიცია და ელოდოს ინვესტირების სხვა გზები, ვიდრე გარღვევა შეიძლება ნიშნავდეს შემობრუნებას.

ფასების განვითარების პროცესში წარმოშობილი მცირე შემობრუნებითი ფორმაცია შეიძლება იგნორირებული იქნას თუ კი მისი განვითარება დაიწყება უფრო მაღალ დონეზე საშუალოვადიანი აღმავალი ტრენდის ხაზის დონესთან შედარებით, სავარაუდოა დასრულდეს მისი გარღვევის გარეშე.

საინვესტიციო შეთანხმების ხერხები

რათა გამოვიცნოთ ზემოთ მითითებული პუნქტები ჩვენ ჯერ უნდა ვიპოვოთ ტრენდის შესაბამისი ხაზი. საინვესტიციო მისი შემოწმება შეიძლება სამი ხერხით:

ა) რაც უფრო ხშირად დაჯ ფასების დონე ჩვენს მიერ განსაზღვრული წრფის დონემდე, ისე რომ არ გადაკვეთოს მას, მით უფრო მეტად სწორადაა შერჩეული აღნიშნული წრფე. აღმავალი ტრენდის წრფეს აკლებენ ისე, რომ მან შეაერთოს ორი ერთიმეორეს მიმდევარი მინიმუმის წერტილი. თუ კი მოცემული წრფე დადასტურდება მესამე მინიმუმით, მაშინ სწორი არჩევანის ალბათობა ძალზე მაღალი იქნება. შემდგომი მინიმუმები, რომლებიც ადასტურებენ ტრენდის წრფეს კიდევ უფრო აძლიერებენ მის მნიშვნელობას.

ბ) წრფის სიგრძე არის მომდევნო ტესტი ტრენდული წრფის საიმედოობის შემოწმების თვალსაზრისით. რაც უფრო მეტად არ დასჭირდება კორექტირება ჩვენს მიერ ნაპოვნ წრფეს, ე.ი. ფასები, რომლებიც იწვევენ ზევით, რაც უფრო ხშირად მიაღწევენ, მაგრამ არ გადაკვეთენ ამ წრფეს, მით უფრო დიდი იქნება მისი საიმედოობა, მაგრამ, ამ პრინციპმა უნდა გაითვალისწინოს რამდენიმე შეზღუდვა. თუ კი ჩვენი ტრენდული წრფე აიგებოდა ორი პირველსაწყისი მინიმუმის დახმარებით, რომლებიც დროის მიხედვით ძალზე ახლოს იყვნენ ერთმანეთთან მაგ. კვირაზე უფრო მცირე დროით, მაშინ იგი, სავარაუდოა იყოს მცდარი და ალმოჩნდება ან ძალზე დახრილი, ან ძალზე დამრეცი. უკანასკნელ შემთხვევაში მომდევნო მინიმუმები მას არ შეეხებიან და ფასები განაგრძობენ რყევას უფრო მაღალ დონეზე ტრენდის წრფესთან შედარებით. თუ კი ფასების დონე დროის დიდი ინტერვალის შემდეგ ისევ დაეცემა ტრენდის წრფის დონემდე, მაშინ ეს იმას ნიშნავს, რომ საშუალოვადიანი ტრენდი წარსულში საჭიროებდა კორექტირებას. იმ შემთხვევაში, თუ ჩვენს მიერ არჩეული მინიმუმები ერთიმეორისაგან დიდი დროითი ინტერვალებით იქნებიან დაცილებულები. და ისინი განვითარდებიან როგორც ტალღების დამოუკიდებელი კომპონენტები (ფასების დონის აწევა და დაცემა), ტენდენციის ძიებაში მყოფები, მაშინ მათი შეშვეობით ჩვენს მიერ ნაპოვნი ტრენდის წრფეც ალბათ საიმედო იქნება.

გ) ტრენდის სახის საიმედოობის მესამე კრიტერიუმია მისი დახრის კუთხე. ძალზე დახრილი ტრენდის წრფე შეიძლება ძალზე სწრაფად გაირღვეს ფასების უმნიშვნელო გეერდითი მოძრაობით, თუმცა მომავალში, აღმავალი ტრენდი გაგრძელდება. რაც უფრო დახრილია ტრენდის წრფე, მით უფრო ნაკლებ სანდოა იგი. რაც უფრო მეტად უახლოვდება იგი ჰორიზონტალურ X ღერძს, მით უფრო საიმედო იქნება იგი და მით უფრო მეტი მნიშვნელობა შეიძლება მიენიჭოს მის გარღვევას. ოღონდ დახრილობა ანდა დამრეცობა ესენი სუბიექტური სიდიდეებია. მხოლოდ ხანგრძლივი გამოცდილება ტექნიკური ანალიზის სფეროში შესაძლებელს ხდის სწორად შეფასდეს ტრენდული წრფეების დახრილობა და დამრეცობა. იმისათვის, რომ სწორად შეფასდეს ნაპოვნი ტრენდული წრფის საიმედობა, მრავალი ჩარტების შესწავლის საფუძველზე ერთიმეორეს უნდა შეუდარდეს ფასების ზრდის ტენდენციები მოცემულ აქციაზე წარსულში.

მოცულობის გაძიდება მოცემულ მონაცემში

ზემოთ აღნიშნული კრიტერიუმების გამოყენებით ვიპოვოთ რა საიმედო ტრენდის წრფეს, უნდა განისაზღვროს ის მომენტები, როცა მის გარღვევას მიენიჭება დიდი მნიშვნელობა ანდა საერთოდ იგნორირებული იქნება იგი.

თუ კი ფასების დონე აღმავალი ტენდენციის დროს დაეცემა ისე, რომ მისი გრაფიკი არა თუ გადაკვეთს ტრენდის ხაზს, არამედ დროითი ინტერვალის დახურვის ფასი აღმოჩნდება ტრენდის ხაზს

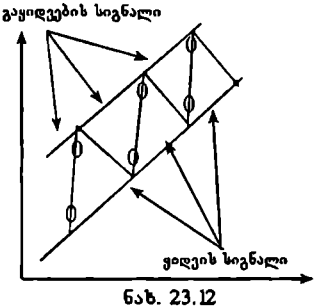
ქვემოთ, რაც შეადგენს აქციების საკურსო ღირებულების არა ნაკლებ 3%-ს, მაშინ ასეთ გარღვევას უნდა მიენიჭოს განსაკუთრებული მნიშვნელობა. ფასების დაცემა ამ სიდიდემდე შეიძლება მოხდეს არა ერთი, არამედ რამდენიმე დღის განმავლობაში. მომენტის მნიშვნელობის კიდევ ერთი კრიტერიუმი, რომელშიც ტრენდის ხაზი აღმაჯალი ტენდენციის დროს გაირღვევა, არის მოცულობის გადიდება მოცემულ მომენტში. როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს, აღმაჯალი ტრენდის ხაზის გარღვევა მიმდინარეობს მოცულობის გადიდების მიმართ მცირე დაგვიანებით ანდა სხვანაირად მეანაბრეთა აქტივობით. ე.ი. მოცულობის გადიდება შეიძლება იყოს იმის დასტური, რომ აღმაჯალი ტრენდი დასრულდა.

სასურველია მეანაბრემ გაითვალისწინოს შემოწმების ორიე კრიტერიუმი. მოიყვანოთ მაგალითი: ფასი, რომელიც არის აღმაჯალი ტრენდის ხაზზე ცოტათი მაღლა, იწყებს დაცემას, კვეთს ტრენდის ხაზს მოცულობის გადიდების ფონზე და დახურვის ფასი ამ დღეს დაეცა ტრენდის ხაზის დონეზე დაბლა, რაც შეადგენს საკურსო ღირებულების დაახლოებით 2%-ს. მართალია ფასს არ მიუღწევია 3%-მდე, მოცულობის ზრდასთან ერთად ეს შეიძლება სიშნაჯდეს ტრენდის მიმართულების შეცვლას.

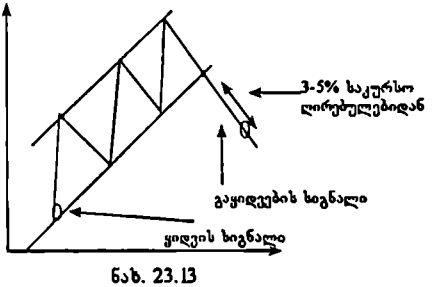
ზუსტი მათემატიკური ფორმულები საიმედოობის შესამოწმებლად და შემობრუნების სიგნალების განსაზღვრისათვის არ არსებობს და როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ყოველ მეანაბრეს შეიძლება ქონდეს ტექნიკური ანალიზის თავისი მეთოდები, რომელიც, მიპოვებულია რა ხანგრძლივი გამოცდილების საფუძველზე, ეხმარება მას გააკეთოს ამის შემდეგ სათანადო დასკვნები. მოგვყავს რამდენიმე მაგალითი ტრენდის ხაზსა და ტრენდული კორიდორის ხაზის გამოყენებით საბირჟო გარიგებების დადებისათვის.

ისმის კითხვა, როდის ვიყიდოთ ან გავყიდოთ ჩვენთვის საინტერესო აქცია — აღმაჯალი თუ დაღმაჯალი ტრენდის დროს. თუ კი მეანაბრე მისდევს სპეკულაციურ სტრატეგიას, მაშინ იგი ხსნის პოზიციას. როცა ფასების დონის გრაფიკი ეხება აღმაჯალი ტრენდის ხაზს (თუმცა ამ დროს მოსალოდნელია, რომ ფასები ისევ დაიწყებს ზრდას და არ დარჩება ტრენდის ხაზის დონის ქვემოთ), მაშინ მეანაბრე დახურავს პოზიციას. მოკლევადიანი ინვესტირების ასეთ მეთოდს ეწოდება „ганде — ". ე.ი. ტრაილერი, იყენებს რა ტრენდული კორიდორის წრფეს, ღებულობს მოგებას ფასების დონის მოკლევადიანი რყევისაგან (ნახ. 23.12).

თუკი მეანაბრე კონსერვატიული სტრატეგიის მომხრეა, მაშინ იგი ყიდულობს აქციებს, მაშინაც კი, როცა ფასების დონის გრაფიკი ქვედა დონეს ეხება. იგი ამ აქციებს ისახავს ფასების ქვედა დონის გრაფიკის შეხების შემდეგაც კი მანამ, სანამ ფასების დონე არ დაეცემა აღმაჯალი ტრენდის წრფის ქვემოთ განსაზღვრულ სიდიდემდე (მაგ. 3-5% საკურსო ღირებულებისა) (ნახ. 23.13).



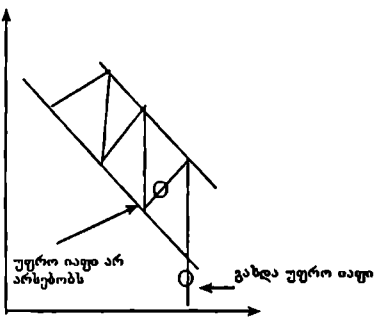
ნახ. 23.12



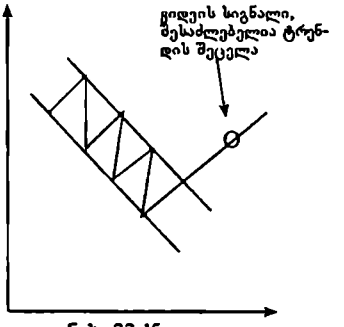
ნახ. 23.13

დაღმაჯალ ტრენდზე არასოდეს არ შეიძლება პოზიციის გახსნა მხოლოდ იქედან გამომდინარე, რომ ასე იაფად ჩვენთვის საინტერესო აქციას ვერასოდეს ვერ მოვიღებთ. ამ დროს ჩვენ ვღებულობთ არასწორ გადაწყვეტილებას. (ნახ. 23.14).

არ შეიძლება აქციების ყიდვა მანამ, სანამ ძალაშია დაღმავალი ტრენდი. ძლიერი დაღმავალი ტრენდი გამოიხატება იმაში, რომ მომდევნო მინიმუმი არის უფრო დაბალ დონეზე, ვიდრე წინა იმ შემთხვევაში, როცა მომდევნო მინიმუმი არის წინა მინიმუმზე უფრო მაღალ დონეზე, ეს შეიძლება ნიშნავდეს დაღმავალი ტრენდის დასუსტებას. ასეთი სიტუაცია არაა სავალდებულო იყოს შესყიდვის სიგნალი. მაგრამ ჯობია დაელოდოთ კურსის შემდგომ განვითარებას, რათა დაინახოთ სწორად იქნეს რეაგირება შესყიდვის სიგნალის წარმოშობაზე.



ნახ. 23.14



ნახ. 23.15

მეანაბრის რეაგირება დაღმავალ ტრენდზე

ფრთხილი მეანაბრე არ ხსნის პოზიციას დაღმავალი ტრენდის დროს, არამედ ელოდება ტრენდის შესაძლო შემობრუნების სიგნალს. შემობრუნების სიგნალის შემდეგ აღმავალი და დაღმავალი ტრენდების დროს უნდა დაელოდონ ფასების მიმართულებას ცელილების დასტურს, მანამ, სანამ მიიღებდნენ რაიმე გადაწყვეტილებას. დაღმავალი ტრენდის დროს პოზიციის გახსნა შეიძლება მხოლოდ მაშინ, როცა ფასი მიაღწევს ტრენდული კორიდორის წრფის დონეს საკურსო ღირებულებას სიდიდის 3%-ზე მეტ პირობებში (ნახ. 23.15).

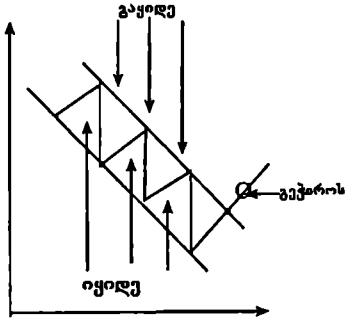
რისკიანი მეანაბრე შეიძლება გათვისუფლდეს დაღმავალი ტრენდისაგან თუ კი იგი იყიდის აქციას ფასების გრაფიკის შეხებისას ტრენდული კორიდორის დაბალ წრფესთან, მაგრამ აქ იგი უნდა დაელოდოს იმის დასტურს, რომ ფასები აიწევენ ტრენდული კორიდორის ქვედა წრფის დონის ზემოთ. ღია პოზიციები დაიხურება, თუკი ფასების დონე ახლოს იქნება დაღმავალი ტრენდის დონესთან. იმ შემთხვევაში, როცა ფასები იზრდება და ტრენდი გაირღვა, მეანაბრეს შეუძლია გააგრძელოს პოზიციის შენარჩუნება და აქედან მიიღებს მეტ მოგებას. ვინაიდან მას ყოველთვის შეუძლია ისევ გაყიდოს აქციები ფასად, რომელიც შეესაბამება დაღმავალი ტრენდის წრფის დონეს, თუ კი ფასისმიერი გრაფიკი ისევ დაეშვება მასზე (ნახ. 23.16).

დაღმავალი ტრენდის ანალოგიურად გვერდითი ტრენდის დროს შეიძლება ასევე გაიხსნას პოზიცია, თუ კი ფასისმიერი გრაფიკი შეეხება მხარდაჭერის ხაზს და დაელოდება რა დასტურს, დახურავს პოზიციას, როცა იგი იმყოფება წინააღმდეგობის ხაზის დონესთან ახლოს.

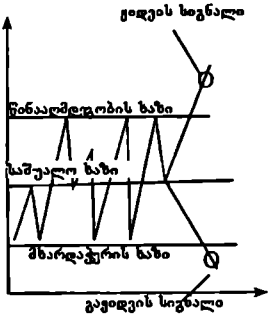
ასევე გვერდითი ტრენდის დროს ხშირად გამოიყენება საშუალო წრფე[1]. მისი გარღვევა ქვეიდან ზემოთ იმაზე მეტყველებს, რომ ფასების დონე აიწევს წინააღმდეგობის დონემდე, ხოლო გარღვევა საშუალო ხაზისა ზემოდან ქვემოთ არის ფასების დაცემის დასტური მხარდაჭერის დონემდე. თუ კი ფასისმიერი გრაფიკი თავისუფლად არღვევს წინააღმდეგობის ხაზს, ეს შეიძლება იყოს გვერდითი ტრენდის ცელილების სიგნალი აღმავალი მიმართულებით მხარდაჭერის ხაზის გარღვევა, ეს არის გვერდითი ტრენდის ცელილების სიგნალი დაღმავალი მიმართულებით (ნახ. 23.17).

[1]ინგლისურიდან: middle line.

ტრენდის ხაზებისა და არხის ხაზების გვერდით ტექნიკური ანალიზისათვის დიდი ყურადღება უნდა დაეთმოს გარკვეულ ფიგურებს, რომლებიც აღმოცენდებიან ფასისმიერ გრაფიკზე ფასების განვითარების დროს. გრაფიკულ ფიგურებს ასევე უწოდებენ ფორმაციებს.



ნახ. 23.16

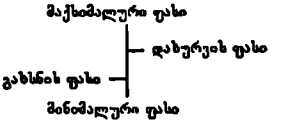


ნახ. 23.17

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გრაფიკული სურათები გამოირჩევიან სიუჟეტების და შესრულების ფორმების მდიდარი სახესხვაობით.

23.3. ძირითადი გრაფიკული მოდელები

ვინაიდან ტრენდები არასოდეს არ მოედინებიან მდორედ და თანაბარზომიერად და ყოველთვის საჭიროებენ კორექტირებას, ანალიტიკოსი არ უნდა ენდობოდეს ტრენდის მოძრაობის შემდგომ მიმართულებას და მის ძალას. ოღონდ, რიგი წლების მანძილზე ჩამოყალიბდა გამუდმებით განმეორებადი გრაფიკული მოდელები, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელი გახდა ემპირიული მეთოდით განისაზღვროს გაგრძელდება, თუ არა ტრენდი იგივე მიმართულებით, თუ დასრულდება, რაც შემდგომში გამოიწვევს შემობრუნებას.



ნახ. 23.18. ფასების სახეები ტრენდების დროს

ყველაზე ხშირად ყალიბდება ფორმაციები, რომელთაც უწოდებენ კლასიკურს. ისინი ორ ძირითად კატეგორიად იყოფა:

1) მობრუნებული (მობრუნებული) ფორმაციები (Reversal Patterns) გრაფიკული ფიგურები, რომლებიც იძლევიან ტრენდის გლობალურ ცვლილების შესახებ სიგნალებს;

2) გაგრძელების ფორმაციები. (Continuation or Sideways Patterns) — გრაფიკული ფიგურები, რომლებიც აღმოცენდებიან გრძელვადიანი ტენდენციების შიგნით და რომლის დასრულების შემდეგ მოსალოდნელია ფასების მოძრაობა იგივე მიმართულებით, რაც წინ უსწრებდა მათ ჩამოყალიბებას. შემობრუნებული ფორმაციები, ისევე როგორც გაგრძელების ფორმაციები შეიძლება შეგხვდეს

როგორც აღმავალი, ასევე დაღმავალი ტრენდების დროს, მაშინ როცა გაგრძელების ფორმაციები იმის დასტურია, რომ ტრენდის მიმართულების მიუხედავად მისი დასრულების შემდეგ ტრენდი გაგრძელდება იგივე მიმართულებით, შემობრუნების ფორმაციები იძლევიან სიგნალებს ტრენდის მიმართულების შეცვლის შესახებ. ძირითადი მობრუნებადი ფორმაციები აღმავალი და დაღმავალი ტრენდების დროს წარმოდგენილია ცხრილი 23.1-ში.

ძირითადი მობრუნებადი ფორმაციები

ცხრილი 23.1

აღმავალ ტრენდში	დაღმავალ ტრენდში
თავი და მხრები (Head and Shouolders)	V-ს მაგვარი ღრმულები
V-ს მაგვარი სიმაღლეები	ორმაგი ფსკერი (Double Bottom)
ორმაგი სახურავი (Double Top)	სამმაგი ფსკერი (Tiple Bottom)
სამმაგი სახურავი (Triple Top)	გადმობრუნებული თავი და მხრები (Inverted Heads and Soulders)
ლამპაქები ანდა მრგვალი მწვერვალი (soucers or Round Tops)	ლამბაქები ანდა მრგვალი ფსკერი (Saucers or Round Bottoms)
და ა.შ.	და ა.შ.
გაგრძელების ძირითადი ფორმაციები აღმავალ და დაღმავალ ტრენდებში	
დაღმავალი, აღმავალი, სიმეტრიული სამკუთხედები, დროშები, ეიმბელები	

ამ თავში ჩვენ დაწვრილებით შევჩერდებით რამდენიმე შედარებით გავრცელებულ შემობრუნებულ ფორმაციებზე და გაგრძელების ფორმაციებზე.

ძირითადი შემობრუნებული ფორმაციები

მანამ სანამ გრაფიკზე ეიპოვიდეთ შემობრუნებულ ფორმაციას, უნდა დავრწმუნდეთ მკეთრად და ზუსტად გამოხატული ტრენდის არსებობაში. თუ კი წინამორბედი ბაზი რომელიმე (აღმავალი ან დაღმავალი ტრენდის) დამაჯერებლად იქნა გარღვეული, მაშინ ფასების შემდგომი განვითარების შესაბამისად ჩვენ შეგვიძლია დავაკვირდეთ შემობრუნებადი ფორმაციის აგებას.

თავი და მხრები

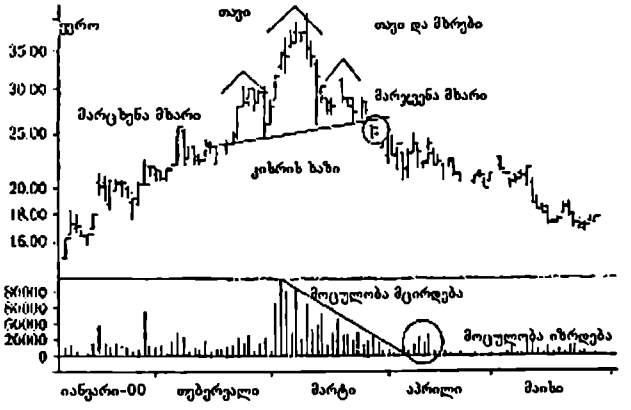
ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მობრუნებული ფორმაციაა „თავი და მხრები". მისი დასახელება მოდის ამ ფორმაციის ადამიანის სხეულთან დიდი მსგავსების გამო. იგი წარმოადგენს სამი მწვერვალს კონფიგურაციას: მარცხენა მხარი, თავი და მარჯვენა მხარი. საშუალო ამ სამ მწვერვალს შორის პირველზე და მესამეზე მაღალია. ასეთი ფორმაციისათვის დამახასიათებელია კისრის ხაზის არსებობა, რომელიც შეიძლება ყალიბდებოდეს მასში მხარდაჭერის ხაზით, ანდა წინააღმდეგობის ხაზით „გადაბრუნებული თავი და მხრები" (ნახ. 23.19.).

იმისათვის, რომ ეს ფორმაცია არ აგვერიოს ბევრ სხვა მათგანში, უნდა დავაკვირდეთ მოცულობის გრაფიკის ცვლილებას: ყველაზე იდეალურია, რომ მოცულობა გაიზარდოს მარცხენა მხრიდან დაწყებული. შემდგომში, ფასების გრაფიკის გადაადგილებით ზემოთ, მოცულობა უნდა შემცირდეს; მარჯვენა მხარის უმაღლესი წერტილის დონეზე იგი უნდა იყოს გაცილებით მცირე სიდიდის მოცულობა თავსა და მარცხენა მხარის დონესთან მიმართებაში. როგორც კი ფასისმიერი გარღვევა გადაკვეთს კისრის ხაზს (მეანაბრეებისათვის ეს იქნება აქციების გაყიდვის სიგნალი), მოცულობა მნიშვნელოვნად უნდა გაიზარდოს. კისრის ხაზის გადაკვეთა აღნიშნავს მთელი ფორმაციის - „თავი და მხრები" დასრულებას. ფასი გარღვევის შემდეგ გააგრძელებს დაცემას სიდიდეზე, რომელიც ტოლია, სულ მცირე, დამორებისა თავსა და კისრის ხაზს შორის. მთელი ფორმაციის დასრულება ნიშნავს დაღმავალი ტრენდის დასაწყისს.

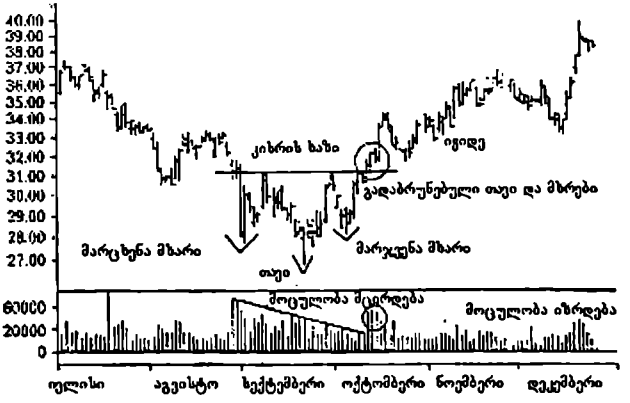
„თავის და მხრების" შებრუნებული ფორმაცია: „გადაბრუნებული თავი და მხრები".

„გადაბრუნებული თავი და მხრები" შეიძლება აღმოცენდეს დაღმავალი ტრენდის ბოლოს, იგი

წარმოადგენს სამი ღრმულის კონფიგურაციას: მარცხენა მხარი, თავი, მარჯვენა მხარი. ამ სამ ღრმულს შორის შუამდებარე მდებარეობს მარჯვენა და მარცხენა ღრმულებზე დაბლა. ეს ფორმაცია არის ზემოთ მოტანილი „თავი და მხრები" ფორმაციის სარკისებური ასახვა. ამ ფორმაციის გამოჩენა შეიძლება იყოს დალმავალი ტრენდის შემობრუნების სიგნალი აღმავალი ტრენდისაკენ. ისევე როგორც ფორმაციაში „თავი და მხრები", აქ განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს მოცულობის გრაფიკს. მარცხენა მხრის მოცულობა უნდა მნიშვნელოვნად გადიდდეს შემდეგ კი შემცირდეს მანამ, სანამ ფასისმიერი გრაფიკი არ გადაკვეთს კისრის ხაზს. კისრის ხაზის გადაკვეთა ფასისმიერი გრაფიკით იქნება სიგნალი შესყიდვებისათვის. ამ მომენტიდან მოცულობა უნდა გაიზარდოს (ნახ. 23.20.).



ნახ. 23.19. თავი და მხრები



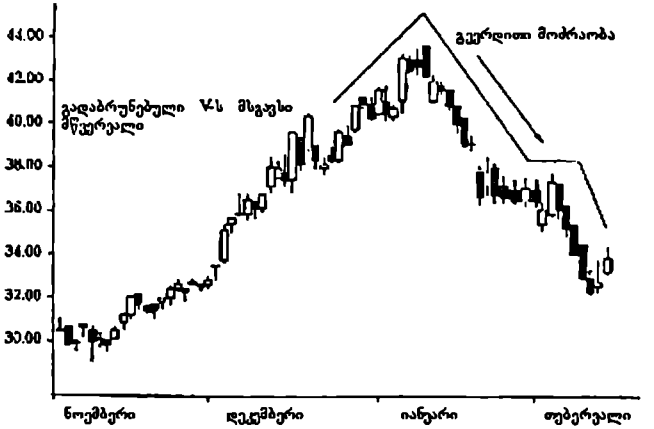
ნახ. 23.20

ფორმაცია თავი და მხრები არ ითვლება დასრულებულად, სანამ ფასისმიერ გრაფიკი არ გადაკვეთს კისრის ხაზს. თუ კი ეს არ მოხდა, მაშინ ეს ფორმაცია არ განიხილება როგორც „თავი და მხრების" ფორმაცია, და არც „გადაბრუნებული თავი და მხრების" ფორმაცია. ცხადია, არსებობს მრავალი

ფიგურა, რომელიც წააგავს აღნიშნულ ფორმაციას, და თუ არ იქნა გათვალისწინებული უკანასკნელი მოთხოვნა, მაშინ ჩვენს მიერ განხილული ფორმაცია შეიძლება აღმოჩნდეს მცდარი.

V-ის მაგვარი სიმაღლეები და ღრმულები (მწვერვალები და ღრმულები)

V-ს მაგვარ ფორმაციას უწოდებენ სიმეტრიულ მწვერვალებს (სიმაღლეებს) ანდა ღრმულებს. ისინი შეიძლება აღმოცენდნენ როგორც აღმავალ, ასევე დაღმავალ ტრენდზე, დაღმავალ ტრენდზე ისინი ღებულობენ V–ს მაგვარი ფორმაციის სარკისებური ანარეკლის ფორმას (ნახ. 23.21).



ნახ. 23.21. V-ს მსგავსი სიმაღლე

რაც უფრო მეტად ეცემა ფასი (V-ის მსგავსი ფორმაციისას), მით მეტია იმის ალბათობა, რომ მეანაბრეებს მოუნდებათ თავიდან მოიშორონ მოცემული აქციები და ეცდებიან დაკეტონ პოზიცია. ფასები აქციაზე ბოლოს შეიძლება კიდევ უფრო ძლიერ დაეცეს. ამის შემდეგ იწყება ფასების ძლიერი ზრდა, რომელიც შეწყდება გვერდითი მოძრაობით. თუ კი გვერდითი მოძრაობის შემდეგ ფასები განაგრძობენ ზრდას, ეს ტრეიდერებისათვის იქნება სიგნალი მოცემული აქციების შესასყიდად.

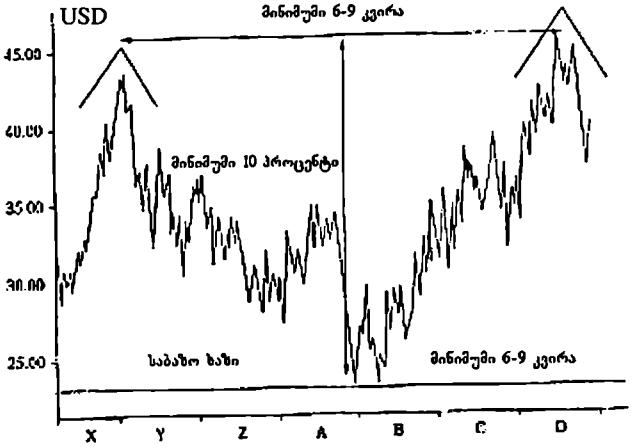
გადაბრუნებული V–ს მაგვარი ფორმაცია ყალიბდება, ძირითადად სასარგებლო წიაღისეულის ბაზრებზე. ასევე ისინი ხშირად ყალიბდებიან, როცა გამოქვეყნებული სენსაციური ცნობებს იწვევენ აქციების ყიდვასა და გაყიდვას პანიკის მდგომარეობაში. ამის მაგალითია ფასები ნავთობზე 1990 წელს, სპარსეთის ყურეში ომის გამო, როცა ფასების ზრდამ 68%-ს მიაღწია. სიტუაციის დარეგულირების შემდეგ კურსი ეშვება თავის ჩვეულებრივ დონემდე, რომელიც წინ უსწრებს აღნიშნულ მოვლენას. გვერდითი მოძრაობის შემდეგ ფასების ზრდასთან ერთად უნდა გაიზარდოს ვაჭრობის მოცულობა. იმ შემთხვევაში, როცა არ არსებობს გვერდითი მოძრაობები, ძნელი სათქმელია, როდის მოხდება სინამდვილეში ტრენდის გლობალური შემობრუნება (ნახ. 23.21).

ორმაგი სიმაღლეები და ღრმულები

ტრენდის გლობალურ შემობრუნებაში დარწმუნების თვალსაზრისით ფორმაცია „ორმაგი სიმაღლე" („ორმაგი მწვერვალი") ან „ორმაგი ფსკერი" არის უფრო სუსტი, ვიდრე ფორმაცია „თავი და მხრები". ორი მწვერვალი (სიმაღლე) და ღრმული, რომელიც ქმნის ფორმაციას, უნდა აბსოლუტურად ერთნაირი იყოს. ისინი, უპირველეს ყოვლისა, ერთმეორესთან ახლოს იქნებიან ფასების დონით (±3%). ასეთი ფორმაციები ვითარდებიან ორ პარალელურ ხაზს შორის, რომლებიც წარმოადგენენ მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობების ხაზებს. სხვაობა ანდა დაშორება მწვერვალსა და ღრმულს შორის უნდა შეადგენდნენ კურსის

არა ნაკლებ 10%-მდე. ისევე როგორც ფორმაცია „თავი და მხრები“, ვაჭრობის მოცულობა დასაწყისში საგრძნობლად უნდა გაიზარდოს, შემდეგ კი შესამჩნევად შემცირდეს მისი ფორმირებისას, ანუ მარკეტინგ სიმაღლის დონეზე შემობრუნება უნდა იყოს ნაკლები, მარცხენა სიმაღლის დონესთან შედარებით.

ორმაგი სიმაღლეები. (ასთ ხშირად უწოდებენ M-ის მაგვარ ფორმაციებს). ორმაგი სიმაღლის ფორმაციისათვის დამახასიათებელია ის, რომ როცა უფრო მაღლაა სიმაღლის დონე, და რაც უფრო მეტია დროის მონაკვეთი (შუალედი) ორ სიმაღლეს შორის, მით უფრო მნიშვნელოვანია მეანაბრისათვის ამ შემობრუნებითი ფორმაციის მნიშვნელობა. იდეალურ შემთხვევაში ორ „სიმაღლეს“ შორის უნდა გაიდეს არაუმცირეს ერთი თვისა მაინც (ნახ. 23.22).



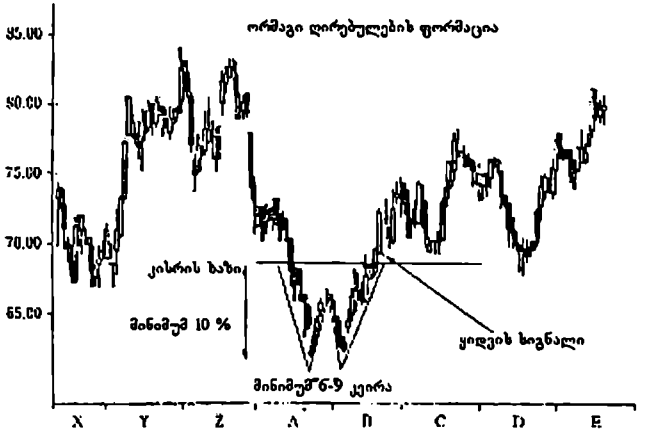
ნახ. 23.22.

ფორმაცია ორმაგი სიმაღლე ელინდება გარდამავალი ტრენდის დროს და ითვლება დასრულებულად, თუ ფასები ეცემა ორი მინიმალური დონის ფასებზე დაბლა ორ სიმაღლეს შორის, მაგრამ ეს ყოველთვის არ ხდება ფორმაციის დასრულებისთანავე. თუ კი მინიმალური დონე ორ სიმაღლეს შორის განთავსდება ძალზე ღრმად, მაშინ ფასისმიერი გრაფიკი მის დონემდე მხოლოდ რამდენიმე თვის შემდეგ მიაღწევს და ტრეიდერი იძულებული იქნება მოახდინოს ფასების შემდგომი განვითარების პროგნოზირება სხვა ნიშნების მიხედვით, მაგ. ფორმაცია „დროშა“ ანდა „ვიმპელის“ მიხედვით (დადასტურების ასეთ ფორმაციებს გაეცნობით შემდეგ განყოფილებაში). თუმცა აღნიშნულ ფორმაციას ჯერ კიდევ არ მოუწევია სრულყოფილებამდე, ტრეიდერს უკვე შეუძლია მიიღოს გადაწყვეტილება პოზიციის დახურვის შესახებ, დაეყრდნობა რა მხარდაჭერის ფორმაციას, რომელიც ცოტა მოგვიანებით ყალიბდება. როგორც კი ღრმულ დონეზე ორ სიმაღლეს შორის ხაზი (მას ჩვენ საბაზო ხაზს ვუწოდებთ) გადაკვეთილი იქნება აქციების კურსის დონით, ეს უკვე არის ორი სიმაღლის ფორმაციის დახურვის ნიშანი და აღნიშნავს დაღმავალი ტრენდის დასაწყისს. ზოგჯერ კურსი აღწევს გარღვევას ძალზე მოკლე დროში, ქვევიდან ზევით საბაზო ხაზის მიმართ (ინგლისურიდან Pullback). ასეთი შესაძლებლობა გამოყენებული უნდა იქნას პოზიციის დახურვისათვის მათთვის ვინც ვერ მოასწრო მოცემული აქციის გაყიდვა „ორი სიმაღლის“ ფორმაციის ჩამოყალიბების დასაწყისში.

“ორმაგი სიმაღლის“ შებრუნებული ფორმაცია “ორმაგი ღრმულის“ ფორმაცია

ორმაგი ღრმულის ფორმაციის ნიშნები ყალიბდება დაღმავალი ტრენდის დროს და ორმაგი სიმაღლის ფორმაციის ნიშნების ანალოგიურია. ასეთ გრაფიკულ ფიგურებს ასევე უწოდებენ „W-ს

მაგვარ ღრმულებს. ისევე როგორც წინა ფორმაციების შემთხვევაში, ორი ღრმული არ უნდა იყოს აბსოლუტურად ერთნაირი, მაგრამ ფასების დონე ღრმულების ორივე წვრტილში უნდა იყვნენ ერთმანეთთან ახლოს. შედარებით საიმედო მაჩვენებელი იმისა, რომ ჩვენს მიერ გაანალიზებული ფორმაციები არის ორი ღრმულის საკუთრების მკვეთრად გამოხატული ფორმაციები არის ის, რომ მეორე ღრმული არის უფრო დაბალ ან იგივე დონეზე, რაც პირველი. ორივე ღრმული ერთმანეთისაგან დაშორებული უნდა იყოს დროითი ინტერვალით, რომელიც შეადგენს არა ნაკლებ 6-9 კვირისა (ნახ. 23.23). ასეთი ფორმაციის შემდეგ ტრენდი იცვლის თავის მიმართულებას.



ნახ. 23.23

სამმაგი სიმაღლეები, სამმაგი ღრმულები

ისეთი ფორმაციები, როგორიცაა სამმაგი სიმაღლეები და სამმაგი ღრმულები, ძალზე იშვიათად გვხვდება. იგი დამაჯერებლობის თვალსაზრისით არის ტრენდის მიმართულების გლობალურ ცვლილებაში ასევე ძალზე სუსტი, ვიდრე ფორმაცია „თავი და მხრები" და „გადაბრუნებული თავი და მხრები". ისინი ისევე ვითარდებიან, როგორც ორმაგი სიმაღლეები და ღრმულები: ორ პარალელურ ხაზს შორის — მხარდაჭერის ხაზსა და წინააღმდეგობის ხაზს შორის. ასეთი ფორმაციების ინტერპრეტირება შეიძლება ისევე, როგორც ზემოთ მოხსენებული „ორმაგი სიმაღლისა" და „ორმაგი ღრმულის" ფორმაციებისა (ნახ. 23.24).

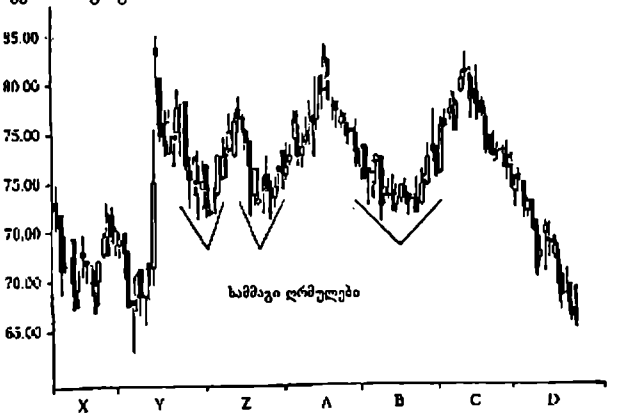
მრგვალი სიმაღლეები და ფსკერი

ასეთი ტიპის ფორმაციები ასევე ძალზე იშვიათად ყალიბდებიან, და მათ განვითარებას ხშირად თვეები სჭირდება. მრგვალი ფსკერები ყალიბდებიან დაღმავალი ტრენდის ბოლოს. ზოგჯერ მათი განვითარების პროცესში ფასისმიერი ჩარტი შეიძლება მერყეობდეს გარკვეული დროით ერთსა და იგივე დონეზე ანდა შეიძლება დაცემაც დაიწყოს, მაგრამ ფასების მოძრაობის ასეთი მოკლევადიანი მიმართულებისათვის საჭირო არაა ყურადღების მიქცევა, საჭიროა ფორმაციის დასრულებისათვის დალოდება. ფორმაციის დასრულება გამოიხატება ფასისმიერი ჩარტის მიერ პორიზონტალური ხაზის გარღვევებში, რომელიც შემოსაზღვრავს ფსკერის მარჯვენა და მარცხენა მხარეს, ასეთი ფორმაციის და ფორმირების დასრულების შემდეგ იდეალურ შემთხვევაში უნდა გაიზარდოს მოცულობა (ნახ. 23.25).

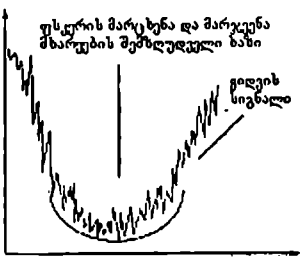
როგორც ადრე იყო აღნიშნული, მსგავსი ფორმაცია შეიძლება მალე განმეორდეს ან გარდაიქმნას გვერდით მოძრაობად, მაგრამ ფასისმიერი ჩარტის შემდგომი განვითარების მოლოდინში ჩვენ

ერწმუნდებით, რომ ტრენდის მიმართულება შეიცვალა. იგივე პირობები მოქმედებენ ფორმაციისათვის „მრგვალი მწვერვალები (სიმაღლეები)" ოღონდ გაითვალისწინება სარკისებური ასახვა (ნახ. 23.26).

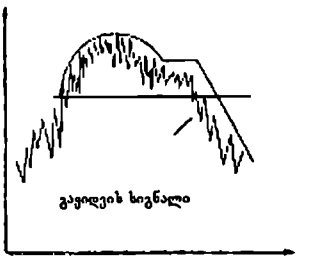
რაც უფრო მოკლეა კურსის გრაფიკის მოძრაობა რომელიმე ფორმაციის შიგნით, მით მეტია იმის საშიშროება, რომ პროგნოზირებადი ფორმაცია აღმოჩნდება მცდარი, უფრო მეტიც, მას შეუძლია საბოლოო ჯამში განვითარდეს სრულიად საპირისპირო მიმართულებით. ორი ასეთი მცდარი ფორმაცია აუცილებლად უნდა იქნას დათქმული წინამდებარე წიგნში: ერთ-ერთ მათგანს ქვია „ხარების ხაფანგი" მეორეს — „დათვების ხაფანგი".



ნახ. 23.24



ნახ. 23.25. მრგვალი ფსკერი



ნახ. 23.26 მრგვალი მწვერვალები (სიმაღლეები)

ამით იმის თქმა შეიძლება, რომ ტექნიკური ანალიზი ძალზე მოხერხებული, მაგრამ არც თუ ისე საიმედო ინსტრუმენტია აქციებზე ფასების განვითარების პროგნოზირებისათვის.

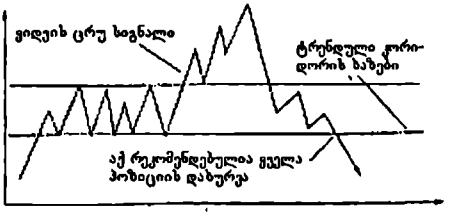
ისე როგორც ჰენრი ფორდმა თქვა[1]: „ჩვენ მდიდრები ვხდებით არა იმისგან, თუ რამდენს გამოვიმუშავებთ, არამედ იმის გამო, რამდენს არ ვხარჯავთ". ჩვენს შემთხვევაში შეიძლება ითქვას მდიდრები ვართ იმდენად, რამდენსაც არ დაეკარგავთ.

„ხარების ხაფანგი"

„ხარების ხაფანგის" გრაფიკულ გამოსახულებაში (ინგ. bull-trap) კურსი დამაჯერებლად არღვევს

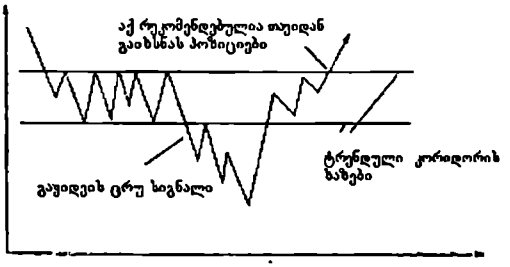
[1] ფორდი ჰენრი (Ford, Henry, 1863-1947), მრეწველი და გამომგონებელი. „Ford Motor Company"-ის დამაარსებელი (1903). პირველმა დანერგა წარმოებაში კონვეირი (1913).

ტრენდის კორიდორს ქვეიდან ზევით. ეს არის ნათელი სიგნალი ტრეიდერებისათვის პოზიციის გასახსნელად. ფასები იწყებს ზრდას. მაგრამ ყველა პროგნოზის მიუხედავად, იგი მაინც ეცემა და ფასის მიერი გრაფიკი არღვევს ტრენდული კორიდორის მხარდაჭერის ხაზს ზევიდან ქვევით, რაც სრულდება ახალი დაღმავალი ტრენდის აღმოცენებით. და პოზიციები ტრენდული კორიდორის პირველი გარღვევის შემდეგ აღმავალი ტრენდის მოლოდინით უნდა დაიკეტოს ყველაზე ბოლოს, — ტრენდული კორიდორის მეორე გარღვევის მომენტში ქვემოდან ზემოთ (ნახ. 23.27).



ნახ. 23.27. „ხარების" - ხაფანგი

„დათვების ხაფანგის" აღმოცენება (ინგ. bear-trap) ჩარტზე ხასიათდება იმით, რომ კურსის დონის გრაფიკი არღვევს ტრენდული კორიდორის მხარდაჭერის ხაზს ზევიდან ქვევით. ასეთი მოვლენა შეიძლება აღვიქვათ როგორც გაყიდვის სიგნალი, მაგრამ ყველასაგან განსხვავებით, ყველა პროგნოზის საწინააღმდეგოდ ფასი საგადასახადო დაცემის შემდეგ არღვევს ტრენდული კორიდორის წინააღმდეგობის ხაზს ქვემოდან ზემოთ და იწყება ახალი აღმავალი ტრენდი. მეორე გარღვევის შემდეგ ტრეიდერებმა უნდა გამოასწორონ შეცდომა, რომელიც არის მცდარი სიგნალის შედეგი და ისევ გახსნას პოზიციები (ნახ. 23.28.).



ნახ. 23.28. „დათვების ხაფანგი".

23.4. ᲒᲐᲒᲠᲫᲔᲚᲔᲑᲘᲡ ᲤᲝᲠᲛᲐᲪᲘᲔᲑᲘ

გაგრძელების ფორმაცია მეტყველებს იმაზე, რომ წინა ტრენდი ჯერ ისევ ძლიერია და გაგრძელების ფორმაციის ფორმირების დასრულების შემდეგ ტრენდი აგრძელებს თავის მიმართულებას. ასეთ სიტუაციაში წარმოშობილ ფორმაციას ჩვენ განვიხილავთ როგორც მოკლე ტრენდს.

იმისათვის, რომ გათვითცნობიერებული იქნას გაგრძელების ფორმაცია, აუცილებელია დაერწმუნდეთ იმაში, რომ არსებობს ნათლად გამოხატული წინამორბედი ტრენდი. ისევე როგორც შემობრუნების ფორმაციებში, შემობრუნების სიდიდის მნიშვნელობა აქ ძალზე დიდ როლს ასრულებს. რამდენადაც

ასეთი ფორმაციები აღნიშნავენ ტრენდის კონსოლიდაციის ფაზას. (სხვანაირად, განმტკიცებას), ე.ი. ტრენტი ბრუნდება რამდენიმე ხნით, შემდეგ კი ისევ განაგრძობს მოძრაობას წინა მიმართულებით. ასეთი ფორმაციების ჩამოყალიბების დასაწყისში მოცულობა შესამჩნევად უნდა შემცირდეს. აქ იგულისხმება, რომ მოცულობის გადიდება შეიძლება ნიშნავდეს საინვესტიციო პორტფელების ხანგრძლივ გადანაწილებას, რასაც შეეძლო გამოეწვია ტრენდის შემობრუნება. ფორმაციის ჩამოყალიბების დასრულების შემდეგ, როცა ფასი ისევ იწყებს ზრდას, მოცულობის სიდიდე უნდა გადიდდეს და გახდეს მაქსიმალური მოცემული ფორმაციის ფორმირების პროცესში მოცულობის სიდიდესთან შედარებით. მოცულობის ასეთმა გადიდებამ უნდა აღნიშნოს მეანაბრეთა მხარდი ინტერესი და დაადასტუროს ტრენდის წინა მიმართულება.

შემდეგ განყოფილებებში ჩვენ განვიხილავთ შედარებით გავრცელებულ ამ ტიპის ფორმაციებს.

სამკუთხედები

ფორმაციები „სამკუთხედები" ტექნიკურ ანალიზში სამ ტიპად იყოფა: სიმეტრიულები, აღმავალი და დაღმავალი. მათ განასხვავებენ მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობის ხაზების მიმართ განლაგების მიხედვით. ზედა ზღვარი, როცა ფასი აწყდება წინააღმდეგობას, ასეთ ფორმაციებში არის წინააღმდეგობის ხაზი. ხოლო ქვედა ხაზი, სადაც ფასი რამდენადმე მისაღებია, — მხარდაჭერის ხაზი. ფორმაციები სამკუთხედების სახით შეიძლება იყოს არა მარტო გაგრძელების ფორმაციები, არამედ ასევე შემობრუნებითი ფორმაციები (ცხრილი 23.2.).

ცხრილი 23.2.

გაგრძელების ფორმაცია	შემობრუნებული ფორმაციები
აღმავალ ტრენდზე: სიმეტრიული აღმავალი სამკუთხედი, ვიმპელი	აღმავალ ტრენდზე დაღმავალი სამკუთხედი
დაღმავალ ტრენდზე. სიმეტრიული დაღმავალი სამკუთხედი, ვიმპელი	დაღმავალ ტრენდზე. აღმავალი სამკუთხედი

სიმეტრიული სამკუთხედები

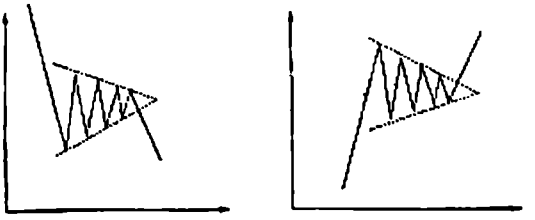
შეიწროებადი სიმეტრიული სამკუთხედის მხარდაჭერის ხაზი და წინააღმდეგობის ხაზი ერთიანდებიან ერთ წერტილში და როგორც თვით დასახელება გვიჩვენებს, მისი შემომსაზღვრელი ხაზები ჰორიზონტალური ღერძის პარალელური ხაზების სიმეტრიულები არიან. ფასების რყევის ამპლიტუდა მცირდება, რომ განვსაზღვროთ სამკუთხედი ფასისმიერ ჩარტში, საჭიროა სულ ცოტა, ოთხი წერტილი, სადაც ფასების დონის გრაფიკი შემობრუნდება და იწყებს მოძრაობას საპირისპირო მიმართულებით. რაც უფრო მცირე ხდება აღმავალი ტრენდის ფასების რყევის ამპლიტუდა და რაც უფრო მეტად ვიწროვდება გრაფიკი სამკუთხედის პირველი კუთხის მიმართულებით, მით უფრო ნაკლებ დინამიური იქნება წინამორბედი ტრენდის მომდევნო გაგრძელება და მით უფრო მეტი იქნება იმის ალბათობა, რომ ფორმაცია აღმოჩნდება მცდარი და ფასები მალე დაიწყებენ დაცემას. თუ კი ფასისმიერი ჩარტი ფასი წინა აღმავალი ტრენდით გასცდება რა სამკუთხედის საზღვრებს, დაიწყებს ქვემოთ მოძრაობას, მაშინ მეანაბრეების ასეთი რეაქცია შეიძლება იმასთან იყოს დაკავშირებული, რომ მოულოდნელად მიღებული იქნა ნეგატიური ცნობები, რომელთაც შეუძლია გაულუნა მოახდინონ მოცემული აქციის კურსის დონის შემდგომ განვითარებაზე.

სიმეტრიული სამკუთხედი ეს გაგრძელების ერთ-ერთი საიმედო ფორმაციაა (ნახ. 23.29).

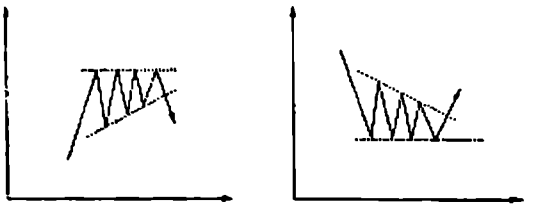
აღმავალი სამკუთხედი (ინგლისურიდან Ascending Triangle), რომელიც ყალიბდება დაღმავალი ტრენდის პირობებში, და დაღმავალი სამკუთხედი, (ინგ. Descending Triangle), რომელიც ყალიბდება აღმავალი ტრენდის დროს, შეიძლება აღმოჩნდნენ მობრუნებითი სიგნალები. ისინი გრაფიკებზე გვხვდებიან გაცილებით უფრო იშვიათად, ვიდრე სიმეტრიული სამკუთხედები. მათი შეშხლეტადი

ბაზები იკვეთებიან ასევე ერთ წერტილში, მაგრამ ისინი პარალელური ჰორიზონტალური ღერძის სიმეტრიულები არ არიან, აღმავალი სამკუთხედის ბაზი, რომელიც ჰორიზონტალური ღერძის პარალელურია, წინააღმდეგობის ხაზია, ხოლო დაღმავალისა — მხარდაჭერის ხაზი (ნახ. 23.30).

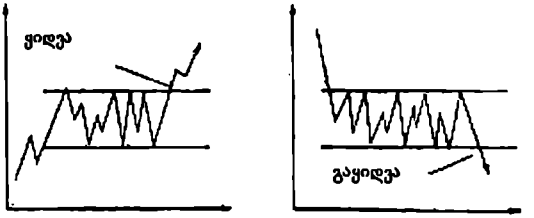
ყუთები, ანუ სწორკუთხედები. ასეთი სიტუაცია ყალიბდება მაშინ, როცა დროის მოკლე მონაკვეთში აღმავალი ანდა დაღმავალი ტრენდის განვითარება წყდება (ეს მნიშვნელოვანია) გვერდითი მოძრაობით და ფასების დონე იწყებს რყევას ორ პორიზონტალურ ხაზს შორის, რომლებიც წააგავს გვერდითი ტრენდის მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობის ხაზს. ასეთი გზით ჩამოყალიბებული ფორმაცია გამოიყურება როგორც სწორკუთხედი (ნახ. 23.31).



ნახ. 23.29 სიმეტრიული სამკუთხედები აღმავალი და დაღმავალი ტრენდების დროს



ნახ. 23.30 აღმავალი და დაღმავალი სამკუთხედები



ნახ. 23.31 სწორკუთხედები აღმავალი და დაღმავალი ტრენდების პირობებში

ასეთი ფორმაციისთვის დამახასიათებელია მისი ჩამოყალიბების პროცესში მოცულობის სიდიდის შემცირება. ტრეიდერების სფეროში ამას ასე აფასებენ: „აქციები იკრებენ ძალას, რომ მომავალში გააგრძელონ წინა ტრენდი". ასეთი სწორკუთხედი არის გაგრძელების ფორმაცია და ნიშნავს იმას, რომ თუ კი წინა ტრენდი იყო აღმავალი, მაშინ მას შემდეგ, რაც ფასისმიერი გრაფიკი გაარღვევს

წინააღმდეგობის ხაზს, შეიძლება მოუელოდეთ აღმავალი ტრენდის გაგრძელებას და პირიქით, დაღმავალი ტრენდის დროს ასეთი ფორმაციის ჩამოყალიბება და მხარდაჭერის ხაზის გარღვევა ფასისმიერი ჩარტით ნიშნავს შემდგომ დაღმავალ ტრენდს.

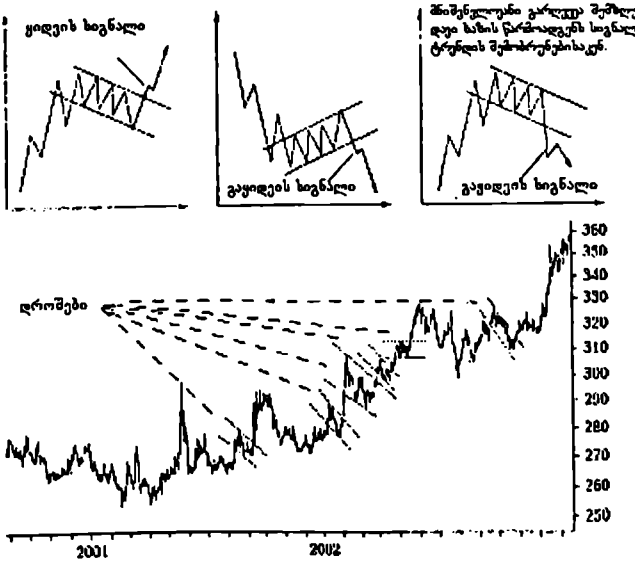
მაგრამ ასეთი ფორმაცია აღმავალი ტრენდის დროს შეიძლება იყოს დიდი საფრთხის შემცველი იმ თვალსაზრისით, რომ წინა ტრენდი არ გარღვეულა მოკლე დროში, არამედ გლობალურად შეიცვალა თაეისი მიმართულება გეერდით ტრენდზე გაცვლით.

სწორკუთხედი ფორმაციის ჩამოყალიბებისას ტრეიდერები, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან გრძელვადიანი ინვესტიციებით, თვალყურს აღევნებენ სხვა ინდიკატორებსაც, რომლებიც ასევე არიან ფასების ანალიზისა და პროგნოზირების ინსტრუმენტები. ტრეიდერებს, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან მოკლევადიანი ინვესტიციებით, საშუალება აქვთ გამოიყენონ რა ფორმაცია „სწორკუთხედი", მიიღონ მოგება ზემოთაღნიშნული „რანგე-ტრადინგ"-ის მეშვეობით.

დროშები

დროშები ესენია გრაფიკული ფიგურები, რომლებიც შემოზღუდულნი არიან პარალელური ხაზებით, მოცემული ფორმაციის მხარდამჭერი ხაზებით, და წინააღმდეგობის ხაზებით. დროშები ნიშნავენ პაუზას ძლიერი წინამორბედი ტრენდის დროს. რამდენადაც დროშები არის გაგრძელების ფორმაციები, მნიშვნელოვანი, დამაჯერებელი გარღვევის შემდეგ შემზღუდავი ხაზები (წინააღმდეგობის ხაზები) აღმავალი ტრენდის და ხელშემწყობი ხაზები დაღმავალი ტრენდის დროს, გაგრძელდებიან მიმართულებით, რაც წინ უძღოდა მათ ფორმაციას. ამიტომ ზოგიერთი ტრეიდერი აღმავალი ტრენდის დროს ხსნის პოზიციებს დროში აღმოცენების დროს, ისე რომ არ ელოდება წინააღმდეგობის ხაზების გარღვევას. ასეთი მიდგომა უზრუნველყოფს ვაჭრობის უფრო მომგებიან პირობებს.

ხაზის მნიშვნელოვანი გარღვევა, რომელიც ზღუდავს დროშას საწინააღმდეგო მიმართულებით წინამორბედი ტრენდის მიმართულებასთან შედარებით, შეიძლება განხილული იქნას როგორც ტრენდის შეცვლის ნიშანი. დროშები ხშირად დახრილნი არიან ძირითადი ტრენდის საპირისპირო მხარეს



ნახ. 23.32. დროშები აღმავალი და დაღმავალი ტრენდების დროს.

(ნახ. 12.32).

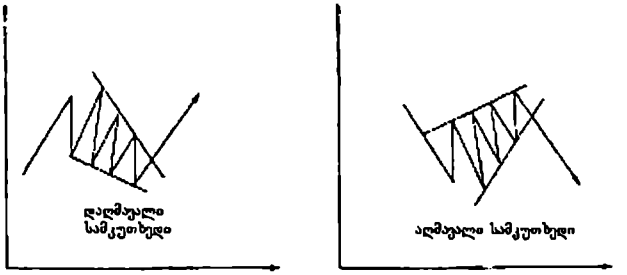
დროშების ჩამოყალიბებისათვის დიდი დრო არ არის საჭირო. ვინაიდან დროშები მიმართულია ძირითადი ტრენდის საპირისპირო მიმართულებით, ისინი სიმეტრიული სამკუთხედებისაგან განსხვავებით არ არიან ყველაზე საიმედო ანდა შედარებით საიმედო მაჩვენებლები ტრენდის გაგრძელებასთან მიმართებაში. იგი, ალბათ მის სისუსტეს უჩვენებს.

ვიმპელები

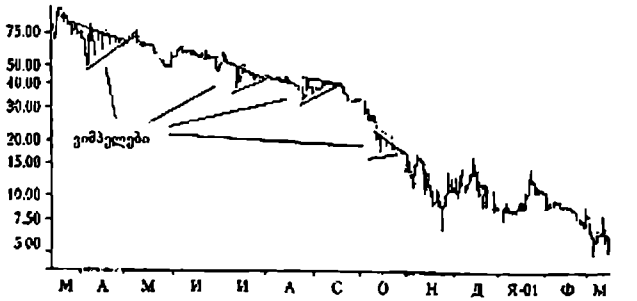
ვიმპელს ასევე უწოდებენ კონსოლიდაციის მოკლევადიან ფაზებს ტრენდებს შიგნით, ე.ი. ისინი ასევე არიან გაგრძელების ფორმაციები. მათი განსხვავება სამკუთხედებისგან იმაში მდგომარეობს, რომ ზედა და ქვედა შემზღუდავი ხაზები განლაგებულია ურთიერთმიმართულებით, ისინი გვაგონებენ აღმავალ და დაღმავალ სამკუთხედებს, მაგრამ მათგან განსხვავებით, წინააღმდეგობის ხაზი აღმავალი ტრენდის დროს ანდა მხარდაჭერის ხაზი დაღმავალი ტრენდის დროს, ვიმპელის შემთხვევაში არ უნდა იყოს პორიზონტალური ღერძის პარალელური.

სამკუთხედებისაგან განსხვავებით ისეთი ფიგურები, როგორიცაა დროშები ანდა ვიმპელები, საკმაოდ ძნელად იდენტიფიცირდებიან ჩარტებზე (ნახ. 23.33).

სხვადასხვა ფორმაციების მაგალითები. (ნახ. 23.35 — 23.37). ისევე როგორც წინა განყოფილებაში შეა-



ნახ. 23. 33. ვიმპელები დაღმავალ ტრენდზე.



ნახ. 23. 34. ვიმპელები აღამავალ და დაღმავალ ტრენდებზე.

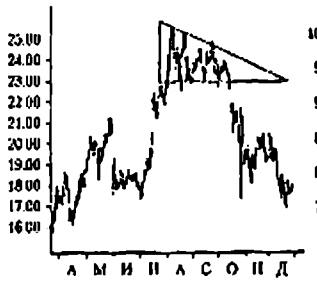
ჯამოთ ინფორმაცია, რომელიც შეგროვილია ბოლო თვეებიდან ცხრილების დახმარებით (ცხრილი 23.3).

როგორ გაეანალიზოთ გრაფიკი

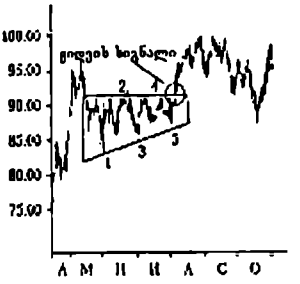
რომელი ჩარტი აირჩიოთ ანალიზისათვის?

ჩარტების ანალიზისათვის საკმაოდ დიდი დროის მონაკვეთში ყველაზე ხშირად აიღება წრფივი

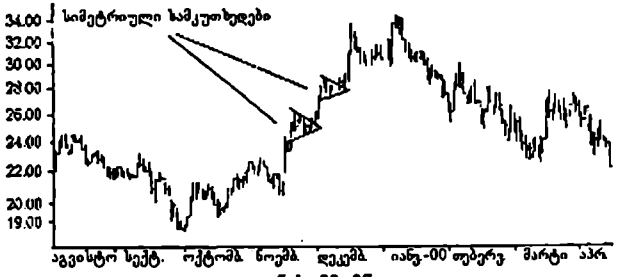
ჩარტი. მაგ. აქციების დღიური რყევა რამდენიმე წლის ჩარტზე შეასრულებენ მეორე ხარისხოვან როლს. მოკლე პერიოდების ჩარტების ანალიზისას სასურველია აგიღოთ ჩარტი, რომელიც მოიცავს მეტ ინფორმაციას, მაგრამ ამასთან მხედველობიდან არ უნდა გაუშვათ წრფივი ჩარტი.



ნახ. 23.35 დალმავალი სამკუთხედი



ნახ. 23.36 ალმავალი სამკუთხედი



ნახ. 23. 37.

ცხრილი 23.3.

	აღწერა	პოზიციის გახსნის ან დახურვის რამდენიმე შესაძლო სიგნალი	მოცულობა	დამატებითი შენიშვნები
ტრენდი	ფასების მოძრაობის განსაზღვრული მიმართულება			
ტრენდული ხაზები	გადის ორ საყრდენ წერტილზე. ნაპოვნი ხაზის დასაბუთებლად იძებნება მესამე დამხმარე წერტილი	ტრენდული ხაზის მნიშვნელოვანი გარღვევა ზევით ან ქვევით. შემობრუნებული ფორმაციის ჩამოყალიბება		შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა გრაფიკის და ყველა პერიოდის მიხედვით
არხული ანუ „ბარე-ტრენდის ხაზები	განთავსებულნი არიან ფასისმიერი გრაფიკის ქვემოთ და აერთიანებენ მინიმუმების თანმიმდევრობას	მნიშვნელოვანი გარღვევა ტრენდის ხაზის სიღიდით, რომელიც მოიცავს საკრსო ღირებულების 3%-ზე მეტს გრძელდება დროის მონაკვეთით სამ პერიოდზე მეტი ხნით, რომლითაც დაყოფილია პორიზონტალური ხაზი. ინტერპრეტაციის წარმოშობა		ტრენდის გლობალურ შემობრუნების შემთხვევაში უნდა დაიხუროს პოზიცია მიიღება მცირე ზარალი, რამდენადაც პოზიციის გვიან დაკეტვა მეტ ზარალს მოიტანს
დალმავალი ტრენდის ხაზები	განთავსებულია ფასისმიერი გრაფიკის ქვემოთ და აერთიანებს მაქსიმუმების თანმიმდევრობას	იგივე რაც ალმავალი ტრენდის დროს		თუ კი ტრენდის ხაზი იქნება გრძელვადი, მაშინ მასთან, სანამ გუნსწდეთ პოზიცას, უნდა დაველოდოთ დასტურს, რომ ეს გრძელვადიანად კრეტიკა კი არა შემობრუნება

ტრენდული კორიდორები	შეიძლება დიფერანტი გრაფიკზე თუ კი ფასების რყევის ამპლიტუდა თანაბარია. ტრენდული კორიდორის ბაზი დიფერანტება გრაფიკზე ტრენდის ხაზის პარალელურად	პოზიციის გახსნა, როცა ფასის მიერ გრაფიკ ეცემა მხარდაჭერის დონემდე, პოზიციის დახურვა, როცა ფასი ზევით გრაფიკ აღწევს წინააღმდეგობის დონეს	იგივე, რაც აღმავალი და დაღმავალი ტრენდის დროს	
შეცვლილი ფორმაცია	გრაფიკული ფიგურებს რომლებიც ყალიბდებიან ფასების განვითარების პროცესში, რომლის შემდეგაც მოსალოდნელია ტრენდის მიმართულების გლობალური შეცვლა			შეიძლება გამოყენებული იქნას ჩარტების ყველა სახეში დროს ყველა პერიოდში. ჩარტების დროს იაპონური სანთლები არსებობს ცალკეული შეზღუდული ფორმატები
V-ს ტიპური სიმაღლეები	მსგავსი სიმეტრიული სიმაღლეები	მცირე ჰორიზონტალური პლატფორმის წარმოქმნა ნიშნავს, რომ ფორმაციის წარმოქმნა დასრულდა და ტრენდი აღბათ მობრუნდება. ყველას, ვისაც არ დაუხურავს პოზიცია, სასურველია ეს ახლა გააკეთოს ზომიდან ფასები კიდევ უფრო დაეცემა	მოცულობა სიმაღლის დონეზე შეიძლება გაიზარდოს მაგრამ შემდგომ იხვე შემცირდება. ჰორიზონტალური პლატფორმების წარმოშობის მოცულობა სიც უნდა გაიზარდოს.	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტებისას და ყველა პერიოდში
V-ს მაგარი სიმაღლეები	მსგავსი სიმეტრიული ღრმულები	მოდელის ფორმაციის დასრულების შემდეგ სასურველია გაგრძელდეს ტრენდის შემობრუნების მტკიცება	იგივე რაც V-ს მაგარი სიმაღლეების შემთხვევაში	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და ყველა პერიოდების მიხედვით
ორმაგი სამმაგი სიმაღლეები	ფასების განვითარების გრაფიკის პროცესში წარმოშობილი ორმაგი და სამმაგი სიმაღლეები არ უნდა იყვნენ აბსოლუტურად თანაბარ დონეზე, სხვაობა უნდა იყოს საკურსო ღირებულების 3%. სიმაღლეებს შორის უნდა გაიაროს არა ნაკლებ 20 პერიოდისა. რომლითაც დაფიქსირებულია ჰორიზონტალური ღერძი. ღრმულების და სიმაღლეების დონეს შორის სხვაობა უნდა იყოს არა ნაკლებ 10%-ს	მოდელის ფორმირება დასრულდა, როცა ფასების დონე დაეცა სიმაღლეებს შორის დაცემის დონეზე დაბლა ამ დროს ჯობია პოზიცია დაიკეტოს	პირველი სიმაღლე ხასიათდება მოცულობის დიდი სიდიდით ამის შემდეგ მოცულობა უნდა შემცირდეს	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და ყველა პერიოდისათვის
ორმაგი სამმაგი ღრმულები	ფასების დონის გრაფიკის განვითარების პროცესში წარმოშობილი, ორმაგი და სამმაგი ღრმულები არ უნდა იყვნენ აბსოლუტურად ერთ დონეზე. სხვაობამ უნდა შეადგინოს საკურსო ღირებულების 3% ღრმულებს შორის უნდა გაიაროს ოცი პერიოდი მაინც რომლითაც დაფიქსირებულია ჰორიზონტალური ხაზი. სხვაობა ღრმულებისა და სიმაღლეების დონეებს შორის უნდა შეადგინდეს 10%-ს.	მოდელის ფორმირება დასასრულს უახლოვდება, როცა ფასების დონე აიწევს სიმაღლეების დონეზე ღრმულებს შორის, სასურველია ტრენდის შემობრუნების დადასტურებისათვის დალოდება.	იგივე, რაც ორმაგი და სამმაგი სიმაღლეების დროს	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა ჩარტის და ყველა დროის პერიოდისათვის
თავი და მხრები	წარმოადგენს სამი სიმაღლის კონფიგურაციას. აქეს ადამიანის სხეულის ფორმა მარჯვენა მხარე, საშუალო სიმაღლე დანარჩენ ორზე მაღალია, კისრის დონეზე გატარებული ხაზი არის მხარდაჭერის ხაზი.	ფორმაცია სრულდება, თუ კი ფასების დონე დაეცა კისრის დონეზე დაბლა, ტრენდი აღბათ შემობრუნდება, სანამ პოზიციას გაუხსნიდეთ უმჯობესია დაველოდოთ ტრენდის შემობრუნების დასტურს.	მოდელის ფორმირების დასწყისში მოცულობის სიდიდეს დიდი უნდა იყოს, თუის დონეზე – გაკეთებით მცირე და კიდევ უფრო მცირე მარჯვენა მხარის დონეზე. ფორმაციის დასრულების შემდეგ მოცულობა უნდა გაიზარდოს.	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ტრენდის და დროის პერიოდების მიხედვით.
გადაბრუნებული თავი და მხრები	არის სამი სიმაღლის კონფიგურაცია. აქვს გადაბრუნებული ადამიანის სხეულის ფორმა, მარჯვენა მხარი, თავი მარცხენა მხარია. საშუალო ღრმული ორ დანარჩენზე უფრო ღრმაა. კისრის დონეზე გაეკეთებული ხაზი არის წინააღმდეგობის ხაზი.	ფორმაცია სრულდება, თუ კი ფასების დონე დაეცა კისრის დონეზე დაბლა. ტრენდი, აღბათ შემობრუნდება, სანამ გაუხსნიდეთ პოზიციას, უნდა დაველოდოთ ტრენდის შემობრუნების დასტურს.	იგივე, რაც ფორმაციის თავი და მხრები	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა ტრენდის და ყველა პერიოდის მიხედვით

ტრენდული სიგნალების დროებები	ფორმაციები, რომლის გარშემო შეიძლება დაიხატოს შცურავი ნახევარწრე. იდეალურ შემთხვევაში ასეთ მოდელს არა აქვს წეეტიანი შეერილები	ფორმაცია მოუახლოდა დასასრულს, თუ კ ფასების დინებ გაარღვია ხაზი, რომელიც მარყუჟსა და მარცხენა ეერშეღს აერთებს. რომელიც პორიზონტალური ღერძის პარალეერია.	მსხვილ დრმეულების დროს ფასების დინე უნდა შემცირდეს ხოლო ხრდასთან ერთად –იზრდება. მრგვალ სიმაღლეების დროს მოცულობა ფასების ზრდასთან ერთად მცირდება, დაცემასთან ერთად გადიდება.	
ტრენდების ფორმაცია	ფასების კონსოლიდაციის ფაზები, რომელსაც ადგილი აქვს გრძელვადიანი ტენდენციების შიგნით გარჩევების ტენდენცია სრულდება ჩვეულებრივ ფასების მოძრაობით იგივე მიმართულებით, რომელიც წინ უსწრებდა მის ფორმირებას			შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და ყველა პერიოდის დროს
ყუთები და სტრუქტურები	ფასების კონსოლიდაცია ორ პორიზონტალურ ხაზს შორის, რომელიც ტრენდული კორიდორის მსგავსია	მხარდაჭერის ან წინააღმდეგობის ხაზის გარღვევა შეიძლება იყოს სიგნალი პოზიციის დახურვის ან გახსნისა. მაგრამ წინააღმდეგობის ხაზის გადაკეთებას უნდა დაეელოდო დადასტურებას	ამ მოდელის ფორმირების პროცესში მოცულობა უნდა შემცირდეს	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და ყველა პერიოდისათვის
სამკუთხედები	კურსების რყევის ამპლიტუდა მცირდება. ასეთ მოდელ შეიძლება შეიხაზოს ორი ხაზით, რომლებიც არიან წინააღმდეგობისა და მხარდაჭერის ხაზები, რომლებიც ერთდებიან ერთ წერილში. სამკუთხედები შეიძლება იყოს სიმეტრიული: წინააღმდეგობის და მხარდაჭერის ხაზები პარალელურია პორიზონტალური ღერძის; აღმავალი წინააღმდეგობის ხაზი პორიზონტალური ღერძის პარალელურია ანდა მხარდაჭერის ხაზი პარალელურია პორიზონტალური ღერძის.	იმ ხაზების ფარგლებს გარეთ გასვლა, რომელიც შეხეულია სამკუთხედით, შეიძლება იყოს ფორმაციის დასრულების სიგნალი	ამ მოდელის ფორმირების პროცესში მოცულობა უნდა შემცირდეს	შეიძლება გამოყენებული იქნას როგორც ყველა ჩარტილს, ისევე ყველა პერიოდის დროს
ფლაგები	ყველა დანარჩენი სამკუთხედები	ისევე, როგორც სამკუთხედების შემთხვევაში	მოცულობა უნდა შემცირდეს	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და პერიოდის დროს
დრიშები	ორი პარალელური ხაზით შემოსაზღერული ფიგურა რომელიც ყოველთვის დახრილია წინა ტენდეციის საპირისპირო მხარეს	აღმავალი ტრენდის დროს წინააღმდეგობის ხაზის გარღვევის შემდეგ ფასი ისევ გაიზრდება. ამ მომენტში შეიძლება გაიხსნას პოზიცია ვინაიდან გარღვევა ძირითადად ხდება მას შემდეგ, რაც ფასმა მიაღწია მინიმუმს მოცემულ პოზიციაში და პირქით, დაღმავალი ტრენდის დროს გარღვევის შემდეგ პოზიცია უნდა დაიკეტოს	მოცულობა უნდა შემცირდეს	შეიძლება გამოყენებული იქნას ყველა სახის ჩარტის და პერიოდის დროს.

შემდეგ უნდა ეიპოოთ აქტუალური ტენდენცია. რა მიმართულებით მოძრაობს ფასისმიერი გრაფიკი, შეგეიძლია თუ არა დაეხაზოთ ტრენდული ხაზი? ფასების რყევას ტოლფასი იქნება? თუ კი, მაშინ უნდა გამოიხაზოს ტრენდული კორიდორი. შემდეგ უნდა განისაზღეროს ტრენდის რომელ ფაზაშია ჩვენთვის საინტერესო აქციის ჩარტი. ჩარტზე შეიძლება აისახოს ფასების კონსოლიდაციის ფაზა ანდა შემობრუნებული ფორმაცია. მოქმედი იქნება თუ არა ჩვენს მიერ განსაზღერული ტრენდი აქტუალური კურსის დროს?

თუ შესაძლებელია, ჩარტზე დატანილი უნდა იქნას მოკლევადიანი და გრძელვადიანი მხარდაჭერის და წინააღმდეგობის ხაზები. ხაზები, რომლებიც ხანგრძლეი დროის განმავლობაში არსებობენ (რამდენიმე

თვე), და მრავალჯერ დადასტურებულია ფასისმიერი გრაფიკის მიერ, ჩვენ მას დიდ მნიშვნელობას მოვანიჭებთ და დავუბაზავთ სქელი ხაზით წინააღმდეგობის და მხარდაჭერის ხაზთან შედარებით, რომლებიც შეიქმნა მინიმუმებისა და მაქსიმუმების დახმარებით მხოლოდ რამდენიმე დღით.

შემდეგ უნდა გაანალიზდეს, ჩამოყალიბდა თუ არა ჩვენს მიერ განხილულ პერიოდში სხვადასხვა ფორმაციები.

თუ კი მოცემულ მომენტში ფასისმიერი ჩარტი არის გაგრძელების ან შემობრუნების ფორმაციის ფორმირების სტადიაში, მაშინ საჭიროა განისაზღვროს ფორმირების რომელ სტადიაზეა ფასისმიერი გრაფიკი. როდის დასრულდება მისი ფორმირება? უნდა გაკეთდეს პროგნოზი, ფასების განვითარების მიმართულებების შესახებ აქტუალური გრაფიკული მოდელის ჩამოყალიბების დასრულების შემდეგ.

ყველა მიღებული მონაცემებიდან უნდა გამოიკვეთოს კურსისმიერი მიზნები (ტარგეტს), ე.ი. უნდა შეფასდეს ანდა პროგნოზირება გაუკეთდეს მაქსიმუმს, რომელსაც შეიძლება მიაღწიოს ფასმა ჩვენთვის საინტერესო დროის ინტერვალში. იმისთვის, რომ თავი დავიზღვიოთ დიდი დანაკარგებისაგან, უნდა გამოიძებნოს დამცავი გაჩერებები (stopp-loss points). ისინი უნდა განისაზღვროს პოზიციის გახსნამდე. დამცავი გაჩერება ნიშნავს, რომ ყოველმა მეანაბრემ უნდა გადაწყვიტოს რა მინიმალური დონემდე უნდა დაეცეს ფასი, რათა მან დახუროს პოზიცია, ამით იგი ეფექტიანად აკონტროლებს თავის ზარალს. მეანაბრემ ახლა ადვილად უნდა გადაწყვიტოს, მიიღო თუ არა მან საკმარისი ინფორმაცია საანალიზო გრაფიკიდან და რა ინფორმაციულ ფასეულობას წარმოადგენს მისთვის გრაფიკის ანალიზის შედეგები. ამასთან უნდა შენარჩუნდეს ობიექტურობა და არ იყოს თავისი პირადი სურვილების პროგნოზის ინტერპრეტირების მცდელობა.

თუ კი გრაფიკის ანალიზის შედეგი აღმოჩნდება არაერთმნიშვნელოვანი, მაშინ სასურველია პოზიციის გახსნის სხვა მომენტისათვის დალოდება, ვინაიდან მნიშვნელოვანია დარწმუნებულები ვიყოთ საკუთარი პროგნოზის სისწორეში.

თუ კი პროგნოზის შედეგი სამომავლოდ მცდარი აღმოჩნდება, საჭიროა ერთხელ კიდევ გადაიხედოს წარსული პერიოდის ჩარტი, და ვეცადოთ ვიპოვოთ დაშვებული შეცდომები. თუ კი განმეორებითი ანალიზის შემდეგ პროგნოზის სისწორის შესახებ შეხედულება შეიცვლება, მაშინ სასურველია დაიხუროს პოზიცია.

23.5. ტექნიკური ანალიზის ინსტრუმენტები

მცოცავი საშუალო არის ტექნიკური ანალიზის ინსტრუმენტი, რომელიც აგლუვებს შესასწავლი სიდიდის რყევას გასაშუალოების გზით რომელიმე ისტორიული პერიოდის მიხედვით. იგი გამოიყენება ტრენდების გამოსავლენად. მცოცავი საშუალოების ნაკლია გასაშუალოებული მაჩვენებლების დაგვიანება შესასწავლი სიდიდის კურსთან მიმართებაში. მცოცავი საშუალო განსხვავდება გასაშუალოების მეთოდის მიხედვით:

1) მარტივი მცოცავი საშუალო Simple Moving Average (SMA)

2) შეწონილი მცოცავი საშუალო Weighted Moving Average (WMA)

3) ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო Exponential Moving Average (EMA)

4) მოდიფიცირებული ექსპონენციალური მცოცავი საშუალო (Modifid Exponential Moving Average (MEMA)).

მიუხედავად იმისა, რომ წერტილოვანი დიაგრამები არც თუ ისე გავრცელებულია, როგორც საბირჟო გრაფიკები, ისინი ერთ-ერთ უძველეს საბაზრო ტენდენციების ამსახველ სახედ ითვლება ტექნიკურ ანალიზში. ზოგიერთ ანალიტიკოსი სწორედ ამ დიაგრამებს იყენებს ტრენდების გამოვლენის მიზნით.

არსებობს რიგი განსხვავება წერტილოვან დიაგრამებსა და ჩვეულებრივ გრაფიკებს შორის. მთავარი

განსხვავება ფასების რყევის აგებისა და ასახვის პრინციპში მდგომარეობს. წერტილოვანი დიაგრამა, ეს არის უჯრედების საერთო, რომელშიც ფასების დადებითი ცვლილებები აღინიშნება X ნიშნით, ხოლო უარყოფითი – 0 ნიშნით.

წერტილოვანი დიაგრამები შეიძლება აიგოს გახსნის, დახურვის, მაქსიმალური ანდა მინიმალური ფასების პირობებში ამის გარდა, ეს გრაფიკები შეიძლება ასახავდეს ფასების რყევას დროის სხვადასხვა მონაკვეთებში: დღის (სავაჭრო სესიის განმავლობაში), კვირის, თვის და ა.შ. განმავლობაში.

რაზეა დამოკიდებული ბრენდი?

როგორც უკვე აღინიშნა ტრენდი, ეს არის ბაზრის ცვლილების საერთო მიმართულება. ტრენდი დამოკიდებულია იმ დროით ინტერვალის ხანგრძლივობაზე, რომელზედაც იგი აიგება. განასხვავებენ ზედა ტრენდს (bullish), ქვედა ტრენდს (bearish) და პორიზონტალურ ტრენდებს. ტრენდის აგებისას ოპტიმალური შედეგის მისაღწევად რეკომენდებულია გამოყენებული იქნას სანთლები. (ერთი სანთელი დროის t მონაკვეთში აიგება hi(t)-ს მიხედვით — მაქსიმალური ფასი t დროის მონაკვეთში – მინიმალური ფასი, open (t) — პირველი ფასი, close (t) — უკანასკნელი ფასი, ამასთან open/close ქმნის სწორკუთხედს, შავი ან თეთრი ფერისას, იმისაგან დამოკიდებულებით, რომელი ფასია მაღალი, (open ანდა close) ოუ ბარს (high(t) low(t), close(t) კურსის გრაფიკის სახით. ტრენდის გაყოლებით ყოველთვის შეიძლება გაიკეთოს ორი ხაზი, რომელიც ზღუდავს ფასების რყევას ტრენდის ფარგლებში ზევით ან ქვევით. ნათლად გამოხატული აღმავალი ანდა დაღმავალ ტრენდის პირობებში, ისინი, როგორც წესი, განლაგებულნი არიან თითქმის პარალელურად. მარჯვნივ განთავსებული ხაზი ატარებს ტრენდის ხაზის სახელწოდებას, ხოლო მარცხნივ განლაგებული ხაზი – არხის ხაზის სახელწოდებას. პორიზონტალური ტრენდის პირობებში ხაზები შეიძლება იყოს როგორც პარალელური, ასევე ერთიმეორესთან ქმნიდნენ კუთხეს.

შედარებით მნიშვნელოვანი შებრუნებული ფიგურები ტექნიკურ ანალიზში არის ორმაგი (ან სამმაგი) ღრმული ანდა მწვერვალები (სიმაღლეები), ასევე ფიგურა „თავი და მხრები". doble (tripple) top (boltom)-ის აზრი იმაში მდგომარეობს რომ ტრენდის დასრულების შემდეგ ფასები ირყეევიან კორიდორში. მხარდაჭერის გარღვევის შემდეგ მომდევნო აღმავალი ტრენდის პირობებში ანდა წინააღმდეგობისას მომდევნო დაღმავალი ტრენდის პირობებში დიდია შემობრუნების ალბათობა. Heand-and-Shoulders („ხარების ტრენდის დროს") ასევე Invertend Heand-and-Shoulders („დათვების" ტრენდზე) ითვლებიან შედარებით სუბიექტურ გრაფიკულ მოდელებად. გარიგების დადების სიგნალია კისრის ხაზის გარღვევა, რომელიც არის მხარდაჭერის ხაზი Heand-and-Shoulders–სათვის ანდა წინააღმდეგობის ხაზს Inverted Head-and-Shoulders-სათვის. აუცილებელია მხარდაჭერისა და წინააღმდეგობის მნიშვნელოვანი ფსიქოლოგიური დონის არსებობის გათვალისწინება, რომელსაც შეესაბამება „მრგვალი" ანდა ჯერადი ციფრები.

ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი პრინციპია ფასების ცვლილების პრინციპი განსაზღვრული ტრენდების შესაბამისად. **ტრენდის ხაზები – ეს არის ფასების მოძრაობის თვისებური მარშრუტები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.** თეორიულად შესაძლებელია სამი მარშრუტი – ქვევიდან ზევით, ზევიდან ქვევით და პორიზონტალურად. ამის შესაბამისად შეიძლება იყოს აღმავალი, დაღმავალი ან გვერდითი. ასე მაგ., აღმავალი ტრენდი დაკავშირებულია მუდმივად მზარდ, ხოლო დაღმავალი, შემცირებად ფასებთან. რაც შეეხება გვერდით ტრენდს, იგი ასახავს ფასების პორიზონტალურ მოძრაობას.

ტრენდები განსხვავდებიან თვიანთი ხანგრძლივობითაც. ტრადიციულად მათ ყოფენ მოკლევადიან, საშუალოვადიან და გრძელვადიან ტრენდებად. ამასთან არ არსებობს აღნიშნული ვადების ზუსტი განსაზღვრა. როგორც წესი, გამოიყენება შემდეგი დაყოფა: მოკლევადიანი ტრენდების ხანგრძლივობა არანაკლებ 3 თვეა, საშუალოვადიანის – 3-დან 6 თვემდე, ხოლო გრძელვადიანი გრძელდება 6-12 თვემდე.

ბაზრის მონაწილეები დაინტერესებულნი არიან სწრაფად და ზუსტად იპოვონ გაბატონებული ტრენდი, ვინაიდან ეს შემოსავლების მიღების შესაძლებლობას იძლევა. სწორედ ამიტომ ტრენდის ხაზის აგება გახდა ერთ-ერთი პოპულარული ქმედება ტექნიკურ ანალიზში. ტრენდის ხაზის აგება

არის ტექნიკური ანალიზის ყველაზე მარტივი ქმედება. **ტრენდის ხაზი ეს არის სწორი ხაზი, რომელიც ერთმეორესთან აერთებს გასული საკმაო პერიოდების მაქსიმალურ ან მინიმალურ ფასებს.**

აღმავალი ტრენდის ხაზი აერთებს საკმაო პერიოდების მინიმალურ ფასებს. დაღმავალი ტრენდის ხაზი აერთებს მაქსიმალურ ფასებს. მანამ სანამ აიგება ტრენდის ხაზი, უნდა გვქონდეს როგორც მინიმუმ ფასების ორი სიმაღლე – ან ორი დაცემა ვინაიდან ტრენდის სწორი ხაზის გაკეთება შეიძლება მხოლოდ ორ წერტილზე. ასეთი ხაზის აგების შემდეგ ვერ გამოვრიცხავთ აუცილებლობას იგი შეიცვალოს ფასების მესამე პიკის ან დაცემის წარმოშობით.

ტრენდის მნიშვნელობაზე მოქმედი ფაქტორები

ტრენდის მნიშვნელობა განისაზღვრება ორი ფაქტორით: წერტილების რიცხვით (მწვერვალები და ღრმულები), რომელზედაც გადის ტრენდი და თვითონ ტრენდის არსებობის დროთი. ბევრი ანალიტიკოსი თვლის, რომ ტრენდის ასაგებად საკმარისია იყოს ორი წერტილი. ამაზე დროს შესამე წერტილი აუცილებელი აღმოჩნდება ტრენდის მნიშვნელობის დასადასტურებლად. ყოველი მომენტი, როცა ფასებს დამოუკიდებლად აღწევენ ტრენდს, ხდება დამატებითი არგუმენტი მისი მნიშვნელობის ზრდის სასარგებლოდ.

ნებისმიერი ტრენდის დადგენის შემდეგ ფასების მოძრაობა საპირისპირო მიმართულებით შეიძლება იყოს ტრენდის ხაზის გაწყვეტის დასტური. ამ ცელილებების მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის გამოიყენება ორი კრიტერიუმი: პირველი მათგანი არის ფასების ცელილებების სიდიდე საპირისპირო მიმართულებით. სხვა სიტყვებით, უნდა გაიზომოს წინა ტრენდთან დაცილების სიდიდე, უნდა აღინიშნოს, რომ მოცემულ შემთხვევაში არ არსებობს რაიმე ზუსტი პასუხი, რაც აიხსნება ყოველი ფასიანი ქაღალდის ცვალებადობის სპეციფიკით, აქციებთან მიმართებაში დასაშვები ანალიტიკოსები გვთავაზობენ გამოყენებული იქნას ფასებისაგან გადახრა არა ნაკლებ 3-5%-ს.

ეს ცელილებები, რომლებიც ფასების 3-5%-ით გადახრის ტოლია, შეიძლება მოხდეს ერთი სავაჭრო დღის განმავლობაში. ასეთ შემთხვევაში უკვე შეინიშნება ტრენდის გარკვეული ცელილებები. ამასთან გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს დროის ფაქტორს, ასე მაგ. ფასების საპირისპირო მოძრაობა ორი დღის განმავლობაში უკვე აღიქმება როგორც სარწმუნო ტრენდის მომაკვალი ცელილების თვალსაზრისით.

მეორე კრიტერიუმი გულისხმობს მოცულობითი მაჩვენებლების თვალყურის დევნებას. როგორც წესი, გაყიდვების მოცულობის შეკვეთები ცელილება მეტყველებს მომაკვალი ცელილებების დადასტურებაზე. თუმცა ეს მაჩვენებელი ასრულებს არსებით როლს მხოლოდ მისი მნიშვნელობის მკვეთრად შეცვლის შემთხვევაში. სხვა სიტყვებით, ტრენდის მომაკვალი ცელილება მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება მოცულობითი მაჩვენებლების დინამიკით.

ტრენდის „არხის ხაზები"

საკმაოდ ხშირად ფასები ირყევიან ტრენდის ხაზიდან ერთნაირი დაშორებით, გამუდმებით ხან უახლოვდებიან ხან კი სცილდებიან ამ ხაზს. ამასთან ერთად შეიძლება შეკვეთოთ ფასების აწევის პიკები (აღმავალი ტრენდის დროს) და მისი ყველაზე დაბალი მნიშვნელობები დაღმავალი ტრენდის დროს. მიღებული ხაზები იწოდებიან „არხის ხაზებად." ტრენდის ხაზთან ერთად ისინი ქმნიან ე.წ. ტრენდის არხს.

კარგად გამოყოფილი ტრენდის არხები გაცილებით ხშირად გვხვდება აქტიურად მოვაჭრე ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე. სუსტად მოვაჭრე ფასიანი ქაღალდები, როგორც წესი არ იძლევიან საშუალებას ტრენდის სრულფასოვანი არხის განვითარებისათვის.

ტრენდული არხები შეიძლება გამოყენებული იქნას სხვადასხვა გზებით, დამწყები ტექნიკური ანალიტიკოსები, მაგ. ტრენდულ არხებს იყენებენ მოგების მიღების შესაძლებლობების გამოსაყვანად. ასე მაგ. აღმავალ ტრენდზე ისინი ცდილობენ გაყიდონ აქციები მხოლოდ მაშინ, როცა ფასები აღწევენ ტრენდის არხის ზედა ზღვარს. მეორეს მხრივ, უფრო ჭკვიანი ანალიტიკოსები ცდილობენ ფასების ცელილებით ორ საზღვარს შორის გამოაყალიბონ ტრენდის მიმართულების ცელილების სიგნალი.

როგორც ზევით იყო აღნიშნული, საბაზრო ფასები მოძრაობენ განსაზღვრული ტრენდების შესაბამისად, რომელთათვისაც დამახასიათებელია ხანგრძლივობა და მიმართულება. ტრენდის ცვლილებისას ხშირად ადგილი აქვს ფასისმიერი სიტუაციების განმეორებას. ისინი ფლობენ სტანდარტულ მახასიათებლებს, რომელთაც ერთნაირი მნიშვნელობა აქვთ. საინტერესოა ასევე ისიც, რომ ასეთი ფასისმიერი სიტუაციები გვხვდება შემთხვევათა უმეტესობაში, როცა ტრენდი იცვლება საპირისპირო მიმართულების ტრენდით.

შებრუნებული მოდელები შესაძლებელს ხდიან განისაზღვროს მთული ბაზრის მიმართულება და აზრი, მისი ზრდა ან დაცემა. შებრუნებული გრაფიკული მოდელების გამოყენებითი მნიშვნელობა იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი არიან ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის სიგნალები ფასების მომატალი დაცემის წინ და შესაბამისად ფასიანი ქაღალდების შესყიდვის სიგნალი ფასების შესაძლო ზრდის წინ.

ფასების აღმასვლის ანდა დაცემის ფორმირება ბაზარზე, ტექნიკური ანალიტიკოსების აზრით, აიხსნება მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიური ურთიერთმიმართებით. ფასები პრაქტიკულად ყოველთვის გადიან გარკვეული პერიოდით რყევის პერიოდს, რითაც სრულდება შებრუნებული მოდელის ჩამოყალიბება და იწყება ახალი ტრენდის სიცოცხლე. უნდა აღინიშნოს, რომ რაც უფრო გვიან იქმნება შებრუნებული მოდელი, მით უფრო საიმედოა მის მიერ გამოცემული სიგნალი.

ტექნიკური ანალიზის პრაქტიკა შესაძლებელს ხდის გამოიყოს შებრუნებული მოდელების რამდენიმე ჯგუფი. ლამბაქი, აღმავალი და დაღმავალი სამკუთხედები, სწორკუთხედები, ორმაგი და სამმაგი მწვერვალები და ღრმულები, აღმავალი და დაღმავალი **კლინჭი**. მოდელების გამოყოფის საფუძველია გრაფიკული გამოსახულებები, რომელთაგან თითოეულს აქვს თავისი საკუთარ ანალიტიკური ახსნა.

23.6. ტექნიკური ანალიზის ძირითადი მეთოდები

ოსცილიატორი (Oscillator-OSC)

ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული მეთოდი ოსცილიატორია. ითვლის უბრალო მარტივ მცოცავ საშუალოს გასაშუალოების მოკლე და გრძელი პერიოდებით. რათა გამოვლინდეს კანონზომიერი რყევა მოკლე პერიოდში გასაშუალების დახმარებით უფრო გრძელვადიანი ტენდენციების ფონზე. ადასტურებს ხელახლა გაყიდვებს, როცა საშუალო მოკლე პერიოდით ნაკლებია საშუალოზე გრძელი პერიოდით და პირიქით. ოსცილიატორების გამოყენებისას გათვალისწინებული უნდა იქნას შემდეგი მომენტები:

- ოსცილიატორები გამოიყენებიან, როგორც წესი, ბაზრის ტრენდის გარეშე ნაწილებში. განეიტრალებული ტრენდის დროს მხედველობაში მიიღება ტრენდის მიხედვით მხოლოდ სიგნალები. (ე.ი. აღმავალი საერთო ტრენდის დროს – მხოლოდ სიგნალები შესყიდვაზე);

  ნულოვანი ხაზის გადაკვეთა, როგორც სიგნალი ითვლება სუსტად და მხედველობაში მიიღება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კი არ ეწინააღმდეგება ფასების მოძრაობის ძირითად ტენდენციას;

  ოსცილიატორების კრიტიკული მნიშვნელობა მხოლოდ იმაზე მეტყველებს, რომ ფასების მიმდინარე ცვლილება ხდება ძალზე სწრაფად და შესაბამისად, შეიძლება მოველოდეთ სწრაფ კორექციას. აქედან გამომდინარეობს, რომ ოსცილიატორმა შეიძლება მიაღწიოს ზედა ზონას დიდი ხნით ადრე ტრენდის დამთავრებამდე. (თუ კი ტრენდის დასაწყისში ფასები მნიშვნელოვნად იცვლებოდნენ) და დიდხანს დარჩებიან იქ ტრენდის შემდგომი განეიტრალებისას. შესაბამისად, განსაკუთრებით ძლიერი სიგნალი ყალიბდება იმ შემთხვევაში, თუ კი ზედა ზონაში ოსცილიატორი ახრულებს რამდენიმე რყევას და მხოლოდ ამის შემდეგ ტოვებს მას;

- მიზნობრივი გრაფიკისა და ოსცილიატორის დაშორიშორება (დივერგენცია);
- ფასისმიერი გრაფიკი აღწევს ახალ პიკს, რომელიც აბსოლუტური მნიშვნელობით აღემატება წინამორბედს, მაგრამ ოსცილიატორი ამას არ ადასტურებს. თვითონ დივერგაციის სიდიდე გაულენას ვერ ახდენს ფასების მომდევნო ცვლილებაზე. დივერგენციის გამოყენება –ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი საიმედო მეთოდია.

საშუალოთა გადაკვეთა (Moving Average Covergence MACD)

OSC-ს ანალოგიურია. გაითვლება ექსპონენციალური მიმდინარე მცოცავი ორი სხვადასხვა პერიოდით გრძელვადიანი და შუალედური ტენდენციის დასადგენად. საშუალოებიდან მცირე პერიოდით გაითვლება საშუალო დიდი პერიოდით და შედეგები კიდევ ერთხელ მოგლუვდება. საკმაოდ დიდი დადებითი MACD გაყიდვის სიგნალია – უარყოფითი კი ყიდვის. სიგნალები ყიდვის ან გაყიდვის შესახებ გენერირდება იმ შემთხვევაში, როცა MACD-ის სიდიდე აღემატება გრძელპერიოდული საშუალოს დადგენილ წილს.

ფასების შეფარდებითი სიძლიერის ინდექსი (Relative Strength Index RSI)

RSI-ს მეთოდი გამოყოფს ფასების მოძრაობას ზევით ფასების მოძრაობისაგან ქვევით. ცალცალკე გაანაშუალებს მას მოდიფიცირებული ექსპონენციალური საშუალოს მეშვეობით N პერიოდის მიხედვით და გაითვლის, საერთო მოძრაობის რამდენიმე პროცენტი შეადგენს ზევით მოძრაობას. იგი იძლევა სიგნალს ბაზრის მისწრაფებაზე შეცვალოს ტრენდი RSI–ის დიდი (ახლოს 100%-თან) და მცირე (ახლოს 0—-თან) სიდიდეების დროს. RSI–ის ავტორია Welles Wilder–ი გვთავაზობდა საზღვრებად 70 და 30%-ის გამოყენებას.

პარამეტრი - n-ის გასაშუალოების პერიოდი, S საზღვრების გადადგილების პროცენტი (S=20%).

$$U_n = \begin{cases} P[n] - P[n-1], P[n] > P[n-1], \end{cases}$$

ფასების მოძრაობა ზევით

$$U_n = \begin{cases} P[n+1] - P[n], P[n+1] > P[n], \end{cases}$$

ფასების მოძრაობა ქვევით

$$PSI(n) = \frac{MEMA(u,n)}{MEMA(u,n) + MEMA(u,n)}$$

გასაშუალებული RSI (Moving Average RSI-MARSI)

უფრო გავრცელებულია, ვიდრე RSI არის RSI–ის მოგლუვებული სიდიდე მარტივი მიმდინარე საშუალოს მეშვეობით. სიგნალები გენერირდება RSI–ის საკმაოდ დიდი (მცირე) სიდიდეების დროს აუცილებელი პირობით, რომ MARSI უფრო დიდია (მცირეა). RSI–თან შედარებით ჩნდება ახალი პარამეტრი – გასაშუალოების პერიოდი.

კაირის მეთოდი (kairi-KRI)

ითვლის მიმდინარე ფასების გადახრას მისი მარტივი მიმდინარე საშუალოდან %-ში საშუალოდან. თუ კი პროცენტი საკმაოდ მაღალია და დადებითი – იძლევა სიგნალს გაყიდვაზე, თუ კი დიდია და უარყოფითი მაშინ ყიდვაზე.

დაგროვება გაცვლა (ACD)

ACD მეთოდი ერთმანეთს უდარებს მოთხოვნის და მიწოდების ზემოქმედებას ფასების მოძრაობის დაგროვებით ზევით და ქვევით. ფასების მოძრაობა ზევით იზომება სხვაობით ფასების ქვედა ბუნებრივ მნიშვნელობასა და დახურვის კურსს შორის, ქვევით მოძრაობა – სხვაობით ბუნებრივ ზედა მნიშვნელობასა და დახურვის კურსს შორის. სიგნალს გაყიდვის შესახებ მეთოდი გამოსცემს მაშინ, როცა ACD-ს მაჩვენებელი აღემატება დადგენილ პროცენტს თავისი მაქსიმალური მნიშვნელობიდან, რიგი ისტორიული პერიოდის განმავლობაში.

მბკიცე ფასების არხის ინდექსი (Coinmodity Index-CCI)

ეს მეთოდი იყენებს ზოლს გადახრის ერთეულებში SMA-დან. ამოსავალ კურსად აიღება სიდიდე, რომელიც შედგება დახურვის უმაღლესი და უდაბლესი ფასისაგან, მეთოდის პარამეტრია გასაშუალოების პერიოდი N.

ბოულინჯერის ზოლი (Boulinger Bonds-BBU)

ბოულინჯერის ზოლის მეთოდის დროს აიგება ზოლები შესასწავლი კურსის გარშემო. ზოლის სიგანე იზომება როგორც S–ის სიდიდის განსაზღვრული ნაწილი კურსის საშუალოკვადრატული გადახრისა თავისი მარტივი მცოცავი საშუალოსაგან (SMA). მაშინ, როცა კურსი გასცდება ზოლის საზღვრებს, მეთოდი იძლევა სიგნალს შესყიდვის ან გაყიდვის შესახებ.

R პროცენტი (Percentr-PCR)

გაითვლის თუ რამდენად ახლოსაა ფასი (უმაღლეს, უმცირეს) ფასთან მოცემულ პერიოდში ფასების გასაქანიდან (მანქანებიდან): ემყარება ცნებებს მხარდაჭერასა და წინააღმდეგობათა დონეების შესახებ, როცა PCR–ის სიდიდე 80%-თან ახლოსაა, გაიცემა სიგნალი გაზიდვაზე, როცა 20%-ია – სიგნალი ყიდვაზე.

მოძრაობის მიმართულების ინდექსი (Direction Movement Index-PDM)

უფრო რთული ალგორითმის დროს გაითვლება დამოკიდებულება ფასების ზრდასა და დაცემას შორის მოცემული დროის პერიოდში PDM ინდექსით. ფასების მოძრაობა ზევით გამოიყოფა ფასების მოძრაობისაგან ქვევით და ორივე მოგლუვდება MEMA–ს მეშვეობით. მეთოდი იძლევა სიგნალს შესყიდვის შესახებ იმ შემთხვევაში, თუ კი ფასების მოძრაობა ზევით მეტია ფასების მოძრაობაზე ქვევით და მათი დამოკიდებულება იზრდება. სიგნალი გაყიდვის შესახებ გაიცემა საპირისპირო შემთხვევაში.

ფასების ზევით მოძრაობად იყენებენ სხვაობა ფასების უდიდეს მნიშვნელობებს შორის უმაღლესი და უმდაბლესი ფასების ზრდის პირობით, ფასების მოძრაობა ქვემოთ – შესაბამისი სხვაობით უმცირეს მნიშვნელობებს შორის.

შემობრუნების გასაღები (Key Reversal-KRV)

იძლევა სიგნალს ტრენდის შეცვლის შესახებ. დაღმავალი ტრენდის შემთხვევაში მოცემულ ისტორიულ პერიოდში სიგნალი მოდის გაყიდვაზე, თუ კი კურსის უდიდესი მნიშვნელობა მეტია წინა მაღალ კურსზე. დაბალი კურსი დაბალია წინა დაბალ კურსზე და დახურვის ფასი მეტია წინა დახურვის ფასზე. სიგნალი გაყიდვის შესახებ გაიცემა ანალოგიურ სიტუაციაში ზემოთ გამოხატული ტრენდის პირობებში, მაშინ, როცა დახურვის ფასი წინა დახურვის ფასზე დაბალია.

ფასების პარაბოლური სისტემა (Price Time Parabolic System-PTP)

PTP მეთოდში განასხვავებენ ტრენდის დასრულების წერტილს როგორც მეთოდის ხაზში შეჯრის წერტილებს. PTP ხაზი აიგება PTP წერტილის მოძრაობის დაჩქარების გზით ფასების მიმართულებაში ეხლანდელ მომენტში. დაჩქარების სიდიდე არის მეთოდის პარამეტრი. წერტილში, რომელშიც მეთოდის ხაზი უდარდება ფასს. ხდება ხაზის გაწყვეტა და მისი გადასვლა ფასების ხაზის საპირისპირო მიმართულებით. თუ კი PTP–ს ხაზი დევს ფასების ხაზზე, მაშინ საჭიროა მოკლე პოზიციის დაჯერა, წინააღმდეგ შემთხვევაში – გრძელისა. მეთოდი კარგად მუშაობს მკვეთრად გამოხატული ტრენდების დროს და ცუდად თითქმის ჰორიზონტალური ტრენდის შემთხვევაში.

ალფა-ბეტა ტრენდი (ABT)

ამ მეთოდში გაითვლება ზოლები, რომელთა საშუალო ხაზი წარმოდგენილია ამ მეთოდისათვის სპეციალურად შემუშავებული ფილტრის სახით. ფილტრის მუშაობა გარკვეულწილად მცოცავი საშუალოს მოგლუვების მეთოდის ანალოგიურია. ზოლის სიგრძე გაითვლება პროცენტებში სტანდარტული გადახრიდან. საშუალოს გათვლისათვის პარამეტრების სახით გამოიყენება ორი პერიოდი: n და m (n>m). სიგნალებს ტრენდის მიმართულების შეცვლის შესახებ (სიგნალები ყიდვისა და გაყიდვის შესახებ) მეთოდი გენერირებას უკეთებს ფასების აგებული ზოლის საზღვრებიდან გასვლის შემთხვევაში.

პარამეტრები — ისტორიული პერიოდების ხანგრძლივობის აღსანიშნავად n და m (n>m), ზოლის სიგანე სტანდარტული გადახრის ერთეულებში – S.

ᲬᲐᲡᲔᲑᲘᲡ ᲠᲧᲔᲕᲐ (Fast Stochastics - PKF)

ეს მეთოდი ცდილობს გამოიყენოს კურსების სწრაფი რყევა. იმ შემთხვევაში, როცა კურსი ახლოსაა თავის უმაღლეს მნიშვნელობასთან. მოცემულ ისტორიულ პერიოდში, გაიცემა სიგნალი გაყიდვაზე. თუ კი უმცირეს მნიშვნელობას მაშინ – ყიდვაზე. დიდი საიმედობისათვის PKF-ის მნიშვნელობა გლუვდება მარტივი მცოცავი საშუალოს მეშვეობით M პერიოდში.

ᲛᲡᲠᲣᲚᲘ ᲡᲐᲨᲣᲐᲚᲝᲔᲑᲘᲡ ᲒᲐᲓᲐᲙᲔᲗᲔᲑᲐ (Clossing moving averuges - MAV)

MAV მეთოდი იძლევა სიგნალებს ყიდვაზე ანდა გაყიდვაზე ორი მარტივი მცოცავი საშუალოს გადაკვეთისას (მოკლე და გრძელი პერიოდებით). სიგნალი „ვყიდულობთ" გაიცემა მოძრაობის შემთხვევაში მოკლე პერიოდით ზევით, ხოლო სიგნალი „ვყიდით" - წინააღმდეგ შემთხვევაში.

ᲢᲔᲥᲜᲘᲙᲣᲠᲘ ᲐᲜᲐᲚᲘᲖᲘᲡ ᲒᲐᲛᲝᲧᲔᲜᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲖᲦᲕᲠᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲨᲔᲡᲐᲫᲚᲔᲑᲚᲝᲑᲔᲑᲘ

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ტექნიკური ანალიზის პრაქტიკული მნიშვნელობა განისაზღვრება მრავალი ფაქტორით. პირველი მათ შორის არის თვითონ ანალიზის ხარისხი. ანალიტიკური დამუშავებების ხარისხზე, თავის მხრივ, აისახება გამოყენებული ინფორმაციის სისრულე, სისტემატურობა, სანდოობა, ოპერატიულობა. პრაქტიკაში ტექნიკური ანალიზი გამოიყენება უფრო ხშირად, ვიდრე ფუნდამენტალური. იგი ფართოდაა გავრცელებული ცივილიზებულ საფონდო ბაზრებზე. ტექნიკური ანალიზისათვის დამახასიათებელია შემდეგი უპირატესობები:

- ტექნიკური სიმარტივე;
- ანალიზის ჩატარების სისწრაფე
- ფასიანი ქაღალდების დიდი რიცხვისათვის უფრო გამოსადეგია, ვიდრე ფუნდამენტური ანალიზი;
- ანალიზის ჩატარებისას მცირე მატერიალური ხარჯები;
- თვალსაჩინოება.

ამის მიუხედავად, ბაზრის ოპერატორები, რომლებიც იყენებენ ტექნიკურ ანალიზს, ზუსტად ვერ აღიქვამენ საფონდო ბაზრის ფასებს გრძელვადიან პერსპექტივაში. ცალკეული ტექნიკური დამუშავებები თავისთავად შეიძლება აღმოჩნდნენ ცალმხრივები, ზოგჯერ კი არაადეკვატურები რეალურ საბაზრო პირობებში. ბაზრის საერთო მდგომარეობა საბოლოო ჯამში ასახავს ეკონომიკის საერთო მდგომარეობას, ხოლო ფასიანი ქაღალდების კურსი ასახავს მისი ემიტენტების ფინანსურ მდგომარეობას. შესაბამისად, ტექნიკური ანალიზის მეთოდების აქტიური გამოყენების შემთხვევაში ზედმეტი არ იქნება გამუდმებით მხედველობაში გვქონდეს ფუნდამენტური ანალიზის შედეგები, რომლებიც ახასიათებენ ეკონომიკურ გარემოს მთლიანად.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი – ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და მიმოქცევასთან დაკავშირებული ეკონომიკურ ურთიერთობათა სფეროს განეკუთვნება. მისი როლი ფინანსური რესურსების აკუმულაციასა და მისი გადანაწილების შესაძლებლობების უზრუნველყოფაში მდგომარეობს, ბაზრის სხვადასხვა მონაწილეთა მიერ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციების განხორციელების გზით, ე.ი. ადგილი აქვს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მოძრაობას ინვესტორებიდან ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებამდე, შუამავლების საშუალებით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის ფინანსური ბაზრის ნაწილი და იკავებს შუალედურ ადგილს კაპიტალის ბაზრებსა და ფულად ბაზრებს შორის.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასრულებს რიგ საერთო საზოგადოებრივ ფუნქციებს (რომელიც დამახასიათებელია ყველა ფინანსური ბაზრისათვის) და რიგ სპეციფიკურ ფუნქციებსაც, კერძოდ:

1. აკუმულირების ფუნქცია;
2. ფინანსური აქტივების მომხმარებლამდე (მყიდველები, მეანაბრეები) დაყვანის პროცესის ორგანიზაცია;
3. გამანაწილებელი ფუნქცია;
4. მარეგულირებელი ფუნქცია;
5. მასტიმულირებელი ფუნქცია;
6. საკონტროლო ფუნქცია;
7. ფასისმიერი ფუნქცია;
8. ფასისმიერი და ფინანსური რისკების დაზღვევის ფუნქცია (ანუ ჰეჯირება);
9. კომერციული ფუნქცია;
10. საინფორმაციო ფუნქცია;
11. ფულის მიმოქცევაზე ზემოქმედების ფუნქცია.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები (ბაზრის სუბიექტები) — ფიზიკურ და იურიდიული პირებია, რომლებიც ყიდიან ან ყიდულობენ ფასიან ქაღალდებს ანდა ემსახურებიან მათ ბრუნვას და ანგარიშსწორებას, ერთმანეთთან შედიან ფასიანი ქაღალდების ბრუნვასთან დაკავშირებულ განსაზღვრულ ეკონომიკურ ურთიერთობებში.

✓ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის შესაბამისად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პროფესიონალურ საქმიანობას მიეკუთვნება: 1. საბროკერო საქმიანობა; 2. სადილერო საქმიანობა; 3. ფასიანი ქაღალდების მართვის საქმიანობა; 4. საანგარიშსწორებო-კლირინგული საქმიანობა; 5. დეპოზიტარული საქმიანობა; 6. ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოებასთან დაკავშირებული საქმიანობა; 7. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზება.

✓ ფასიანი ქაღალდები ეს არის ფულადი დოკუმენტები, რომლებიც ადასტურებენ საკუთრების უფლებას კაპიტალზე ანდა სესხის მფლობელის დოკუმენტის დამოკიდებულებას პირთან, ვინც უშვებს ასეთ დოკუმენტს (ემიტენთან).

ფასიანი ქაღალდები უნდა პასუხობდეს შემდეგ მოთხოვნებს: მიმოქცევადობა ბაზარზე, ხელმისაწვდომობა სამოქალაქო ბრუნვისათვის, რეგულირებადობა და სახელმწიფოს მხრიდან აღიარება, ლიკვიდობა, რისკიანობა, შესრულების სავალდებულობა.

ფასიანი ქაღალდი ეს არის კაპიტალის არსებობის ფორმა, რომელიც განსხვავდება მისი სასაქონლო, საწარმოო ანდა ფულადი ფორმისაგან. იგი შეიძლება გაიცეს როგორც კაპიტალი, ბაზარზე მიმოიქცეს

როგორც საქონელი და მოაქვს მოგება.

✓ ფასიანი ქაღალდი, როგორც ბაზრის ობიექტი, ასრულებს რიგ ფუნქციებს, ესენია:

მობილიზაციას უკეთებს მოქალაქეთა ფულად დანაზოგებს და ორგანიზაციათა დროებით თავისუფალ ფულად სახსრებს ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად;

არეგულირებს ფულად მიმოქცევას;

არის ინვესტიციების წყარო ახალი საწარმოების შექმნისა და უკვე არსებულის განვითარებისათვის;

გამოდის საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ინსტრუმენტის როლში;

- გადაანაწილებს ფულად საშუალებებს ეკონომიკის სფეროებსა და დარგებს შორის, ტერიტორიებსა და ქვეყნებს შორის, მოსახლეობის ჯგუფებსა და ფენებს შორის, მოსახლეობასა და სახელმწიფოს შორის;

  გამოდის დოკუმენტის სახით, რომელიც ადასტურებს სახსრების ინვესტირებას;

- ანიჭებს კაპიტალზე უფლებას;

  იძლევა დამატებით უფლებას (კაპიტალზე უფლების გარდა), ისეთების, როგორიცაა: მართვაში მონაწილეობის უფლება (თუ კი ფასიანი ქაღალდი ჩვეულებრივი აქციაა), უფლება შესაბამის ინფორმაციაზე;

- უზრუნველყოფს შემოსავლის მიღებას კაპიტალზე ან თვით კაპიტალის დაბრუნებას.

✓ როგორც ნებისმიერ ეკონომიკურ კატეგორიას, ფასიანი ქაღალდს აქვს შესაბამისი მახასიათებლები: დროითი, სორციული, საბაზრო. დროითი მახასიათებლები მოიცავს: ფასიანი ქაღალდის არსებობის ვადას, წარმომავლობას. სორცობრივი მახასიათებლები მოიცავს: არსებობის ფორმას, ეროვნულ კუთვნილებას, ტერიტორიულ კუთვნილებას. საბაზრო მახასიათებლები მოიცავს: ფლობის ფორმას, გამოშვების ფორმას, საკუთრების ფორმას და ემიტენტის სახეს, სახსრების დაბანდების ფორმას, მიმოქცევის ხარისხს და დაბანდების რისკის დონეს, შემოსავლის გადახდის ფორმას და ა.შ.

✓ ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება: სახელმწიფო ობლიგაცია, კორპორაციის ობლიგაცია, ჩეკი, თამასუქი, დეპოზიტური და შემნახველი სერტიფიკატი, კონოსამენტი, აქცია, ბანკის შემნახველი წიგნაკი წარმომდგენზე, საპროცენტიზაციო ფასიანი ქაღალდები, სხვა დოკუმენტები, რომლებიც ფასიან ქაღალდებზე კანონების თანახმად მიეკუთვნება ფასიან ქაღალდების რიცხვს. რიგი ფასიანი ქაღალდები (ოფციონები, ვარიანტები, საბინაო სერტიფიკატები, საინვესტიციო პაი და სხვა) ბრუნვაში შედის სხვა საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტებით.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სხვადასხვა სახის ოპერაციები ხორციელდება თვით ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში.

ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე (საფონდო ოპერაციები) – ეს არის ქმედებები ფასიან ქაღალდებთან, ანდა ფულად სახსრებთან მიმართებაში დასახული მიზნების მისაღწევად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ყველა ოპერაცია შეიძლება დაიყოს სამ ჯგუფად: 1) საემისიო ოპერაციები; 2) საინვესტიციო ოპერაციები; 3) კლირინგული ოპერაციები.

ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და მიმოქცევა რეგულირდება კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის" შესახებ და სხვა საკანონმდებლო აქტებით.

როგორც უკვე აღინიშნა, ფასიანი ქაღალდების ემისია (გამოშვება) ეს არის ემიტენტის ქმედებათა თანმიმდევრობა, რომელიც კანონით არის დადგენილი და ითვალისწინებს დამატებით კაპიტალის მოზიდვას ფასიანი ქაღალდების საშუალებით.

ემისიის ძირითადი მიზნებია:

- საქციო საზოგადოებების შექმნა (საკუთარი კაპიტალის ფორმირება);
- ნასესხები კაპიტალის მოზიდვა საჯარო ქაღალდების გამოშვების გზით;
- კაპიტალის მართვა ფასიანი ქაღალდების დამატებითი გამოშვების გზით (ემიტენტის საკუთარი

კაპიტალის გაზრდა, მთლიან კაპიტალში ნასესხები კაპიტალის წილის შემცირება);

- ემიტენტის საინვესტიციო პროექტების განხორციელება, მისი საბრუნაო სახსრების შეცვლა;
- ინვესტიციების ფინანსირება სამეწარმეო საქმიანობაში;
- შთანთქმის დაფინანსება (სამეურნეო სუბიექტების);

✓ აქცია – ეს არის საემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც განამტკიცებს მისი მფლობელის (აქციონერის) უფლებას მიიღოს სააქციო საზოგადოების მოგების ნაწილი დივიდენდების სახით, მონაწილეობა მიიღოს სააქციო საზოგადოების და მისი ქონების წილის მართვაში. აქციების გამოშვების უფლება აქვთ მხოლოდ სააქციო საზოგადოებებს. შემოსავალი აქციაზე, რომელიც ყალიბდება სააქციო საზოგადოების (ან სხვა ემიტენტის) მოგების ხარჯზე, რომელიც უშვებს აქციებს, არის დივიდენდი. იგი იძლევა: 1) ხმის უფლებას; 2) უფლებას შემოსავალზე; 3) უფლებას კაპიტალის მატებაზე; 4) უფლებას დამატებით შეღაფათებზე; 5) უფლებას ახალი გამოშვების აქციების უპირატეს შეძენაზე; 6) უფლებას სააქციო საზოგადოების ქონების ნაწილზე.

✓ ობლიგაცია – ეს არის საემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც განამტკიცებს მისი მფლობელის უფლებას ობლიგაციის ემიტენტისაგან მიიღოს გათვალისწინებულ ვადაში მისი ნომინალური ღირებულება ანდა სხვა ქონებრივი ექვივალენტი. ობლიგაცია ასევე მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს მიიღოს ფიქსირებული პროცენტი მისი (ობლიგაციის) ნომინალური ღირებულებიდან ანდა სხვა ქონებრივი უფლება. შემოსავალი ობლიგაციიდან არის პროცენტი ანუ დისკონტი.

✓ თამასუქი — ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს თამასუქის გამცემის უპირობო ფულად ვალდებულებას გადაუხადოს ვადის დადგომისას ფულის განსაზღვრული თანხა თამასუქის მფლობელს (თამასუქის შემნახველს). თამასუქი არსებობს უბრალო და გადასაყვანი. მისი თავისებურებებია: აბსტრაქტულობა, უცილობლობა, მიმოქცევადობა, პროტესტის უფლება.

✓ დეპოზიტური – (შემნახველი) სერთიფიკატი – ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს ანაბრის თანხას. იგი შეტანილია ბანკში და მეანაბრის (სერტიფიკატის მფლობელის) უფლებას გარკვეულ დადგენილ ვადაში მიიღოს თანხა და მასზე გათვალისწინებული პროცენტები. თუ კი მეანაბრის როლში გამოდის იურიდიული პირი, მაშინ ფორმდება დეპოზიტური სერტიფიკატი, როცა ფიზიკური პირი – მაშინ შემნახველი სერტიფიკატი.

✓ კონოსამენტი – ეს არის არასაემისიო ფასიანი ქაღალდი, რომელსაც გამოწერს საზღვაო ტვირთის გადამზიდველი ან მისი უფლებამოსილი პირი ტვირთის მეპატრონის და ან მისი წარმომადგენლის სახელზე. კონოსამენტი ეს არის სატრანსპორტო დოკუმენტი, რომელიც შეიცავს საზღვაო გადაზიდვების ხელშეკრულების პირობებს, ადასტურებს ტვირთის მიღების და მისი გადაგზავნის ფაქტს, იძლევა კონოსამენტის მფლობელის მიერ განკარგვის და საკუთრების უფლებას, კონოსამენტის მფლობელის მიერ ტვირთის ფლობისა და განკარგვის უფლებას.

✓ ვარანტი – აქვს გამოყენების ორი სახე: ჯერ-ერთი, ვარანტი ეს არის სერტიფიკატი, რომელიც მფლობელს უფლებას ანიჭებს იყიდოს ფასიანი ქაღალდები დათქმულ ფასში დროის განსაზღვრულ მონაკვეთში ანდა უვადოდ. ზოგჯერ ვარანტს ხსნიზობენ ფასიან ქაღალდთან ერთად სტიმულის სახით მის საყიდლად.ვარანტის სახეებია: 1) ვარანტი ხელმოწერით; 2) უწყვეტი ვარანტი; 3) წყვეტილი (მოძრაო) ვარანტი; 4) ობლიგაცია ვარანტით; 5) დივიდენდური ვარანტი; 6) პროცენტული ვარანტი; 7) ინდექსური ვარანტი; 8) სავალუტო ვარანტები; 9) დახურული ვარანტი; 10) ევროპული ვარანტი.

✓ ფიუჩერსი არის ვადიანი საბირჟო კონტრაქტი, რომლის ერთი მხარე იღებს ვალდებულებას შეისყიდოს, ხოლო მეორე კი გაყიდოს საბაზისო აქტივების განსაზღვრული რაოდენობა დადგენილ ვადაში ფიქსირებულ ფასად.

თავის მხრივ ფიუჩერსული კონტრაქტი წარმოადგენს მოლაპარაკებას მხარეებს შორის განსაზღვრული რაოდენობის საქონლის ყიდვა-გაყიდვის შესახებ წინასწარ დათქმულ ფასში.

ფიუჩერსულ კონტრაქტში განისაზღვრება შესყიდვის ფასი, მაგრამ აქტივი მიწოდების თარიღამდე არ ექვემდებარება მიწოდებას. მოლაპარაკების მონაწილეები პასუხისმგებლები არიან კონტრაქტის შესრულების პირობებზე. ფიუჩერსული კონტრაქტები დაიდება ბირჟაზე მხოლოდ ისეთ აქტივებზე, როგორიცაა: სოფლის მეურნეობის საქონელი, მადნეული, უცხოური ვალუტა, ფასიანი ქაღალდები ფიქსირებული შემოსავლებით, საბაზრო ინდექსები, საბანკო დეპოზიტები და სხვა.

✓ ოფციონური კონტრაქტები. ოფციონი წარმოადგენს კონტრაქტს, რომლის მყიდველს აქვს უფლება იყიდოს ან გაყიდოს აქტივი ფიქსირებულ ფასში განსაზღვრულ ვადაში, ხოლო გამყიდველი კონტრაგენტის მოთხოვნის შესაბამისად იღებს ვალდებულებას უზრუნველყოს ამ უფლების რეალიზაცია ფულადი პრემიის საფასურად.

ფასიან ქაღალდებზე ოფციონებს ხშირად უწოდებენ ვარანტებს. ისინი აძლევენ უფლებას მათ მფლობელებს შეიძინონ კონკრეტული საზოგადოების განსაზღვრული რაოდენობის ფასიანი ქაღალდები განსაზღვრულ ფასში.

ვარანტი – ეს ისეთი ფასიანი ქაღალდია, რომლის მეშვეობით მის მფლობელს შეუძლია შეიძინოს აქცია კომპანიისაგან თვით ვარანტში მითითებული კურსით.

ვარანტის შესრულების კურსი — ეს არის გამოცხადებული კურსი, რომლის მიხედვითაც ვარანტის მფლობელს შეუძლია შეიძინოს მის მიერ ემიტირებული აქცია. ვარანტებს აქვთ შედარებით დაბალი ღირებულება, ამიტომ მათ ახასიათებთ არამყარი კურსი და შემოსავლიანობის მაღალი ნორმის უზრუნველყოფა.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესწავლის ძირითადი მეთოდები სამ ჯგუფად შეგვიძლია დაუყოთ:

- ფუნდამენტური ანალიზი;
- ტექნიკური ანალიზი;
- ფსიქოლოგიური ანალიზი.

პრაქტიკაში სამივე სახის ანალიზის ელემენტების გამოყენებაა რეკომენდებული. ეს ინსტრუმენტები კონკურენციას კი არ უწევენ, არამედ ავსებენ ერთმანეთს და საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღებაში ეხმარებიან ადამიანს. ფუნდამენტური ანალიზი გვაძლევს მოცემული ფასიანი ქაღალდის უზრუნველყოფის მთავარი პარამეტრების განსაზღვრის მეთოდიკას, რომელიც ეყრდნობა ბუღალტრული ბალანსის საერთო მონაცემებს და ეროვნული აღრიცხვის სისტემას. ტექნიკურ ანალიზს არ აინტერესებს იმ კომპანიის ეს გარეგანი მახასიათებლები, რომელიც ფასიან ქაღალდებს უშვებს. იგი ყურადღებას ამახვილებს მხოლოდ და მხოლოდ ბაზარზე თვით ფასიანი ქაღალდის მიმოქცევის შესწავლაზე დინამიკაში.

გარდა ამისა, საყურადღებოა ბაზრებზე არსებული ვითარების ფსიქოლოგიური ასპექტები. ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზის შედეგების მიხედვით კომპანიის დადებითად შეფასება სარწმუნო არაა პოტენციური ინვესტორისთვის, თუკი საზოგადოებრივი აზრი ამ კომპანიას არ აღიარებს. ამას რამდენიმე მიზეზი შეიძლება ჰქონდეს. მაგალითად, თუკი პროფესიული ანალიტიკოსი მეტისმეტად მოკლე პერიოდს აკვლევს, თუკი კომპანიას ცუდი რეპუტაცია აქვს საზოგადოებაში ინვესტიციების განსახორციელებლად. ასეთ შემთხვევაში ფსიქოლოგიური ფაქტორი გადასწონის ხოლმე სხვა გარემოებებს.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- *განმარტეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და როლი.*
- *ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამოცანები.*
- *რა განკუთვნება საერთო-საზოგადოებრივ ფუნქციებს. მოკლედ დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.*
- *ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სპეციფიკური ფუნქციები და მოკლედ დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.*
- *რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრების კლასიფიკაცია?*
- *განმარტეთ, რა არის პირველადი, მეორეადი, მესამე და მეოთხე ბაზრები.*
- *როგორ გესმით არასაბირჟო საფონდო ბაზარი? განმარტეთ.*
- *ვინ არიან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილენი? დასახელეთ მათი კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები.*
- *მოკლედ დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების მონაწილენი.*
- *ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ძირითადი კანონები.*
- *რა მიეკუთვნება პროფესიულ საქმიანობას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე?*
- *მოკლედ დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების მართვასთან დაკავშირებული საქმიანობა.*
- *რას გულისხმობს დეპოზიტარული საქმიანობა?*
- *რა ვალდებულებები აკისრია დეპოზიტარებს?*
- *როგორ განმარტავთ საფონდო ბირჟას?*
- *რას ეწოდება ფასიანი ქაღალდები?*
- *ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ფუნქციები.*
- *დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციის ძირითადი კრიტერიუმები.*
- *დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების ოპერაციების სამი ძირითადი ჯგუფი.*
- *რა არის საემისიო ოპერაციები?*
- *რას გულისხმობს საინვესტიციო ოპერაციები?*
- *რას ეწოდება კლირინგული ოპერაციები?*
- *ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კიდევ რომელ ოპერაციებს განიხილავენ?*
- *ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ემისიის ძირითადი მიზნები, ფორმები და ემისიის პროცედურის ეტაპები.*
- *რა არის ფასიანი ქაღალდის პროსპექტი და რას მოიცავს იგი?*
- *რას გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა?*
- *რა არის აქცია? დაასახელეთ მისი თავისებურებები და კლასიფიკაცია.*
- *რა არის ობლიგაცია. როგორია მისი საკლასიფიკაციო ნიშნები და საბაზრო მახასიათებლები.*
- *რა არის თამასუქი? როგორ ხდება მათი კლასიფიკაცია?*
- *რა არის დეპოზიტური (შემნახველი) სერთიფიკატი?*
- *რა არის კონოსამენტი? ჩამოთვალეთ მისი სახეები.*
- *რა არის ვარანტი, როგორია მისი სახეები?*
- *რა არის ფიუჩერსები? მისი ფასი? მისი სახეები?*
- *რა არის ოფციონები? რომელი ორი მხარე მონაწილეობს ოფციონურ გარიგებაში? დაასახელეთ ოფციონის სახეები.*
- *რას გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლასიკური ფუნდამენტური ანალიზი?*
- *დაასახელეთ ფუნდამენტური ანალიზის უახლესი მეთოდები.*
- *დაახასიათეთ პორტფელის პასიურად მართვის სტრატეგიის სახე - „დოუს ძაღლები“.*
- *ჩამოთვალეთ რა იგულისხმება ფუნდამენტურ კორპორაციულ ფასეულობებში?*
- *რა არის საბაზრო ინდიკატორები? დაასახელეთ და მოკლედ დაახასიათეთ ისინი.*
- *როგორ განმარტავთ ტექნიკურ ანალიზს, დაასახელეთ მისი ძირითადი ამოსავალი დებულებები.*

- დასახელეთ ბაზრის ანალიზის ინსტრუმენტები, როგორ განიმარტება ტრენდული მაჩვენებლები, მძიმე რყევის ინდიკატორები და ტენდენციის ინტენსიობის ინდიკატორები.
- რას მოიცავს ფიბონაჩის ანალიზი?
- რას მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გრაფიკული ანალიზი.
- ჩამოთვალეთ ტექნიკური ანალიზის ძირითადი მეთოდები.
- განმარტეთ რა არის ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სალაროს ოპერაციები?
- რას მოიცავს სათამაშო ოპერაციები?
- განმარტეთ რა არის ფასიანი ქაღალდების ემისია.
- რას გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა?
- როგორ განიმარტება ფასიანი ქაღალდების მფლობელების რეგისტრაცია და ხელახალი რეგისტრაცია?
- რას ნიშნავს კონვერტაცია?
- რა არის ტრასტი?
- რას ეწოდება ფასიანი ქაღალდების განთავსება?
- რას ნიშნავს ფასიანი ქაღალდების კონსოლიდაცია?
- რა ნიშნავს კონსალტინგი?
- რა ხერხებით ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ემისია?
- დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროცედურის ძირითადი ეტაპები.
- როგორ წარმოებს ფასიანი ქაღალდების სერთიფიკატის დამზადება?
- როგორ წარმოებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ ანგარიშის რეგისტრაცია?
- რას ეწოდება ჩვეულებრივი აქცია?
- რას ეწოდება პრივილეგირებული აქცია?
- რა სახის აქციებია ცნობილი საინვესტიციო მიმზიდველობის თვალსაზრისით?

გამოყენებული ლიტერატურა

1. „აქციათა რეგისტრაციის სტრატეგია“ მსოფლიო ბანკის პრივატიზაციის პროექტი. ფინანსთა სამინისტრო, ქონების მართვის სამინისტრო „Deloitte & Touche“, 1996.
2. ადეიშვილი ნ. ფულად-საკრედიტო სფეროს თანამედროვე მდგომარეობა, // „ეკონომიკა“, 1997, N5-7. გვ. 27-32.
3. ბასარია რ. ეკონომიკის კრიზისი და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა, // „ეკონომიკა“, 1993. N5-7, გვ. 9-13.
4. ბალცეროვიჩი ლ. სახელმწიფო გარდამავალ პერიოდში, თბ., 2002.
5. გარდამავალი პერიოდის საფინანსო-ეკონომიკური პრობლემები საქართველოში, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, ფინანსების სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტი, ტომი III, თბ.: 1999.
6. ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. თბ.: ვერჟე, 2005.
7. გამსახურდია გ. საქართველოს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულების პროგრამის შესახებ // „მაკრო-მიკრო ეკონომიკა“, 1998, N3, გვ. 14-15.
8. გამსახურდია თ. საქართველოს საგადასახადო-საბიუჯეტო სისტემის სრულყოფის თეორიული და მეთოდოლოგიური ასპექტები, //„ბანკი“, 2003, N 1-3.
9. გიტმანი ლ.; ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. გადმოქართულებული და შეუსებული ლ. ქოქიაურის მიერ (მეორე გამოცემა), თბ.: თსუ, 2007.
10. კაკულია რ. ფინანსების ზოგადი თეორია, თბ.: 2001.
11. კაკულია რ. ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა: თეორიისა და ორგანიზაციის აქტუალური საკითხები, ესპასკი-ის შრომების კრებული, თბ., 1997, ტ. II, გვ. 261-273.
12. კაკულია რ. ფულის ფენომენი თანამედროვე ეკონომიკაში, // „ბანკი“, 2003, N1-2.
13. კაკულია რ.; ხელაია გ. ფულის მიმოქცევისა და კრედიტის ზოგადი თეორია, გამომც. „ესპასკი“, 2000. გვ. 469.
14. კაკულია რ.; ხაბურზანია ლ. ფული და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, ნაწ. I და ნაწ. II, თბ., საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს გამომცემლობა, 1997. ნაწ. I, გვ. 135 და ნაწ. II, გვ. 143.
15. მესხია ი. საქართველოს ფულადი პოლიტიკის და საბანკო სექტორის ტრანსფორმაციის პრობლემები, // „მაცნე“, 1998, ტ. VI, N3, გვ. 72-85.
16. როდე ე. „ბანკები, ბირჟები და სპეკულატიური ოპერაციები კაპიტალისტურ ქვეყნებში“. ქუთაისი, „სარანგი“, 1993.
17. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“, 1999.
18. საქართველოს კანონი „თამასუქის შესახებ“, 1995.
19. საქართველოს კანონი „ჩეკის შესახებ“, 1995.
20. საქართველოს საბანკო კანონმდებლობა, თბ., 2001.
21. საქართველოს რესპუბლიკის მინისტრთა კაბინეტი, საქართველოს რესპუბლიკაში მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციისა და სისტემური ცვლილებების საშუალოვადიანი პროგრამა, თბ., საქართველოს მინისტრთა კაბინეტის საქმეთა მმართველობა, 1992, გვ.159.
22. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, თბ., 2002.
23. საქართველოს ერიუნული ბანკი. ინსტრუქცია საქართველოს რწმუნებული ბანკების მიერ რუბლიდენტი იურიდიული და ფიზიკური პირებისათვის უცხოურ ვალუტაში ანგარიშის (ანაბრის) გახსნისა და წარმოების შესახებ, თბ., 1997, გვ. 10.
24. საქართველოს რესპუბლიკის მინისტრთა კაბინეტის 1995 წლის 15 აპრილის დადგენილება N 211 „ფასიანი ქაღალდების გამოშვების, მიმოქცევის და საფონდო ბირჟების შესახებ დროებითი დებულების დამტკიცების თაობაზე“.
25. საქართველოს კანონის პროექტი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ, 1998.

26. ქოქიაური ლ., შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ, 2008.
27. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ, 2009.
28. თუთაძე გ. ახალი მოვლენები ინვესტირებაში, საერო ინსტიტუტი „გელათი", პროფესორ-მასწავლებელთა საინსტიტუტთაშორისო სამეცნიერო სესია, ქუთაისი, 2003.
29. შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების საკითხები საქართველოში, ქუთაისი 1997.
30. შონია ნ., გუგეშაშვილი თ., ღვთაძე გ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. ქუთაისი. 2004.
31. შონია ნ., გუგეშაშვილი თ., ღვთაძე გ. ფინანსური ბაზრები და ფასიანი ქაღალდები. ქუთაისი, 2003.
32. ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: საგამომც. ფირმა „სიახლე". 2003.
33. **Барбаумов В.Е.** Финансовые инвестиции. М.: Финансы и статистика. 2003.
34. **Бердникова Т.Б.** Рынок ценный бумаг и биржевое дело.— М.: ИНФРА-М, 2002.
35. **Бердникова Т.Б.** Оценка ценных бумаг.— М.: ИНФРА-М, 2003.
36. Биржевое дело: Учебник / Под ред. **В.А. Галанова, А.И. Басова.** — М.: Финансы и статистика, 2003.
37. **Боровкова В.А.** Управление рынками в торговле. — СПб.: Питер, 2004.
38. **Воробьев П.В., Лялин В,А.** Ценные бумаги и фондовая биржа.— М.: Филинъ, 2001.
39. **Леонтьев В.Е., Радская Н.П.** Финансы, деньги, кредит и банки: Учебное пособие — СПб.: Знание, ИВЭСЭП, 2002.
40. **Пантелеев П.А.** Рынок ценных бумаг.— М.: ИНФРА-М, 2003.
41. **Чалдаева Л.А.** Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры.— М., 2002.
42. Миркин Я.М. „Рынок ценных бумаг", М.: 1996 г.
43. **Джон Дж Мэрфи** „Технический анализ фючерсных рынков: теория и практика", Сокол, М.: 1997.
44. **Дегярева О.И.; Каншитская О.А.** „Биржевое дело", ЮНИТИ, М. 1997 г.
45. Advanced in fixed Income Valuation Modeling and Risk Management, edited by **Frank J. Fabozzi** Associates New Hope. Pannsylvania. 2007.
46. **Blake D.** Financial Market Analysis. McGraw-Hill Inc., 2001.
47. **Copeland E. Thomas, Weston J. Fred.** Financial Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons Inc., 2005.
48. **Fabbozzi F.J.** Fixed income maThematics: 3rd ad. - New-York: McGraw-Hill Inc., 1997.
49. **Kohn Meir.** Financial institutions and markets. New-York: McGraw-Hill Inc., 2004.
50. **Martellini L. Priaulet P.** Fixed-Income Serurities. John Wiley & Sons, LTD, 2001.
51. **Tucker L. Alan, Becker G. Kent, Isimbabi J. Michael, Ogden P. Josep L.** Contemporary Portfolio Theory and Risk Management. West Publishing Company. 2001.

VI განყოფილება

საინვესტიციო პორტფელი. პორტფელის თეორია

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- პორტფელის თეორიის ძირითადი პრობლემების შინაარსი თანამედროვე ეტაპზე;
- საინვესტიციო პორტფელის და პორტფელური ინვესტირების არსი, მიზნები, მისი ჩამოყალიბების პრინციპები, მისი კლასიფიკაციის კრიტერიუმები; ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ძირითადი საბეები;
- ფასიანი ქაღადების საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და შერჩევის სტრატეგია;
- ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შერჩევის ჰიგინსის, გარდნერის, ერიაშვილის და კამენევის მეთოდები;
- პორტფელის და პორტფელური რისკების მართვის მეთოდები;
- ჰ.პ. მარკოვიცის მოდელის ძირითადი დებულებები;
- პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის გაზომვა; დივერსიფიკაციის ზემოქმედება პორტფელის რისკზე;
- პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დამოკიდებულება პორტფელში შემავალ ფასიანი ქაღალდების რიცხვთან; ეფექტიანი პორტფელის საზღვრების განსაზღვრა;
- ეფექტიანი პორტფელის აგების საზღვრების გრაფიკული და პორტფელის საზღვრების დადგენის მათემატიკური ხერხი;
- შარპის მოდელის თეორიის ძირითადი პრინციპები და რეგრესიული მოდელის აგების საფუძველი;
- როგორ ხდება შარპის მოდელის გამოყენება ეფექტიანი პოსტულატების საზღვრების ასაგებად;
- პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და დისპერსიის განსაზღვრა; დისპერსიის არსი;
- შარპის და მარკოვიცის მოდელების შედეგების შეფასება.

ოცდამეოთხე თავი. საინვესტიციო პორტფელის არსი, კლასიფიკაცია

24.1. პორტფელური ინვესტირების თეორიის ძირითადი პოსტულატები

ის ყურადღება, რომელსაც პორტფელურ ინვესტიციებს უთმობენ, საუსებით შეესაბამება განვითარებული სამრეწველო ქვეყნების ეკონომიკაში XX საუკუნის მეორე ნახევარში მომხდარ რადიკალურ ცვლილებებს. ფინანსების ცალკეული, იზოლირებული რეგიონალური ბაზრების ადგილზე აღმოცენდა ფინანსების ერთიანი საერთაშორისო ბაზარი. „ძირითადი" ფინანსური ინსტრუმენტების ტრადიციულ ნაკრებს (უცხოური ვალუტა, სახელმწიფო ობლიგაციები, კორპორაციების აქციები და ობლიგაციები) დაემატა ისეთი ახალი, „წარმოებული" ინსტრუმენტების მუდმივად მზარდი სია, როგორიცაა: დეპოზიტარული ხელმოწერები, ფიუჩერსები, ოფციონები, ვარანტები, ინდექსები, სვოპები და ა.შ.

პორტფელის თეორიის ძირითადი პრობლემა

პორტფელის თეორიის ძირითადი პრობლემაა ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა, ე.ი. შემოსავლიანობის ყველაზე მეტი დონის მქონე აქტივების ნაკრების განსაზღვრა საინვესტიციო რისკის უმცირესი ან მოთხოვნილი დონის დროს. ამგვარი მიდგომა „მრავალგანზომილებიანია", როგორც ანალიზში მოქცეული აქტივების რაოდენობის, ისე გასათვალისწინებელი მახასიათებლების მიხედვით. თანამედროვე თეორიაში არსებითი მომენტია აქტივების შემოსავლიანობებს შორის კორელაციური ურთიერთკავშირების გათვალისწინებაც. ეს ფინანსურ მენეჯერებს შესაძლებლობას უქმნის, ჩაატარონ პორტფელის ეფექტიანად დივერსიფიცირება და ამით არსებითად შეამცირონ პორტფელის რისკი მასში ჩართული აქტივების რისკთან შედარებით. ოპტიმიზაციის კარგად დამუშავებული მეთოდების არსებობამ და გამომთველი ტექნიკის განვითარებამ შესაძლებელი გახადა ინვესტიციების პორტფელების შედგენის თანამედროვე მეთოდების პრაქტიკულად რეალიზება. მართალია, ინვესტიციების თანამედროვე თეორიის შექმნის პროცესი ჯერაც არ დასრულებულა და მისი ძირითადი პრინციპებისა და შედეგების გარშემო კამათი და აქტიური მსჯელობა ისევ გრძელდება, მაგრამ ამ თეორიის გაელენა თანამედროვე ფინანსურ სამყაროში გამუდმებით იზრდება. პორტფელის კლასიკური თეორიის ძირითადი პოსტულატების ცოდნის აუცილებლობა უკვე კარგად ესმით საქართველოს ფინანსების უკიდურესად სარისკო ბაზრის პირობებში მომუშავე პროფესიონალ ხელმძღვანელ მუშაკებსა და მენეჯერებსაც.

ინვესტიციების თეორიის განვითარების საწყისი ეტაპი XX საუკუნის 20-30-იან წლებს ეკუთვნის და იგი პორტფელური ინვესტიციების თეორიის, როგორც მეცნიერების აღმოცენების პერიოდად გვევლინება. ეს ეტაპი, პირველ რიგში, წარმოდგენილია საპროცენტო განაკვეთისა და დაყვანილი ღირებულების შესახებ ი. ფიშერის ფუძემდებლურ შრომებში. მან დაასაბუთა, რომ ინვესტიციების შეფასების კრიტერიუმები არაფრით არის დაკავშირებული ინდივიდების მიერ ახლანდელ თუ მომავლის მოხმარებაზე. რამდენადაც ისინი ერთი და იგივე საინვესტიციო კრიტერიუმებით სარგებლობენ, მათ შეუძლიათ ერთ საწარმოში თავმოყრა და მისი მართვის ფუნქციების გადაცემა პროფესიონალ მმართველ-მენეჯერისათვის. თავის მხრივ, მენეჯერებს არ ეკალებათ საწარმოების აქციონერების პირადი გემოვნების ცოდნა. მათი ამოცანაა - მოახდინონ წმინდა დაყვანილი ღირებულების მაქსიმიზაცია. თუ ისინი წარმატებას მიაღწევენ, მაშინ შეუძლიათ დარწმუნებულები იყვნენ, რომ თავიანთი აქციონერების ინტერესებს უმაღლეს დონეზე იცავენ. ამ თეორიულმა დებულებებმა თავის განვითარების პიკს აშშ-ში თანაზიარი ფონდების პირველი ინდუსტრიის შემოღების პროცესში მიაღწია, ეს უკანასკნელი იმ დროისათვის აქტიურად სპეკულირებდა ამერიკულ საფონდო ბირჟაზე.

ომამდელი პერიოდის თეორიული შრომების მნიშვნელოვანი თავისებურება გამოიხატებოდა ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში, პირობების სრული განსაზღვრულობის ჰიპოთეზის შემუშავებაში. იმ დროისათვის მიღებულ ანალიზში გამოყენებული მათემატიკური საშუალებები, მხოლოდ ელემენტარული ალგებრის და ფუნდამენტური ანალიზის საწყისებზე დაიყვანებოდა.

განსაზღვრულობის პირობებში ფინანსური გათვლების ჩატარებაზე ორიენტირული საშუალებების ერთობლიობამ — ფინანსური მათემატიკის სახელწოდება მიიღო. „დეტერმინირებული მიდგომის" ჰეგემონიის მიუხედავად, ფინანსურ პრობლემებში განუსაზღვრელობის და რისკის ფაქტორების მნიშვნელობა საკმაოდ ნათლად შეიცნობოდა. ამასთან, მხოლოდ რაოდენობრივი, თეორიულ-ალბათური მეთოდების გამოყენებამ გახადა შესაძლებელი რისკის გაანგარიშება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებაზე. სწორედ ამგვარი მიმართულების შრომებმა მიიღო სახელწოდება **„ინვესტიციების თანამედროვე თეორია"**. ფინანსური თეორიის განვითარების ეს ეტაპი გრძელდებოდა 20-30 წლებამდე, გ. მარკოვიცის შრომის გამოსვლამდე.

ინვესტიციების თანამედროვე თეორიის საწყისად 1952 წელი შეიძლება ჩაითვალოს, როდესაც გამოვიდა გ. მარკოვიცის სტატია სახელწოდებით — „პორტფელის შერჩევა". აღნიშნულ სტატიაში პირველად იქნა შემოთავაზებული ფასიანი ქაღალდების ოპტიმალური პორტფელის ფორმირების მათემატიკური მოდელი და დასაბუთებულ იქნა განსაზღვრულ პირობებში ამგვარი პორტფელების აგების მეთოდები. მ. მარკოვიცის ძირითადი დამსახურება ამ პატარა სტატიაში შემოთავაზებული შემოსავლიანობის და რისკის ცნების თეორიულ-ალბათური ფორმალიზაცია. აღნიშნულმა შემოთავაზებამ შესაძლებელი გახადა ოპტიმალური საინვესტიციო სტრატეგიის შერჩევის ამოცანის გადაყვანა მათემატიკურ ენაზე. სწორედ მარკოვიცმა პირველმა მიაქცია ყურადღება პორტფელების დივერსიფიკაციის საყოველთაოდ მიღებულ პრაქტიკას და ზუსტად აჩვენა, თუ როგორ შეუძლიათ ინვესტორებს პორტფელის შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრის შემცირება იმ აქციების შერჩევით, რომელთა ფასები სხვადასხვაგვარად იცვლება. მიღებული ოპტიმიზაციური სტრატეგია მათემატიკური თვალსაზრისით ეკუთვნის წრფივი შეზღუდვების დროს კვადრატულ ოპტიმიზების ამოცანათა კლასს. წრფივი დაპროგრამების ამოცანებისან ერთად, ეს ამჟამად ოპტიმიზაციის ამოცანების ყველაზე უფრო კარგად შესწავლილი კლასია, რომელთათვისაც საკმაოდ ბევრი ეფექტიანი ალგორითმია დამუშავებული.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელი – ეს არის გარკვეული წესით შერჩეული ფასიანი ქაღალდების სახეების ერთობლიობა, დასახული მიზნების მისაღწევად. ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული სახეების თანაფარდობა პორტფელში განსაზღვრავს პორტფელის სტრუქტურას.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ძირითადი უპირატესობა იმაში მდგომარეობს, რომ იგი თავის თავში მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობას. ისინი ფლობენ ისეთ საინვესტიციო მაჩვენებლებს, რომლებიც მიუღწეველია ცალ-ცალკე აღებული ფასიანი ქაღალდისათვის და შესაძლებელია მხოლოდ მათი კომბინაციის დროს.

საინვესტიციო პორტფელი და მისი ოპტიმიზაცია

სპეციფიკური თავისებურებების გამო ფასიანი ქაღალდების შეძენებით შესაძლებელი ხდება საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა სტრატეგიის განხორციელება. ინვესტორების შეძენილი ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობას ჩვეულებრივ უწოდებენ საინვესტიციო პორტფელს, ხოლო პორტფელის ფორმირების პროცესს — პორტფელურ ინვესტირებას. რამდენადაც საინვესტიციო პორტფელი ფართო ცნებაა, მიზანშეწონილად მიგვაჩნია შევჩერდეთ პორტფელური ინვესტირების არსზე, საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების მიზნებზე, მისი ოპტიმიზაციის პრინციპებზე.

საერთოდ, საინვესტიციო პორტფელის ცნების ქვეშ მოიაზრება რამდენიმე საინვესტიციო ობიექტის ერთობლიობა, რომელიც იმართება როგორც დამოუკიდებელი საინვესტიციო ობიექტი მოგების ან სხვა სასარგებლო ეფექტის მიღების მიზნით. თეორიულად ასეთმა პორტფელმა შეიძლება მოიცავს რეალური საშუალებები (მიწა და სხვა უძრავი ქონება, ჩარხები, მოწყობილობა და ა.შ.), ფინანსური სახსრები (ხშირად ფასიანი ქაღალდები) და არაფინანსური საშუალებები (ანტიკვარული საგნები, ძვირფასი ქვები და ა.შ.), მაგრამ პრაქტიკაში „საინვესტიციო პორტფელის" გამოყენებისას მხედველობაში აქვთ ფასიანი ქაღალდების პორტფელი.

პორტფელური ინვესტირების არსი და მიზნები

იძენენ რა ფასიან ქაღალდებს, ინვესტორებს შეუძლიათ მიზნად დაისახონ ორი სტრატეგიული ამოცანა:

1) **ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის მიერ საწარმოზე კონტროლის უფლების მიღება** – ეს ჩვეულებრივ მიიღწევა ემიტენტის საჭირო ოდენობის ხმის უფლების ქონით. მიღებულია, რომ ამ დროს ხორციელდება სტრატეგიული ინვესტირება. ზოგჯერ ინვესტირების ასეთ ფორმას პირდაპირ ინვესტირებას უწოდებენ;

2) **ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობიდან შემოსავლის მიღება** ნებისმიერი ფორმით, რისკის დასაშვები დონის პირობებში, როცა ემიტენტის საქმიანობაზე კონტროლის დაწესება გამიზნული არ არის. მიღებულია, რომ ამ შემთხვევაში ხორციელდება პორტფელური ინვესტირება.

ამ თვალსაზრისით, პორტფელური ინვესტირება ნიშნავს სახსრების დაბანდებას ფასიან ქაღალდებში (აქციები, ობლიგაციები, წარმოებული ფასიანი ქაღალდები და სხვა) შემოსავლის მიღების მიზნით.

პორტფელური ინვესტირების არსი გულისხმობს საინვესტიციო რესურსების განაწილებას ფინანსური აქტივების სხვადასხვა ჯგუფებს შორის საჭირო პარამეტრების მისაღწევად. ამ მიზნებისა და ამოცანების მიხედვით, რომელიც პორტფელის ფორმირების დროს ყალიბდება, ინვესტორმა მიზანმიმართულად უნდა განსაზღვროს ოპტიმალური თანაფარდობა პორტფელში ჩარიცხულ სხვადასხვა ტიპის ფასიან ქაღალდებს შორის.

პორტფელური ინვესტირების ამოცანაა მოხალოდნელი შემოსავლიანობის მიღება მინიმალურად დასაშვები რისკის პირობებში. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების მიზანია კაპიტალის შენარჩუნება და გამრავლება.

პორტფელის ჩამოყალიბების პრინციპები

საინვესტიციო პორტფელის ჩამოყალიბების პრინციპებს მიეკუთვნება:

- უსაფრთხოების უზრუნველყოფა (შესაძლო რისკებისაგან და შემოსავლების მიღებაში სტაბილურობის დაზღვევა);

  ინვესტორისათვის მისაღები შემოსავლიანობის მიღება;

  ლიკვიდობის უზრუნველყოფა;

  ოპტიმალური თანაფარდობის მიღწევა შემოსავლიანობასა და რისკს შორის, მათ შორის პორტფელის დივერსიფიკაციის გზით.

პორტფელურ ინვესტირებას აქვს შემდეგი თავისებურებები და უპირატესობანი:

- ასეთი ინვესტირების მეშვეობით პორტფელში გაერთიანებულ ფასიან ქაღალდებს შეიძლება მიეცეს ინვესტიციური ხასიათი, რომელიც არ შეიძლება მიღწეული იქნას სახსრების დაბანდებით რომელიმე ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალდში;

  ფასიანი ქაღალდების პორტფელის გონივრული შერჩევა და მართვა განაპირობებს შემოსავლიანობისა და რისკის ოპტიმალურ შეხამებას ყოველი კონკრეტული ინვესტორისათვის;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მოითხოვს შედარებით დაბალ დანახარჯებს რეალურ აქტივებში ინვესტირებასთან შედარებით, ამიტომ არის ხელმისაწვდომი ინდივიდუალური ინვესტორების მნიშვნელოვნად დიდი რიცხვისათვის;

  ფასიანი ქაღალდების პორტფელი პრაქტიკაში უზრუნველყოფს საკმაოდ მაღალი შემოსავლების მიღებას დროის შედარებით მოკლე ინტერვალში;

  ინფორმაცია ფასიან ქაღალდებზე ფართოდ ხელმისაწვდომია, რაც განაპირობებს პორტფელური ინვესტირების განხორციელებას გამოუცდელი ინვესტორებისათვისაც კი;

  ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მკაცრად რეგულირდება სახელმწიფოს მიერ, რაც ამცირებს ფინანსურ აქტივებში ინვესტირების რისკს.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი შეიძლება დაიყოს რიგ ეტაპებად. ესენია:

1. საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება;
2. ფასიანი ქაღალდების ანალიზი;
3. საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება;
4. საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაცია;
5. საინვესტიციო აქტივობის შეფასება.

1) საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება გულისხმობს:

- ფულადი სახსრების ფასიანი ქაღალდებში დაბანდების მიზნის განსაზღვრას;
- მიზნებისა და ფინანსური შესაძლებლობების ურთიერთდამოკიდებულებას;
- პორტფელის რისკისა და შემოსავლიანობის ურთიერთდამოკიდებულებას.

2) ფასიანი ქაღალდების ანალიზი მიმართულია ისეთი ფასიანი ქაღალდების გამოვლენაზე, რომელთაც შეიძლება მოგეცეს კაპიტალის ზრდა. მაღალი შემოსავლების მომტანი ფასიანი ქაღალდების განსაზღვრისათვის გამოიყენება ფუნდამენტური ანალიზი.

ფუნდამენტური ანალიზი ემყარება იმ მოსაზრებას, რომ ფასიანი ქაღალდის კოტირებები ასახავს ეკონომიკის მდგომარეობას მთლიანად, ასევე დარგების და თვითონ ემიტენტის ფირმის მდგომარეობას. ამასთან დაკავშირებით აანალიზებენ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებს. ამის შემდეგ აუცილებელია დარგობრივი ანალიზის ჩატარება, რომლის მსვლელობაში გამოვლინდება ის დარგი, რომელმაც შეიძლება დააინტერესოს პოტენციური ინვესტორი. დარგობრივი ანალიზი შეიცავს ფირმის (საწარმოს) ანალიზით. ამისათვის შეისწავლება ფირმის ბალანსი, გაითვლება სხვადასხვა მაჩვენებლები, გადაბდისუნარიანობის, რენტაბელობის, ფინანსური მდგრადობის, ლიკვიდობის კოეფიციენტები.

სხვადასხვა კოეფიციენტის კვლევის ბაზაზე ვლინდება ძირითადი ტენდენციები და ამაზე დაყრდნობით ხდება ფირმის საქმიანობის შემდგომი განვითარების პროექტირება. მსგავსი ანალიზი შეიძლება გახდეს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების საფუძველი ფულადი სახსრების დასაბანდებლად რომელიმე ფირმის აქტივებში, რომელიც უფრო სტაბილური, საიმედო, პერსპექტიულია. ფუნდამენტური ანალიზი მოითხოვს სტატისტიკური მონაცემების დიდი მასის დამუშავებას.

ტექნიკური ანალიზი წარმოადგენს საფონდო ბაზრის დინამიკის კვლევის ერთ-ერთ მეთოდს. ფასების ცვლილების მიმართულების პროგნოზირების მიზნით. ტექნიკური ანალიზის ძირითადი მოსაზრებები არიან ტრენდერები. ტექნიკური ანალიტიკოსები აწარმოებენ ფასიანი ქაღალდების კურსების ცვლილების კვლევას, ეძებენ მათი ცვლილებების ტენდენციებსა და მიმართულებებს. ამის საფუძველზე იძლევიან მომავალში ფასების მოძრაობის პროგნოზს. ტექნიკური ანალიტიკოსები გულისხმობენ, რომ ყველაფერი, რაც ხდება საფონდო ბირჟაზე, ექვემდებარება ამა თუ იმ ტენდენციას. ტექნიკური ანალიტიკოსის ძირითადი მიზანია ამ ტენდენციების გამოვლენა მათი განვითარების ადრეულ სტადიაზე და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განხორციელება მოცემული ტენდენციის მიმართულების შესაბამისად.

როგორც ფუნდამენტური, ასევე ტექნიკური ანალიზი განიზნულია ბაზრის დინამიკის პროგნოზირებისათვის. ისინი გამოიყენება ერთი და იგივე პრობლემის გადასაჭრელად. კერძოდ, თუ რომელი მიმართულებით იმოძრაებენ ფასები საფონდო ბირჟაზე, რომელი ფასიანი ქაღალდებია უფრო მიმზიდველი საინვესტიციო გარიგებაში.

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა ფასდება კრიტიკული მაჩვენებლების ერთობლიობით. ეს უკანასკნელნი აელენენ ობიექტების გაპოსადეგობას ინვესტირებისადმი და ადარებენ მათ ალტერნატიულ ვარიანტებს. ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა დამოკიდებულია მათ სახეზე. ასე მაგალითად, აქციების საინვესტიციო ხარისხი ძირითადად დაკავშირებულია მათი საკუთარი ღირებულების შესაძლო ზრდასთან, დივიდენდების მიღებასთან და ქონებრივი

და არაკონებრიული უფლებების უზრუნველყოფასთან. ობლიგაციების საინვესტიციო მიმზიდველობა განპირობებულია მათი საიმედოობით, როგორც წესი, შემოსავალი ამ ფასიან ქაღალდებზე დაბალია აქციების შემოსავლებთან შედარებით, მაგრამ ეს შემოსავლები გაცილებით სტაბილურია. ოფციონების და ფიუჩერსების საინვესტიციო მიმზიდველობა განისაზღვრება ძალზე მაღალი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობით, ასევე ამ ინსტრუმენტების გამოყენებით რისკების ჰეჯირებაზე.

ძირითადად, ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობის განმსაზღვრელ კრიტერიუმებს შემდეგნაირად აჯგუფებენ:

- **დაბანდებების უსაფრთხოება** – მკვეთრი რყევებისაგან დაცულობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და შემოსავლის მიღების სტაბილურობა;
  დაბანდებების შემოსავლიანობა – დამოკიდებულება საკურსო ღირებულების ზრდაზე და დამატებით შემოსავლების მიღების შესაძლებლობებზე (დივიდენდებსა და კუპონური გადახდების სახით);
  ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობა — ფასიანი ქაღალდების სწრაფი რეალიზაციის შესაძლებლობა და მათი ფულად გადაქცევა ინვესტორისათვის არსებითი დანაკარგების გარეშე.

3) **პორტფელის ფორმირება** — ფასიანი ქაღალდების შეძენა.

4) **საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაცია.** — რამდენადაც საფონდო ბაზარი ერთობ დინამიურია, აქ მიმდინარე მოვლენები აისახება საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურაზე. ამიტომ ინვესტორისათვის აუცილებელია კორექტირება გაუკეთოს თავის პორტფელს, შეცვალოს მისი სტრუქტურა, რათა მიაღწიოს მაღალ შემოსავლიანობას და რისკის დაბალ დონეს.

5) **საინვესტიციო საქმიანობის შემოწმება.** — იმასთან დაკავშირებით, რომ ინვესტორის მიზანია კაპიტალის გადიდება, აუცილებელია დაბანდებების ეფექტიანობის შეფასება. არსებობს საინვესტიციო პორტფელის შეფასების მეთოდები, შემუშავებული ამ დარგის სპეციალისტების მიერ (მაგ. CAPM-ის თეორია).

24.2. საინვესტიციო პორტფელის კლასიფიკაცია

როგორც უკვე აღინიშნა, საინვესტიციო პორტფელი წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობას, რომელიც იმართება როგორც დამოუკიდებელი საინვესტიციო ობიექტი. საინვესტიციო პორტფელები შეიძლება კლასიფიცირებული იქნას მრავალი კრიტერიუმის მიხედვით. თუმცა ამ კლასიფიკაციის ძირითადი კრიტერიუმები შეიძლება იყოს:

- შემოსავლის წყარო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მიხედვით;
- ინვესტირების რისკი ფასიანი ქაღალდების პორტფელში.

შემოსავლის წყაროების მიხედვით პორტფელები იყოფა ორ სახეობად:

1. ზრდის პორტფელები;
2. შემოსავლის პორტფელები.

ზრდის პორტფელები ფალიბდება იმ ფასიანი ქაღალდებიდან (ძირითადად აქციების), რომელთა შემოსავლების ძირითადი წყაროა მათი საკურსო ღირებულება. ამ ტიპის პორტფელის მიზანია პორტფელის ღირებულების ზრდა. ზრდის პორტფელები, თავის მხრივ, იყოფიან რამდენიმე ტიპად:

- **მაღალი ზრდის პორტფელი** გამიზნულია კაპიტალის მაქსიმალურ ზრდაზე. პორტფელის შემადგენლობაში შედის სწრაფმზარდი კომპანიების აქციები. ინვესტიციები საკმაოდ რისკიანია, მაგრამ ამაჟე დროს შეუძლიათ მოიტანონ ყველაზე მაღალი შემოსავალი;
- **ზომიერი ზრდის პორტფელი** ნაკლებად რისკიანია. იგი ძირითადად შედგება კარგად ნაცნობი კომპანიების ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელიც ხასიათდება საკურსო ღირებულების არც თუ ისე მაღალი, მაგრამ მდგრადი ზრდის ტემპებით. პორტფელის შემადგენლობა სტაბილურია დროის ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში და გამიზნულია კაპიტალის შენარჩუნებაზე;

საშუალო ზრდის პორტფელი – რომელსაც ახასიათებს ზომიერი და მაღალი ზრდის პორტფელების თვისებები. ამასთან გარანტირებულია კაპიტალის საშუალო ზრდა და რისკის ზომიერი დონე. ითვლება ყველაზე გავრცელებულ პორტფელის მოდელად.

შემოსავლის პორტფელი ორიენტირებულია მაღალ მიმდინარე შემოსავლებზე და აერთიანებს ფასიან ქაღალდებს, რომელთა შემოსავლების ძირითადი წყაროა მიმდინარე გადახდები (პროცენტები ობლიგაციებზე და დივიდენდები აქციებზე). აქ უნდა ჩაერთოს აქციები, რომელთათვისაც დამახასიათებელია საკურსო ღირებულების ზომიერი ზრდა და მაღალი დივიდენდები, ობლიგაციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები. ამ პორტფელის შექმნის მიზანია გარკვეული დონის შემოსავლის მიღება, რომლის სიდიდე სასურველია შეესაბამებოდეს რისკის მინიმალურ დონეს. ამიტომ პორტფელური ინვესტირების ობიექტებად ამ შემთხვევაში გამოდის მაღალსაიმედო ფინანსური აქტივები. პორტფელის შემოსავლები ასევე შეიძლება დაიყოს რამდენიმე ტიპად:

- **მუდმივი შემოსავლის პორტფელი** – შედგება მაღალსაიმედო ფასიანი ქაღალდებისაგან და მოაქვს უშუალო შემოსავალი მინიმალური რისკის პირობებში;

  მაღალი შემოსავლის პორტფელი – მოიცავს მაღალშემოსავლიან ფასიან ქაღალდებს, რომელთაც მოაქვთ მაღალი შემოსავლები რისკის საშუალო დონის პირობებში.

საერთოდ, ინვესტორები მხარს უჭერენ შემოსავლის მიღების ორივე ხერხს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მახედვით და როგორც წესი, საფონდო ბაზარზე შესაძლო დანაკარგების თავიდან ასაცილებლად ქმნიან კომბინირებულ პორტფელს. დანაკარგები შეიძლება მიღებულ იქნას როგორც საკურსო ღირებულების დაცემიდან, ასევე დაბალი დივიდენდებიდან და საპროცენტო გადახდებიდან.

ფინანსური აქტივების ერთ ნაწილს მფლობელისათვის მოაქვს მისი კაპიტალის გადიდება საკურსო ღირებულების ზრდიდან, ხოლო მეორეს – მიღებული დივიდენდებიდან და პროცენტებიდან. კაპიტალის ზრდის დაცემა ერთი ნაწილის შემცირების გამო შეიძლება კომპენსირებული იქნას მეორე ნაწილის ზრდის ხარჯზე.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის კლასიფიკაცის სქემა (ნახ. 24.1.) ამგვარად შეიძლება ჩამოვაყალიბოთ:

ინვესტორის მიზნების მიხედვით განასხვავებენ შემდეგი სახის ფასიანი ქაღალდების პორტფელებს:

- **ერთმიზნიანი;**

დაბალანსებული მიზნების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების მიზნები შეიძლება იყოს შემდეგი: 1) შემოსავლის მიღება; 2) კაპიტალის ზრდის უზრუნველყოფა ფასიანი ქაღალდების კურსის ამაღლების საფუძველზე; 3) კაპიტალის შენარჩუნება. პორტფელებს სახესხვაობა, რომლებიც მიზნად ისახავენ კაპიტალის სრულ შენარჩუნებას, არის ფულის ბაზრის პორტფელი, რომლის შემადგენლობაში შედის ნაღდი ფული ანდა სწრაფად რეალიზებადი აქტივები.

შემადგენლობის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების პორტფელი შეიძლება იყოს:

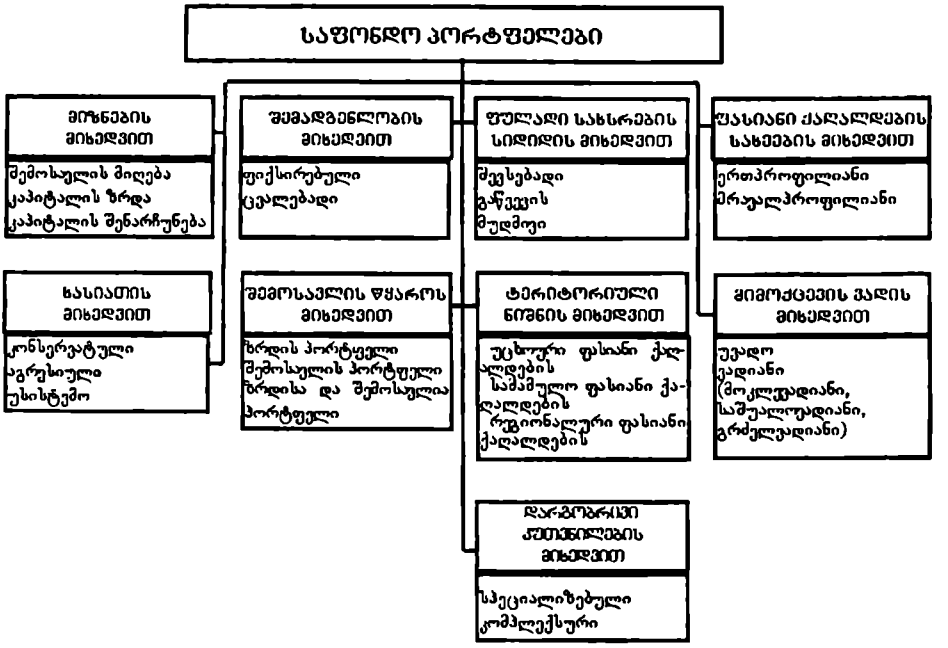
- **ფიქსირებული;**
- ცვალებადი.

ფიქსირებული პორტფელები ინარჩუნებენ თავის სტრუქტურას დადგენილი ვადის განმავლობაში, რომლის სანგრძლივობა განისაზღვრება მასში შემავალი ფასიანი ქაღალდების დაფარვის ვადით. ცვალებადი, ანუ მართვადი პორტფელებისათვის დამახასიათებელია ფასიანი ქაღალდების ცოცხალი სტრუქტურა, რომელიც გამუდმებით ახლდება მაქსიმალური ეკონომიკური ეფექტის მიღების მიზნით.

ფულადი სახსრების პირველადი სიდიდის ცვლილების შესაძლებლობის მიხედვით, რომლებიც ჩადებულია პორტფელში, გამოყოფენ ფასიანი ქაღლადების პორტფელის შემდეგ სახეებს:

- შევსებადი;
- გაწეეითი;
- მუდმივი.

შევსებადი პორტფელი შესაძლებელს ხდის გაადიდოს პორტფელის ფულადი გამოსატულება თავდაპირველთან შედარებით გარე წყაროების ხარჯზე, და არა თავდაპირველად დაბანდებული სახსრებიდან მიღებული შემოსავლების ხარჯზე. **განვეითი** პორტფელისათვის დასაშვებია ფულადი სახსრების ნაწილის ამოღების შესაძლებლობა, რომელიც თავდაპირველად ჩადებულია პორტფელში. **მუდმივ პორტფელში** თავდაპირველად დაბანდებული ფულადი სახსრების სიდიდე ნარჩუნდება პორტფელის არსებობის მთელი ვადის განმავლობაში.



ნახ. 24.1. ფასიანი ქაღალდების პორტფელების კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით განასხვავებენ ერთპროფილიან და მრავალპროფილიან პორტფელებს. ერთპროფილიანი პორტფელები მოიცავენ ერთი სახის ფასიან ქაღალდებს (ეთქვათ აქციები). მრავალპროფილიანი პორტფელები შედგება ფასიანი ქაღალდების რამდენიმე სახეობის, სექციისაგან, ჩეეულებრივი აქციებისაგან და პრეფაქციებისაგან, საობლიგაციო სექციებისაგან.

მოქმედების ვადის მიხედვით განასხვავებენ ვადიან (მოკლევადიან, საშუალოვადიან და გრძელვადიან) და უვადო პორტფელებს.

ინვესტორი აყალიბებს ვადიან პორტფელს არა უბრალოდ შემოსავლის მიღების მიზნით, არამედ მისი მიღებისათვის წინასწარ განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში. მოკლევადიანი პორტფელი ყალიბდება მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდებისაგან. უვადო პორტფელისათვის დროის შეზღუდვა არ წესდება. დროითი საზღვრების დადგენა ინვესტორს აიძულებს უპირატესობა მიანიჭოს ფასიანი ქაღალდების განსაზღვრულ სახეებს, რომლისთვისაც დამახასიათებელია დაფარვის (მომოქცევის) მოთხოვნილი ვადა.

ტერიტორიული ნიშნის მიხედვით განასხვავებენ:

- უცხოური ფასიანი ქაღალდების პორტფელები;
- სამამულო ფასიანი ქაღალდების პორტფელები;
- რეგიონალური პორტფელები.

უცხოური ფასიანი ქაღალდების პორტფელები, იზღუდება ან რომელიმე კონკრეტული ქვეყნით, (განსაზღვრული ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი), ანდა მოიცავს მთელ რეგიონებს (განეითარებადი ქვეყნები). შედგენილი (დივერსიფიცირებული) პორტფელები ტერიტორიული ნიშნის მიხედვით შესაძლებელს ხდიან შემცირდეს რისკის დონე ყოველ ცალკე აღებულ ქვეყანაში.

დარგობრივი კუთვნილების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების პორტფელები შეიძლება იყოს: სპეციალიზებული და კომპლექსური.

კომპლექსური პორტფელი შედგება სხვადასხვა დარგის საწარმოების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომლებიც ტექნოლოგიურად არიან ერთმანეთთან დაკავშირებული. სპეციალიზებული პორტფელები ყალიბდებიან რომელიმე ერთი დარგის ფასიანი ქაღალდებისაგან.

გამოყოფენ შემდეგი სახის პორტფელებს: კონვერტირებადი პორტფელები, რომლებიც შედგებიან კონვერტირებადი და პრივილეგირებული აქციებისაგან და ობლიგაციებისაგან; პორტფელები, რომლებიც შედგება სახელმწიფო სტრუქტურების ფასიანი ქაღალდებისაგან. ისინი ყალიბდებიან სახელმწიფო და მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდებისაგან და ვალდებულებებისაგან. ფასიანი ქაღალდების პორტფელები, რომლებიც განთავისუფლებულები არიან გადასახადებისაგან, ასეთი პორტფელები ყალიბდებიან სახელმწიფო სავალო ვალდებულებებისაგან; საინდექსო პორტფელები, რომელთა მოგება საფონდო ბაზრის კომპანიების აქციების საერთო ზრდის ტოლია.

ხასიათის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების პორტფელი იყოფა:

- კონსერვატიული;
- აგრესიული;
- უნისტემო.

კონსერვატიული (გაწონასწორებული) — ეს არის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი, რომელიც შედგება კარგად ნაცნობი ფასიანი ქაღალდებისაგან ზუსტად განსაზღვრული დადებითი მახასიათებლებით და რისკის უმცირესი დონით. ისინი იძლევიან დაბანდებული სახსრების უკან დაბრუნების გარანტიას, თუმცა მოაქვთ მცირე შემოსავალი. მათი მიზანია კაპიტალის შენარჩუნება. **აგრესიული** ეს არის პორტფელი, რომელიც ყალიბდება შედარებით რისკიანი, თუმცა ყველაზე შემოსაელიანი ფასიანი ქაღალდებისაგან. ამ შემთხვევაში ინვესტირების მიზანია-შემოსაელის მიღება. **უნისტემო** პორტფელი ყალიბდება შემთხვევით, ყოველგვარი სისტემის გარეშე.

შემოსაელის წყაროების მიხედვით განასხვავებენ პორტფელის შემდეგ სახეებს: ზრდის პორტფელი, შემოსაელის პორტფელი, შემოსაელის და ზრდის პორტფელი.[1]

ზრდის პორტფელი ყალიბდება კომპანიების აქციებისაგან, რომელთა საკურსო ღირებულება იზრდება. საკურსო ღირებულების ზრდის ტემპის მიხედვით გამოყოფენ პორტფელების შემდეგ ტიპებს:

- **აგრესიული ზრდის პორტფელები,** რომელთა შემადგენლობაში შედის ახალგაზრდა, სწრაფადმზარდი კომპანიების აქციები, იგი მიმართულია კაპიტალის მაქსიმალური ზრდისაკენ. ინვესტიციები ასეთი ტიპის პორტფელში არის საკმაოდ რისკიანი, მაგრამ ამავე დროს შეუძლიათ მოიტანონ ყველაზე მაღალი შემოსაელი.

  კონსერვატიული ზრდის პორტფელი შედგება მსხვილი, კარგად ნაცნობი კომპანიების ფასიანი ქაღალდებისაგან. მათთვის დამახასიათებელია საკურსო ღირებულების არც თუ ისე მაღალი, მაგრამ მყარი ზრდის ტემპები. ასეთი პორტფელი გამიზნულია კაპიტალის შენარჩუნებაზე.
- **საშუალო ზრდის პორტფელი** საშუალო ფასიან ქაღალდებთან ერთად მოიცავს რისკიან ფა-

[1] Есипов В.Е., Маховикова Г. А. Ценообразование на финансовом рынке. СПБ.: Питер, 2001. გვ. 22.

სიან ქაღალდებს. მოცემული პორტფელი უზრუნველყოფს კაპიტალის საშუალო ზრდას და დაბანდებების რისკის ზომიერ დონეს.

- **შემოსავლის პორტფელი** ყალიბდება აქციებისაგან, რომელთათვის დამახასიათებელია საკურსო ღირებულების ზომიერი ზრდა და მაღალი დივიდენდები. პორტფელების ეს ჯგუფი ორიენტირებულია მაღალი მიმდინარე შემოსავლის მიღებაზე (საპროცენტო და დივიდენდური გადახდები) და მოიცავს პორტფელის შემდეგ სახეებს:
  რეგულარული შემოსავლის პორტფელები, რომლებიც ყალიბდებიან მაღალსაიმედო ფასიანი ქაღალდებისაგან და მოაქვთ საშუალო შემოსავალი რისკის მინიმალური დონის პირობებში;
  შემოსავლიანი ქაღალდების პორტფელი ყალიბდება კორპორაციების მაღალშემოსავლიანი ობლიგაციებისაგან და ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელთაც მოაქვთ მაღალი შემოსავალი რისკის საშუალო დონის პირობებში.

რისკისა და შემოსავლის პორტფელი ყალიბდება საფონდო ბაზარზე შესაძლო დანაკარგების თაეიდან ასაცილებლად. მიიღება როგორც საკურსო ღირებულების დაცემისაგან, ასევე დაბალი დივიდენდებისაგან და საპროცენტო გადახდებისაგან. ასეთი პორტფელი ყალიბდება ორი ნაწილისაგან. პირველი ნაწილი შედგება ფიქსირებული შემოსავლების მქონე ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომლებიც უზრუნველყოფენ გარანტირებულ მოგებას, მეორე ნაწილი – სპეკულაციური ინსტრუმენტებისაგან, რომელიც შეადგენს პორტფელს რისკიან, მაგრამ პოტენციურად უფრო შემოსავლიან ნაწილს. პორტფელის შემადგენლობაში შემავალი ფინანსური აქტივების ერთ ნაწილს მფლობელისათვის მოაქვს ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების ზრდა. ხოლო მეორე ნაწილს შემოსავალი. ამ პორტფელის უპირატესობაა ის, რომ ერთ ნაწილში მიღებული დანაკარგი შეიძლება კომპენსირებული იქნას მეორე ნაწილის ზრდით. ინვესტირების მოცემული ვარიანტის ერთ-ერთი ძირითადი ღირსებაა ის, რომ ინვესტირების ხანგრძლივ პერიოდში შეზარდი რისკის ქვეშ „მოუშაყე" სახსრები „საბანკოსთან" შედარებით მოიტანს გაცილებით მეტ შემოსავალს.

პორტფელების ამ ჯგუფს მიეკუთვნება:

- **ორმაგი დანიშნულების პორტფელი** – მოიცავს ფასიან ქაღალდებს, რომელსაც მისი მფლობელისათვის მოაქვს მაღალი შემოსავალი დაბანდებული კაპიტალის ზრდის ფონზე. ასეთ პორტფელში ჩართულია ორმაგი დანიშნულების საინვესტიციო ფონდების ფასიანი ქაღალდები. ისინი უშეებენ ორი ტიპის ფასიან ქაღალდებს: რომელთაც მოაქვთ მაღალი შემოსავალი, უზრუნველყოფენ კაპიტალის ზრდას;
- **დაბალანსებული პორტფელი** გულისხმობს როგორც შემოსავლების, ასევე რისკების დაბალანსებულობას. იგი შედგება სწრაფად მზარდი საკურსო ღირებულებისა და მაღალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდებისაგან (პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი აქციებისაგან და ასევე ობლიგაციებისაგან).

24.3. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება – ეს არის პორტფელის განსაზღვრული სტრუქტურის შექმნის პროცესი, ე.ი. სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების კომბინაციის შედგენა განსაზღვრული მიზნით.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბების ძირითადი პრინციპებია: 1) შემოსავლიანობა; 2) კაპიტალის ზრდა; 2) უსაფრთხოება; 4) ლიკვიდობა.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი შედგება შემდეგი ეტაპებისაგან:

1) პორტფელის შექმნის მიზეზების და ინვესტორების პრიორიტეტების განსაზღვრა. პირველი ეტაპი მოიცავს:

- პორტფელის ტიპის შერჩევა და მისი ხასიათის განსაზღვრა;
- პორტფელური საინვესტიციო რისკის დონის შეფასება;
- მისაღები მოგების შეფასება;
- ინვესტორისათვის მისაღები მოგებისაგან დასაშვები გადახრის შეფასება და ა.შ.

2. პორტფელის შექმნა, პორტფელის მართვის ტაქტიკის შერჩევა. მეორე ეტაპი მოიცავს:

- პორტფელის სტრუქტურის შედგენირება;
- პორტფელის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია.

3) იმ ფაქტორების მუდმივი შესწავლა და ანალიზი, რომელთაც შეუძლიათ პორტფელის სტრუქტურის შეცვლა (მონიტორინგი).

4) პორტფელის შეფასება, ანუ პორტფელის შემოსავლისა და რისკის შეფასება და ამ მაჩვენებლების შედარება ფასიანი ქაღალდების მიღები ბაზრის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან.

პორტფელის ფორმირების პროცესს ყველა ეტაპი ერთმანეთთან მჭიდრო კავშირშია.

როგორც უკვე აღინიშნა, ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების მიზნები შეიძლება იყოს: 1) შემოსავლის მიღება (მაგ.: პროცენტებისა და დივიდენდების რეგულარული მიღება); 2) კაპიტალის შენარჩუნება; 3) კაპიტალის ზრდის უზრუნველყოფა ფასიანი ქაღალდების კურსის ამაღლების საფუძველზე. ინვესტორმა შეიძლება აირჩიოს რომელიმე ერთი მიზანი ანდა რამდენიმე მიზანი ერთდროულად. ამასთან დაკავშირებით იგი აყალიბებს ფასიანი ქაღალდების ერთმიზნიან პორტფელს ანდა მიზნების მიხედვით დაბალანსებულ პორტფელს.

აპრეციაციური ინვესტორების კლასიფიკაცია

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედგენილობა დამოკიდებულია არა მარტო ინვესტორების მიზნებზე, არამედ მათ ხასიათზე. მსოფლიო პრაქტიკაში გათვალისწინებულია პოტენციური ინვესტორების ტიპების შემდეგი კლასიფიკაცია: 1) კონსერვატული, 2) ზომიერად აგრესიული, 3) აგრესიული, 4) გამოცდილი, 5) გაწაფული (ნახ. 24.2.).

ინვესტორის ტიპები	ინვესტორების მიზნები
კონსერვატიული	დაბანდების უსაფრთხოება
ზომიერად აგრესიული	დაბანდებების უსაფრთხოება + შემოსავლიანობა
აგრესიული	შემოსავლიანობა+დაბანდებების ზრდა
გამოცდილი	შემოსავლიანობა +დაბანდებების ზრდა + ლიკვიდობა
გაწაფული	მაქსიმალური შემოსავლიანობა

ნახ. 24.2. ინვესტორების ძირითადი ტიპები

კონსერვატიული ინვესტორების მიზანია დაბანდებების უსაფრთხოება. ზომიერად აგრესიული ინვესტორები ცდილობენ არა მარტო შეინარჩუნონ დაბანდებული კაპიტალი, არამედ მიიღონ მისგან თუნდაც მცირე შემოსავალი. **აგრესიული ინვესტორები** არ კმაყოფილდებიან პროცენტებით დაბანდებული სახსრებიდან, არამედ ცდილობენ მიაღწიონ კაპიტალის გაზრდას. გამოცდილი ინვესტორები ცდილობენ მიაღწიონ მოგების მიღებასაც და კაპიტალის გაზრდასაც და ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობასაც. ე.ი. აუცილებლობის შემთხვევაში მათ სწრაფ რეალიზაციას ბაზარზე. გამოცდილი და გაწაფული ინვესტორების მიზანია მაქსიმალური შემოსავლების მიღება.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელი შეიძლება ორიენტირებული იყოს საიმედოობაზე (კონსერვატიული) ანდა შემოსავლიანობაზე (აგრესიული). პორტფელში უნდა შედიოდეს სხვადასხვა ემიტენტების როგორც საიმედო, მაგრამ საკლებ შემოსავლიანი, ასევე რისკიანი, მაგრამ უფრო მოგებიანი ფასიანი ქაღალდები.

ინვესტორების მიერ ფასიანი ქაღალდების შერჩევა ხორციელდება ჩვენს მიერ წინა თავში განხილული მეთოდებით. პირველ რიგში ისინი აანალიზებენ იმ დარგის პერსპექტივებს, რომელშიც მუშაობს კომპანია, რომელთა აქციებმა გამოიწვიეს დაინტერესება. შემდეგ ირკვევა ამ კომპანიის მდგომარეობა ბაზარზე, რის შემდეგაც ანალიზდება მისი აქციების ფასი. ირკვევა, თუ რამდენად მაღალია მისი აქციების ფასი ამ დარგის სხვა საწარმოს აქციების ფასთან შედარებით, საწარმოებიდან რომელს აქვს უკეთესი საბაზრო პერსპექტივები. დგინდება თანაფარდობა აქციების ფასსა და მათზე გადახდილ დივიდენდებს შორის; განისაზღვრება აქციებში დაბანდებული თანხა რამდენი წლის შემდეგ დაუბრუნდება უკან ინვესტორს (რაც უფრო ჩქარა დაბრუნდება ეს თანხა, მით უკეთესი) და ყოველივე აღნიშნულის შემდეგ ინვესტორები იღებენ გადაწყვეტილებას იყიდონ თუ არა ესა თუ ის ფასიანი ქაღალდი.

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო პორტფელის შერჩევის სტრატეგია

ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო პორტფელის შერჩევა ხდება პირველ რიგში სწორად შემუშავებული სტრატეგიის საფუძველზე, რომლის მიხედვითაც აუცილებელია:

- შეირჩეს კომპანიები კარგი ფუნდამენტური მაჩვენებლებით. ე.ი. მზარდი მოგებით, დივიდენდებით, გაყიდვების მოცულობით;
  ბაზრის დაცემის დალოდება;
  აქციების ყიდვა და „სტოპ-ბრძანებების" გაცემა;
  მუდმივად გაკონტროლდეს შერჩეული კომპანიების ფინანსური კვარტალური ანგარიშები და თვალყური მიედევნოს აქციების ქცევას ტექნიკური ანალიზის მეშვეობით;
  რომელიმე კომპანიის არახელსაყრელი ფინანსური მდგომარეობის აღმოჩენის შემთხვევაში გაიყიდოს მისი აქციები და დაფიქსირდეს ახალი აქციების ყიდვისადმი მზადყოფნა.

ინვესტირების სტრატეგიის შერჩევისას საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურას განმსაზღვრელ ფაქტორებს წარმოადგენენ რისკი და ინვესტიციების შემოსავლიანობა. ფასიანი ქაღალდების შერჩევის ფაქტორებად, რომლებიც განსაზღვრავენ ინვესტიციების შემოსავლიანობას, არის წარმოების რენტაბელობა და გაყიდვების მოცულობის ზრდის პერსპექტივები. მაღალ-რენტაბელური ბიზნესი უზრუნველყოფს გამოსყიდვის მცირე პერიოდს და ქმნის წინაპირობებს მოგების რეინვესტირებისათვის წარმოების განვითარებაში. ინვესტორებს სულ აინტერესებთ მაჩვენებლები, რომლებიც გავლენას ახდენენ საწარმოს კაპიტალის შემოსავლიანობაზე, აქციების კურსსა და დივიდენდების დონეზე. შემოსავლიანობის დონეზე დამოკიდებულია აქციებზე დივიდენდების დონე. საწარმოს საინვესტიციო პოტენციალის შეფასებისათვის მნიშვნელობა აქვს რომელი ფაქტორების ხარჯზე იზრდება ანდა ეცემა კაპიტალის რენტაბელობა: ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს უმეტეს წილად დივიდენდების დონეზე მეტად აინტერესებს აქციების კურსი. აქციების კურსი დამოკიდებულია სააქციო საზოგადოების მთელ რიგ ფინანსურ მაჩვენებლებზე (არა მარტო ერთ აქციაზე წმინდა მოგების (დივიდენდების) დონე). ზოგჯერ აქციებზე დივიდენდების დაბალი დონე დაკავშირებულია იმის აუცილებლობასთან, რომ მოგება გამოყენებული იქნას წარმოების განვითარებისათვის. ეს შეიძლება იმას ნიშნავდეს, რომ მომდევნო პერიოდებში დივიდენდები საკმაოდ მაღალი იქნება. ყველა ეს ფაქტორი გათვალისწინებული უნდა იქნას ფასიან ქაღალდებში დაბანდებული ინვესტიციების პოტენციალის შეფასებისათვის.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბება შეიძლება განხორციელდეს რიგი მეთოდებისა და თეორიების დახმარებით, ფასიანი ქაღალდების შერჩევა შეიძლება რეალიზებული იქნას როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზის საფუძველზე, ასევე „ალალბედზე სიარულის" თეორიის საფუძველზე.

ფასიანი ქაღალდების და კომპანიის რეიტინგი გაელენას ახდენს ფასიანი ქაღალდების პორტფულის ფორმირებაზე. ინვესტირებისათვის კომპანიის შერჩევა შეიძლება განსხვავდეს საფონდო ინდექსების საფუძველზე. კომპანიებისათვის ინდექსში მოხვედრა ადვილი არ არის და ძალზე პრესტიჟულია, როცა აძლევენ გარკვეულ გარანტიას ინვესტირების უსაფრთხოების თვალსაზრისით. ინდექსში შეიძლება შედიოდეს ეკონომიკის სხვადასხვა დარგის კომპანიათა დიდი რიცხვი, რაც შესაძლებელს ხდის შეირჩეს საჭირო კომპანია. არჩევა იწყება იმ კომპანიების ანალიზით, რომელთაც ბოლო წლებში გაეზარდათ დივიდენდური გადახდები. მაღალი დივიდენდები ნიშნავს კომპანიისათვის იმას, რომ მოგების ნაწილი მისცეს თავიანთ ინვესტორებს.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედგენის ჰ.მ. პიგინსის და გარდნერის მეთოდი

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედგენის უფრო მარტივი ხერხია მაიკლ ო. პიგინსის და გარდნერის მეთოდი. ეს მეთოდი გამოიყენება საინვესტიციო რისკის შესამცირებლად, საშუალებას იძლევა შეირჩეს კომპანიები მოკლე დროში და არ მოითხოვოს ეკონომიკური მაჩვენებელთა დიდი რიცხვის ანალიზი. მეთოდის არსი მდგომარეობს ერთდროულად რამდენიმე კომპანიის შერჩევაში, რომლებიც ელინდებიან შემდეგი სქემის მიხედვით:

1. შეირჩეს ათი კომპანია, რომლებიც იხდიან მაქსიმალურ დივიდენდებს %-ში აქციების მიმდინარე ფასებთან მიმართებაში. კომპანიების ჩამონათვალი შეირჩევა დოუ-ჯონსის სამრეწველო ინდექსიდან. ამ კომპანიებისათვის დამახასიათებელია მაღალი დივიდენდების გადახდა ძალზე დიდი ხნის განმავლობაში. ფასები მათ აქციებზე მართალია ექვემდებარება ბაზრის რყევას, მაგრამ იზრდება წლიდან წლამდე;
2. ამ ჯგუფიდან დარჩეს ხუთი კომპანია აქციების მცირე ფასით;
3. შერჩეული ხუთიდან გამოაკლდეს ერთი მინიმალური აქციების ფასით, დარჩება ოთხი კომპანია;
4. დაიყოს საინვესტიციო კაპიტალი ხუთ ტოლ ნაწილად;
5. კაპიტალს 2/5 დაბანდდეს ყველაზე იაფი აქციების მქონე კომპანიაში;
6. დარჩენილი 3/5 კაპიტალი თანაბრად გაიყოს დანარჩენ სამ კომპანიას შორის შერჩეული სიიდან;
7. გაითვალოს იმ კომპანიის აქციების რაოდენობა, რომელიც შეესაბამება მათზე გამოყოფილ ფულად სახსრებს და შესყიდული იქნას ეს აქციები.

ასეთი წესით ყალიბდება საინვესტიციო პორტფელი, რომელიც არ არის სასურველი შეცვალოს მთელი წლის განმავლობაში. ერთი წლის შემდეგ პორტფელის წინა სქემის გამოუენებით შეიძლება გადაისინჯოს. თუ კი ახალი სია არ შესაბამება ძველს, მაშინ უნდა მოინახოს მისი შეძცველი და შემდეგ ყოველწლიურად განმეორდეს ეს პროცედურა. მაგრამ ინვესტორი ძალზე ფრთხილად უნდა იყოს. გამორიცხული არაა, რომ მომავალ წელს კომპანიის შერჩევისას მან პიიღოს უფრო მცირე მოგება საბაზრო ინდექსის ზრდასთან შედარებით.

მოცემული მეთოდის არსი ყველაზე მარტივი და ეფექტიანია ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირებისას. მართალია, იგი არ ითვალისწინებს კომპანიის ამა თუ იმ დარგისადმი კუთვნილებას, მაგრამ ეს ხელს უწყობს საინვესტიციო პორტფელის მრავალფეროვნებას.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედუშაევის დ. ერიაშვილის და ნ. კაშენევის მეთოდი

ზემოთ აღნიშნული მეთოდის ანალოგს წარმოადგენს ნ. დ. ერიაშვილისა და ნ.გ. კაშენევის მეთოდი, რომლის დროსაც დოუ-ჯონსის ინდექსის ნაცვლად გამოიყენება ინდექსი „ЮНИТИ" ის მოიცავს სამრეწველო კომპანიებს, საწარმოებს, ფირმებს, რომელთა აქციები წარმოდგენილია რუსეთის საფონდო ბაზარზე. არჩევანი ხორციელდება არა 10, არამედ 11 კომპანიიდან. ტოვებენ არა 4-ს, არამედ 5 კომპანიას. კაპიტალი იყოფა 5 ნაწილად. 2/3 მიდის და ბანდდება ყველაზე იაფი აქციების მქონე კომპანიაში. დარჩენილ 3/5 კაპიტალს თანაბრად ინაწილებენ სიის ოთხი (და არა სამი) კომპანია. ითვლიან კომპანიის იმ აქციების რიცხვს (რაოდენობას), რომელიც შეესაბამება მასზე გამოყოფილ ფულს და ყიდულობენ ამ აქციებს. შექმნილ პორტფელს არ ეხებიან პირველი 6 თვის განმავლობაში.

ნახეყარი წლის შემდეგ შეიძლება გადაისინჯოს პორტფელი ადრინდელი მეთოდიკის გამოყენებით. თუ კი ახალი სია არ შეესაბამება ძველს, მაშინ საჭიროა აუცილებელი ცვლილებების შეტანა და შემდეგ განმეორდეს ეს პროცედურა.

ზითითებული მეთოდების გარდა არსებობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების სხვა მეთოდები. ღღინდ ნებისმიერი მეთოდი, რომელიც კარგად მუშაობდა წარსულში, შეიძლება უსარგებლო გამოდგეს ეხლანდელ პირობებში. ამიტომ ინვესტორი ძალზე ყურადღებით უნდა იყოს და სერიოზულად მოეკიდოს პორტფელის ფორმირებას, რათა არ დაკარგოს ის, რაც აქვს.

ინვესტორისათვის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირებისას ძირითადი ამოცანა არის ოპტიმალური თანაფარდობის დამყარება რისკს, შემოსავალსა და ლიკვიდობას შორის, რაც შესაძლებელს გახდიდა პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის შერჩევას. ამ ამოხსნის ეშახურება სხვადასხვა ძიდელები.

ფასების გამოთანაბრების ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბებისას ანალიტიკოსებს შეუძლიათ გამოიყენონ **ფასების გამოთანაბრების მოდელი ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი.** მოცემულ მოდელში აქციების მოსალოდნელი შემოსავალი მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. პრაქტიკაში ძალზე რთულია ამხსნას, კონკრეტულად რომელი ფაქტორის ჩართვაა საჭირო მოდელში. ღღეისათვის ასეთი ფაქტორების რანგში იყენებენ შემდეგ მაჩვენებლებს: სამრეწველო წარმოების განვითარება, საბანკო პროცენტების დონეთა ცვლილება, ინფლაცია, კონკრეტული საწარმოს გადახდისუუნარობის რისკი და ა.შ.

საარბიტრაჟო სტრატეგიის გამოყენებისას შეიძლება თავიდან იქნას აცილებული ნაღდი ფულის ბაზრებზე და ნაღდი ფულის ბაზრებსა და ფიუჩერსულ ბაზრებს შორის უთანაბრობა.

საერთოდ, საინვესტიციო პორტფელის ნებისმიერი მოდელი არის ღია და შეიძლება შეიცვალოს და კორექტირება გაუკეთდეს ფასიან ქაღალდებზე პირობების შეცვლისას. ჩვენს მიერ განხილული საინვესტიციო პორტფელების მოდელები შესაძლებელს ხდიან მიღებული იქნას ანალიტიკური მასალა, იგი აუცილებელია ოპტიმალური გადაწყვეტილებების მისაღებად, რაც განაპირობებს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობას.

პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრის შემდეგ ინვესტორს შეუძლია იგი დიდხანს შეინარჩუნოს, თუ კი თვითონ ფასიანი ქაღალდების პაზარი შეინარჩუნებს საერთო დინამიკას და შიდა პროპორციებს. ამასთან ერთად, საბაზრო სიტუაციებში მკვეთრი ცვლილებებისას ანდა არჩეული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასა და კურსებში მოსალოდნელი ძვრების შემთხვევაში ინვესტორს შეუძლია სწრაფად მოახდინოს თავისი პორტფელის კორექტირება სხვადასხვა მეთოდებისა და მიდგომების მეშვეობით. ამ უკანასკნელების ძირითადი მიზანია მასში შემავალი ფასიანი ქაღალდების ნაკრების განკარგვა ისეთნაირად, რომ მათ არა თუ დაკარგონ თავიანთი ღირებულება, არამედ მოიტანონ ინფლაციის დონისაგან დამოუკიდებელი სტაბილური შემოსავალი.

24.4. პორტფელის და პორტფელური რისკების მართვის მეთოდები

პორტფელის მართვა

იმისათვის, რომ საინვესტიციო პორტფელმა მოიტანოს საჭირო შემოსავლიანობა, იგი სწორად უნდა იმართოს. საინვესტიციო პორტფელის ქართვა მოიზარება როგორც მეთოდების ერთობლიობა, რომლებიც უზრუნველყოფენ:

- თავდაპირველად დაბანდებული სახსრების შენარჩუნება;
- შემოსავლიანობის მაქსიმალურად შესაძლო დონის მიღწევა;
- რისკის დონის შემცირება;

ჩვეულებრივ გამოყოფენ პორტფელის მართვის ორ ხერხს: აქტიური და პასიური მართვა.

აქტიური მართვა — დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების მუდმივ გადახალისებასთან, შედარებით ეფექტიანი ფასიანი ქაღალდების შეძენასთან, დაბალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდებისაგან მაქსიმალურად სწრაფად და მოკლე დროში განთავისუფლებასთან. მართვის ასეთი სახე გულისხმობს საინვესტიციო პორტფელის შედგენილობის საკმაოდ სწრაფ ცვლილებას. ამასთან, ფართოდ გამოიყენება მონიტორინგი, რომელიც საშუალებას იძლევა სწრაფი რეაგირება განხორციელდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოკლევადიან ცვლილებებზე და ჟღერს მიმზიდველ ფასიან ქაღალდებს ინვესტირებისათვის. **მონიტორინგი ესაა აქციების კურსებზე დაკვირვების უწყვეტი პროცესი, მიმდინარე სიტუაციის ანალიზი და მომავალი კოტირებების პროგნოზირება.**

აქტიური მართვის მონიტორინგი გულისხმობს:

- ფასიანი ქაღალდების შერჩევას (მაღალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და დაბალშემოსავლიანი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა);
  ახალი პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის განსაზღვრას ფასიანი ქაღალდების რიტატიის გათვალისწინებით;
- ადრე ფორმირებული და ფორმირებადი პორტფელების ეფექტიანობის შედარებას;
- პორტფელის რესტრუქტურიზაციას, მისი შედგენილობის განახლებას.

აქტიური მართვა დამახასიათებელია გამოცდილი ინვესტორებისათვის. მაღალი კვალიფიკაციის საინვესტიციო მენეჯერებისათვის: იგი მოითხოვს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კარგ ცოდნას, ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებებს სწრაფი ორიენტაციის უნარს.

პასიური მართვა – ესაა საინვესტიციო პორტფელის ისეთი მართვა, რომელიც განაპირობებს დივერსიფიცირებული პორტფელის ფორმირებას და მის შენარჩუნებას ხანგრძლივი დროის განმავლობაში. პასიური მართვის მონიტორინგი გულისხმობს:

- შემოსავლიანობის მინიმალური დონის განსაზღვრას;
  ფასიანი ქაღალდების შერჩევისა და კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელის ფორმირებას;
  ოპტიმალური პორტფელის ფორმირებას;
- პორტფელის განახლებას მინიმალურ დონეზე დაბლა მისი შემოსავლიანობის შემცირების ფონზე.

როგორც უკვე აღინიშნა, ინვესტორების მთავარი მიზანი არის დაპანდებული სახსრების შენარჩუნება და ზრდა დასაშვები რისკის პირობებში. პირდაპირი დამოკიდებულება ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასა და რისკს შორის სხვადასხვა მათემატიკური და სტატისტიკური მეთოდების გამოყენებას განაპირობებს დაბანდებული კაპიტალის ეფექტიანობის ამაღლებისათვის.

პორტფელიდან სასურველი შედეგის მისაღებად დიდი მნიშვნელობა აქვს პორტფელის მართვას. ჯერ განვიხილოთ აქციების პორტფელის მართვის მოდელები. თანამედროვე პორტფელური თეორიები აღმოცენდნენ XX საუკუნის შუა ხანებში, როცა რიგი ეკონომისტების ძალისხმევით (გ. მარკოვიცი, უ. შარპი, ჯ. ტობინი, რ. როსი და სხვები) საფუძველი ჩაეყარა ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვას მეცნიერებას.

აქციების პორტფელებიდან შედარებით გაურცელება ჰპოვეს გ. მარკოვიცის და უ. შარპის მოდელირებებმა, რომელთა განხილვას მიეძღვნება მომდევნო თავი.

პორტფელური რისკების მართვის მეთოდები

მიღებული ინფორმაცია პორტფელის მდგომარეობის შესახებ ინვესტირების სხვადასხვა ეტაპზე სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინებით შესაძლებელს ხდის უწყვეტად იმართოს პორტფელის სტრუქტურა გადაწყვეტილებების მიღების ყველა ეტაპზე.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვის ქვეშ მოიაზრება სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების ერთიანობასთან მიმართებაში განსაზღვრული მეთოდებისა და ტექნიკური შესაძლებლობების

გამოყენება, რომლებიც განაპირობებენ: თავდაპირველად დაბანდებული (ინვესტირებული) სახსრების შენარჩუნებას, შემოსავლის მაქსიმალური დონის მიღწევას, პორტფელის საინვესტიციო მიმართულებების უზრუნველყოფას.

პორტფელის მართვა ძირითადად ფასიან ქაღალდებთან მუდმივი ოპერაციების ჩატარებას პორტფელის ხარისხის შესანარჩუნებლად და მისი მიმდინარე ღირებულების ზრდის უზრუნველსაყოფად. იმისათვის, რომ უზრუნველყოფილი იქნას ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სიმყარე, ინვესტორები ზღუდავენ დაბანდებების სიდიდეს ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალდებში და ამით აღწევენ რისკის ხარისხის შემცირებას, ახორციელებენ დარგობრივ დივერსიფიკაციას.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვისადმი ორი მიდგომა: ტრადიციული და თანამედროვე. **ტრადიციული** მიდგომა ემყარება ფუნდამენტალურ და ტექნიკურ ანალიზს. იგი აქცენტს აკეთებს ფასიანი ქაღალდების ფართო დივერსიფიკაციაზე დარგების მიხედვით. ძირითადად გამოიყენება ცნობილი კომპანიების ქაღალდები, რომელთაც აქვთ კარგი საწარმოო და ფინანსური კარგი მაჩვენებლები, ამავე დროს გაითვალისწინება მათი შედარებით მაღალი ლიკვიდობა, დიდი ოდენობის ფასიანი ქაღალდებას შესყიდვის და გაყიდვისა და საკომისიო გადასახადების დაზოგვის შესაძლებლობა.

ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის მართვის თანამედროვე თეორია ემყარება პორტფელში ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის სტატისტიკური და მათემატიკური მეთოდების გამოყენებას.

პორტფელის მართვის ძირითადი პარამეტრები

პორტფელის მართვისას ძირითადი პარამეტრებია მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და რისკი. პორტფელის ჩამოყალიბების პროცესში შეუძლებელია ზუსტად განისაზღვროს მისი შემოსავლიანობისა და რისკის სამომავლო დინამიკა. ამიტომაც პორტფელის შერჩევა ემყარება შემოსავლიანობისა და რისკის მოსალოდნელ სიდიდეებს.

პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა წარმოადგენს იმ ცალკეული ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელ შემოსავლიანობათა მაჩვენებლების საშუალო შეწონილს, რომლებიც შედიან პორტფელის შემადგენლობაში;

$$\overline{K}_P = \sum_{i=1}^{n} x_i \overline{k}_i \qquad (24.1.)$$

სადაც $\overline{K}_P$ — პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; X_i —პორტფელის წილი, რომელიც ინვესტირებულია i–ურ აქტივში. K_i – i–ური აქტივის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; n — აქტივების რაოდენობა პორტფელში.

საშუალო მოსალოდნელი მნიშვნელობა ზომავს შედეგს, რომელსაც ინვესტორი მოელის მიიღოს საშუალოდ. ინვესტორის რისკი იმაში მდგომარეობს, რომ მან შეიძლება მიიღოს მოსალოდნელზე მაღალი ანდა დაბალი შემოსავლიანობა. პრაქტიკაში რისკის საზომად მიღებულია შემდეგი მაჩვენებლები: დისპერსია და საშუალო კვადრატული გადახრა.

დისპერსია (σ^2) წარმოადგენს საშუალო მოსალოდნელიდან შესაძლო შედეგების გადახრათა კვადრატებიდან საშუალო შეწონილს და განისაზღვრება ფორმულით:

$$\sigma^2 = \frac{\sum (k_i - \bar{k})^2}{(n-1)} \qquad (24.2.)$$

სადაც, σ^2 — აქტივის შემოსავლიანობის დისპერსია, n — დაკვირვებების პერიოდების რაოდენობა; k — აქტივის საშუალო შემოსავლიანობა.

ინვესტორის რისკის შეფასებისათვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას დისპერსიის მეორე ფორმულა. გათვალისწინებული უნდა იქნას ის ფაქტი, რომ ინვესტორის რისკი ხასიათდება მინიმალური და მაქსიმალური შემოსავლების საკუთარი სიდიდის შეფასებით. ამასთან, რაც უფრო დიდია სხვაობა ამ სიდიდეებს შორის მათი ტოლი ალბათობის შემთხვევაში, მით მეტია რისკის ხარისხი. ამ შემთხვევაში დისპერსიის

გაანგარიშებისათვის შეიძლება გამოყენებული იქნას შემდეგი ფორმულა[1]:

$$\sigma = P_{max}(X_{max} - \overline{X})^2 + P_{min}(\overline{X} - X_{min})^2, \qquad (24.3.)$$

სადაც: P_{max} — მაქსიმალური შემოსავლის მიღების ალბათობა; X_{max} — შემოსავლის მაქსიმალური სიდიდე; X_{min} — მინიმალური შემოსავლის მიღების ალბათობა; P_{min} — შემოსავლის მინიმალური სიდიდე; $\overline{X}$ — შემოსავლის საშუალო მოსალოდნელი სიდიდე.

საშუალო კვადრატული გადახრა გაიანგარიშება ფორმულით:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \qquad (24.4.)$$

დისპერსია და საშუალო კვადრატული გადახრა ახასიათებენ შესაძლო შედეგების აბსოლუტურ რყევას. იმისათვის, რომ გამორიცხოს აბსოლუტურ მნიშვნელობათა გავლენა იყენებენ რყევის ფარდობით მაჩვენებლებს: ვარიაციის კოეფიციენტს და ბეტა კოეფიციენტს.

ვარიაციის კოეფიციენტი

ვარიაციის კოეფიციენტი (V) წარმოადგენს საშუალო კვადრატული გადახრის შეფარდებას საშუალო არითმეტიკულთან და გვიჩვენებს მიღებული მაჩვენებლების გადახრის ხარისხს.

$$V = \frac{\pm\sigma}{\chi} \cdot \qquad (24.5.)$$

ვარიაციის კოეფიციენტი იზომება 0-დან 100%-მდე. რაც უფრო მაღალია ვარიაციის კოეფიციენტი, მით უფრო ძლიერია რყევა და მით უფრო რისკიანია კაპიტალის დაბანდების საანალიზო ვარიანტი. ვარიაციის კოეფიციენტის მნიშვნელობისას 10%-მდე რყევა ითელება სუსტად; 10-დან 25%-მდე – ზომიერად; 25%-ის ზევით კი მაღალია.

ბეტა კოეფიციენტი (β) გამოიყენება ფასიან ქაღალდებში დაბანდების რისკის შეფასებისას და გაიანგარიშება ფორმულით:

$$\beta = \frac{\Delta_i}{\Delta}, \qquad (24.6.)$$

სადაც: Δ_i — i—ური ფასიანი ქაღალდის კურსის ცვლილების პროცენტი. Δ — ყველა აქციის კურსების ცვლილების საერთო პროცენტი საფონდო ბაზარზე.

ბეტა-კოეფიციენტი ზომავს აქციების ტენდენციას იმოძრაონ ბაზართან ერთად მაღლა ან დაბლა. აქცია „მაღალი ბეტა" კოეფიციენტით უფრო ცვალებადია ვიდრე ბაზარი, ხოლო აქცია „დაბალი ბეტა" კოეფიციენტით ნაკლებად ცვალებადია, ვიდრე საშუალო. საშუალო აქციას აქვს $\beta = 1,0$ მნიშვნელობა.

მოთხოვნილი მოგების ნორმა აქციაზე შედგება ურისკო ფასიანი ქაღალდების მოგების ნორმას R_f პლიუს პრემია რისკზე, რომელიც დამოკიდებულია აქციის β კოეფიციენტზე.

$$K_r = R_f + \beta (K_m - R_f) \qquad (24.7.)$$

ეს ფორმულა იწოდება კაპიტალის აქტივის ფასწარმოქმნის მოდელის განტოლებად (CAMP) და საფინანსო საქმეში აქვს ფუნდამენტური მნიშვნელობა.

თანაბრული კაპიტალის მფლობელი დგას არჩევანის წინაშე — ან მაღალი მოგება სარისკო ოპერაციებიდან, ანდა დაბალი მოგება ურისკო ოპერაციებიდან. ამიტომ გარკვეულ ინტერესს იწვევს განტოლება, რომელიც არის ბიუჯეტური შეზღუდვა და გვიჩვენებს ურთიერთკავშირს რისკსა და მოგებას შორის.

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \times \sigma_p, \qquad (24.8.)$$

სადაც, R_p — მოსალოდნელი მოგება; R_f — რისკისაგან თავისუფალი მოგება; R_m — მოსალოდნელი მოგება დაბანდებებისაგან (ინვესტიციებისაგან) საფონდო ბირჟაზე. σ_m — მოგების სტანდარტული გადახრა დაბანდებებიდან საფონდო ბირჟაზე. σ_p — მოსალოდნელი მოგების სტანდარტული გადახრა. სტანდარტული გადახრის ზრდისას გაიზრდება საშუალო შეწონილი მოსალოდნელი მოგება R_p.

პორტფელის რისკი არ არის მისი შემადგენელი აქტივების რისკების საშუალო რისკის ტოლი.

[1] **Балабанов И.Т.** Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика. 1996. გვ. 38-39.

ვინაიდან სხვადასხვა აქტივები სხვადასხვანაირად რეაგირებენ ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებებზე. შედეგად სხვადასხვა აქტივების შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრა ერთიმეორეს შეიძლება ანეიტრალებდნენ, რაც იწვევს პორტფელის რისკის შემცირებას. პორტფელის რისკი დამოკიდებულია იმაზე, თუ რა მიმართულებით შეიცვლება მასში შემავალი აქტივების შემოსავლიანობა ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებისას და რა ზომით.

რა არის კოვარაციაᲓა კორელაციის კოეფიციენტები?

ორი აქტივის ურთიერთდამოკიდებულების ხარისხის და შემოსავლიანობის მიმართულებების განსაზღვრისას იყენებენ ისეთ მაჩვენებლებს, როგორიცაა **კოვარაცია და კორელაციის კოეფიციენტები.** კოვარაცია განისაზღვრება ფორმულით:

$$Cov_{A,B} = \frac{\sum (R_{A_i} - R_A) \times (R_{B_i} - R_B)}{(n-1)}, \qquad (24.9.)$$

სადაც, $Cov_{A,B}$ A და B ფასიანი ქაღალდის n კოვარიაცია პერიოდების განმავლობაში; R_A; R_B; - A და B ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა i–ური პერიოდებში; R_A; R_B; - A და B ფასიანი ქაღალდის საშუალო შემოსავლიანობა. n – პერიოდების რიცხვი, რომლისაც დარეგისტრირდა A და B ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა.

კოვარაციის დადებითი მნიშვნელობა იმაზე მეტყველებს, რომ საკელეო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა იცვლება ერთი მიმართულებით, ხოლო უარყოფითი – საპირისპირო მიმართულებით. კოვარაციის ნულოვანი მნიშვნელობა იმას ნიშნავს, რომ პორტფელში არსებული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის ურთიერთკავშირი არ არსებობს.

კორელაციის კოეფიციენტი გაითვლება ფორმულით:

$$C_{corr} = \frac{Cov_{AB}}{\sigma_A \times \sigma_B}, \qquad (24.10.)$$

სადაც: $C_{corrA,B}$ – A და B აქტივების კორელაციის კოეფიციენტი. σ_A; σ_B A და B ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის საშუალო კვადრატული გადახრა.

კორელაციის კოეფიციენტი იცვლება –1-დან +1-მდე საზღვრებში. კოეფიციენტის დადებითი მნიშვნელობა იმის დასტურია, რომ აქტივების შემოსავლიანობა იცვლება ერთი მიმართულებით კონიუნქტურის ცვლილებისას; უარყოფითი – საპირისპირო მიმართულებით, ნულოვანი კორელაცია არ არსებობს.

პორტფელური რისკების მართვა

რისკი შეიძლება მნიშვნელოვნად შემცირდეს მართვის სფეროში კვალიფიციური და ეფექტიანი მუშაობის შედეგად, რისთვისაც იყენებენ სხვადასხვა მეთოდებს.

პორტფელური რისკის პრობლემები, როგორც წესი, წყდება ან თვით ინვესტორის ანდა სპეციალისტის (ფასანსური კონსულტანტი, ნდობითი მმართველი, რისკის მენეჯერი (და ა.შ.) მიერ.

გაუთვალისწინებელი სამთავრობო გადაწყვეტილებები, ეკონომიკური რყევები, ცვლილებები ინვესტორთა გემოვნებაში (შესყიდულებებში), კონკურენტთა ქმედებები და სხვა ქმედებები შეიძლება გახდნენ ზუსტი პროგნოზებისა და კვალიფიციური მმართველობითი გადაწყვეტილებების ხელისშემშლელი მიზეზები. ინვესტორმა უნდა იცოდეს, როგორ შემცირდეს სავარაუდო რისკის დონე ოპტიმალურ სიდიდემდე და გაითვალისწინოს რისკის ნეგატიური შედეგების შემცირების შესაძლებლობა ყველაზე არასასურველი შემთხვევების დროსაც კი.

არსებობს რისკის მართვის შემდეგი მეთოდები:

- ზარალის მინიმიზაციის მეთოდები (რისკის თავის არიდება, ზარალის თავიდან აცილება, დანაკარგების მინიმიზაცია, ინფორმაციის ძიება);
  ზარალის ანაზღაურების მეთოდები (რისკის გადაცემა, რისკზე კონტროლის გადაცემა, რისკის განაწილება).

ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს ზარალის მინიმიზაციის ერთი რომელიმე მეთოდი.

რისკის თავიდან აცილება. რისკისაგან გამოწვეული ზარალის შესაძლებლობების მთლიანად თავიდან აცილება ძალზე ძნელია, ამიტომ პრაქტიკაში ეს იმას ნიშნავს, რომ თავის თავზე არ იქნას აღებული ის რისკი, რომლის დონე ჩვეულებრივ დონეზე მაღალია.

ზარალის თავიდან აცილება. ინვესტორს შეუძლია შეცვალოს შეამციროს კონკრეტული ზარალი, მისი მთლიანად თავიდან აცილება შეუძლებელია. დანაკარგების თავიდან აცილება ნიშნავს თავიდან იქნას აცილებული შემთხვევითობები პრევენციული ქმედებების კონკრეტული ნაკრების მეშვეობით.

პრევენციული ღონისძიებების ქვეშ მოიაზრება ღონისძიებები, რომლებიც მიმართულია ზარალის ალბათობისა და სიდიდის შემცირებაზე. ჩვეულებრივ ზარალის თავიდან ასაცილებლად გამოიყენება ისეთი ღონისძიებები, როგორიცაა: ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მუდმივი კონტროლი და ანყორმაციის ანალიზი, ფასიან ქაღალდებში დაბანდებული კაპიტალის შენარჩუნება და ა.შ. ცხადია, ინვესტორი დაინტერესებულია განახორციელოს გამამყარებელი საქმიანობა, თუმცა მისი განხორციელება ყოველთვის არაა შესაძლებელი ტექნიკური და ეკონომიკური მიზეზების გამო და ხშირად დაკავშირებულია მნიშვნელოვან დანახარჯებთან.

პრევენციულ ღონისძიებას შეიძლება მივაკუთვნოთ რეპორტინგი. რეპორტინგი ეს არის მთელი ინფორმაციის სისტემატური დოკუმენტირება, რაც დაკავშირებულია შიდა და გარე რისკების ანალიზთან და შეფასებასთან, ნარჩენი რისკის დაფიქსირებასთან, რისკების მართვასთან დაკავშირებული ყველა ზომის მიღების შემდეგ და ა.შ. ყველა ეს ინფორმაცია შეტანილი უნდა იქნას მონაცემების განსაზღვრულ ბაზაში და ანგარიშგებების ბლანკებში, რომლებიც შემდგომში ინვესტორებისათვის აღვილად ხელმისაწვდომი იქნება.

დანაკარგების მინიმიზაცია

ინვესტორს შეუძლია ეცადოს თავიდან აიცილოს თავისი ზარალის მნიშვნელოვანი ნაწილი. რასაც დანაკარგების მინიმიზაცია ეწოდება. დანაკარგების მინიმიზაციის მეთოდებია დივერსიფიკაცია და ლიმიტირება.

დივერსიფიკაცია — რისკის შემცირებისაკენ მიმართული მეთოდია, რომლის დროსაც ინვესტორი თავის სახსრებს აბანდებს სხვადასხვა სფეროში (სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში, ეკონომიკის სხვადასხვა დარგის საწარმოებში), რათა ერთ სფეროში დანაკარგების შემთხვევაში მოხდეს მისი კომპენსირება სხვა სფეროს ხარჯზე.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაცია ითვალისწინებს პორტფელში სხვადასხვა სახის, სხვადასხვა მახასიათებლების (რისკის დონე, შემოსავლიანობის, ლიკვიდობის დონე) ფასიანი ქაღალდების ჩართვას. შესაძლო მცირე შემოსავლები (ანდა ზარალი) ერთი ფასიანი ქაღალდის მიხედვით კომპენსირებული იქნება სხვა ფასიანი ქაღალდების მაღალი შემოსავლებით. დივერსიფიცირებული პორტფელის შერჩევა მოითხოვს განსაზღვრულ პირობებს, რომლებიც პირველ რიგში დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ხარისხის შესახებ სრული და სარწმუნო ინფორმაციის მოპოვებასთან. იმისთვის, რომ უზრუნველყოფილი იქნას პორტფელის მდგრადობა, ინვესტორი ხელუდავს ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალდში დაბანდებების სიდიდეს და ამით აღწევს რისკის დონის და ხარისხის შემცირებას. სახალხო მეურნეობის სხვადასხვა დარგების საწარმოთა აქციებში სახსრების დაბანდებისას ხორციელდება დარგობრივი დივერსიფიკაცია.

დივერსიფიკაცია ერთ-ერთია რისკის მართვის მცირერიცხოვან მეთოდებს შორის, რომლითაც სარგებლობა შეუძლია ნებისმიერ ინვესტორს. აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ დივერსიფიკაცია შესაძლებელს ხდის შემცირდეს მხოლოდ არასისტემური რისკი, ხოლო კაპიტალის დაბანდების რისკზე გაელენას ახდენენ მთლიანად ეკონომიკაში არსებული პროცესები, ისეთები, როგორიცაა: საბანკო პროცენტის განაკვეთის მოძრაობა, ეკონომიკური აქტივობის, ანდა დაცვის მოლოდინი და სხვა. მათთან დაკავშირებული რისკი, არ შეიძლება შემცირდეს დივერსიფიკაციის მეშვეობით, ამიტომ

ინვესტორი იძულებული ხდება გამოიყენოს რისკის შემცირების სხვა მეთოდები.

ლიმიტირება — ეს არის ზღვრული თანხების (ლიმიტის) დაწესება კაპიტალის დაბანდებისას გარკვეული სახეობის ფასიან ქაღალდებზე. ლიმიტების სიდიდის დადგენა არის მრავალნაბიჯიანი პროცედურა, რომელიც მოიცავს ლიმიტების ჩამონათვალის დადგენას, თითოეულის სიდიდის განსაზღვრას, მათ ნინასწარ ანალიზს. დადგენილი ლიმიტების დაცვა უზრუნველყოფს ეკონომიკური პირობების შექმნას კაპიტალის შენარჩუნებისათვის, მყარი შემოსავლის მიღებას და ინვესტორთა ინტერესების დაცვას.

ინფორმაციის მოძიება

ეს მეთოდი ინვესტორის მიერ სარისკო გადაწყვეტილებების მიღებისას რისკის შემცირებაზეა მიმართული, საჭირო ინფორმაციის მოპოვებისა და გამოყენების საშუალებით.

მცდარი გადაწყვეტილებების მიღება ხშირ შემთხვევაში დაკავშირებულია ინფორმაციის არარსებობასთან ანდა არასაკმარისობასთან. ინფორმაციის ასიმეტრიულობა (როცა ბაზრის ცალკეულ მონაწილეს ხელი მიუწვდება მნიშვნელოვან ინფორმაციაზე, რომელიც არა აქვთ დანარჩენ დაინტერესებულ პირებს) ხელს უშლის ინვესტორებს მოიქცნენ რაციონალურად და არის ბარიერი სახსრებისა და რესურსების ეფექტიანად გამოყენების გზაზე ბარიერს წარმოადგენს.

საჭირო ინფორმაციის მიღებამ, ინვესტორის საინფორმაციო უზრუნველყოფის დონის ამაღლებამ შეიძლება მნიშვნელოვანწილად შეამციროს რისკი და გააუმჯობესოს პროგნოზი. იმისათვის, რომ განისაზღვროს საჭირო ინფორმაციის რაოდენობა და მისი შესყიდვის მიზანშეწონილობა, უნდა ერთი მეორეს შეუდარდეს ის სარგებელი, რომელსაც ინფორმაცია მოგვცემს და ის მოსალოდნელი, ზღვრული დანახარჯები, რომლებიც დაკავშირებულია ამ ინფორმაციის მიღებასთან. თუკი ინფორმაციის მიღების მოსალოდნელი სარგებელი გადააჭარბებს მოსალოდნელ ზღვრულ დანახარჯებს, მაშინ ასეთი ინფორმაცია შეძენილი უნდა იქნას. თუ კი პირიქითაა, მაშინ ასეთი ძვირი ინფორმაციის შეძენისაგან თავი უნდა შეიკავოთ.

თანამედროვე პირობებში გაჩნდა ბიზნესის ახალი სფერო — ეკაუტინგი. იგი **დაკავშირებულია სხვადასხვა სახის ფინანსური ინფორმაციის შეგროვებასთან, დამუშავებასთან, კლასიფიკაციასთან, ანალიზთან და გაფორმებასთან.** ინვესტორებს შეუძლიათ ისარგებლონ ბიზნესის ამ სფეროს მომსახურებით.

ზარალის მინიმიზაციის მეთოდებს ხშირად რისკის კონტროლის მეთოდებსაც უწოდებენ. რისკის თავიდან აცილების და დანაკარგების შემცირების ყველა ამ მეთოდის გამოყენება დაკავშირებულია გარკვეულ დანახარჯებთან, რომლებიც არ უნდა აჭარბებდნენ შესაძლო ზარალის სიდიდეს. როგორც წესი, რისკის თავიდან აცილებაზე დანახარჯების გადიდება იწვევს მის მიერ გამოწვეული საფრთხის და ზარალის შემცირებას, ოღონდ გარკვეულ დონემდე. ეს ზღვარი დგება მაშინ, როცა წლიური ხარჯების სიდიდე რისკის თავიდან აცილებაზე და მის შემცირებაზე გაუტოლდება რისკის რეალიზაციისაგან მიღებული წლიური ზარალის სიდიდეს.

ზარალის ანაზღაურების მეთოდები (უმცირესი დანახარჯებით) გამოიყენება მაშინ, როცა ინვესტორი განიცდის ზარალს მიუხედავად მისი დიდი ძალისხმევისა ზარალის მინიმიზაციის თვალსაზრისით.

რისკის გადასხმა

ყველაზე ხშირად რისკის გადაცემა ხდება ჰეჯირებისა და დაზღვევის გზით.

ჰეჯირება — ეს არის ვადიანი კონტრაქტების და გარიგებების დადების სისტემა, რომელიც ითვალისწინებს მომავალში ფასების სავარაუდო ცვლილებას, კურსების ცვლილებას და მიზნად ისახავს ამ ცვლილებების არასასურველი შედეგების თავიდან აცილებას. ჰეჯირება (hedging) — ბირჟის ერთ-ერთი ფუნქციაა, რომელიც გულისხმობს ფასების შესაძლებელ არახელსაყრელ მერყეობასთან დაკავშირებული რისკის დაზოგვას. მყიდველის ან გამყიდველის ქცევა მომავალში ფასების ზრდისგან

თავისი შემოსავლის დაცვის მიზნით.

მაგალითად, თუ არსებობს გაურკვევლობა მომავალში მწარმოებლისათვის საჭირო სანედლეულო საქონელზე ფასების შესახებ, მაშინ იგი ყიდულობს ფორვარდულ კონტრაქტს, რომელიც წარმოადგენს გარიგებას დათქმულ ფასში საქონლის ან ფასიანი ქაღალდების მომავალში განსაზღვრულ დროში ყიდვა-გაყიდვის შესახებ[1].

საბაზრო ეკონომიკაში ჰეჯირება არის რისკის შემცირების გაერცელებული წესი.

ოპერაციის განხორციელების ტექნიკის მიხედვით განასხვავებენ ჰეჯირების ორ სახეს:

ჰეჯირება ამაღლებაზე (ჰეჯირება შესყიდვით ანუ გრძელი ჰეჯი). ეს არის საბირჟო ოპერაცია, ვადიანი კონტრაქტების შესყიდვაზე (ფორვარდული, ოფციონების და ფუჩერსული). ჰეჯირება ამაღლებაზე გამოიყენება იმ შემთხვევებში, როცა აუცილებელია კურსების (ფასების) მომავალში შესაძლო ამაღლებისაგან დაზღვევა. იგი შესაძლებელს ხდის დადგინდეს შესყიდვის ფასი გაცილებით ადრე, სანამ მოხდება რეალური აქტივის შეძენა.

ჰეჯირება შემცირებაზე (გაყიდვების ჰეჯირება ანუ მოკლე ჰეჯი) წარმოადგენს ვადიანი კონტრაქტების გაყიდვის საბირჟო ოპერაციას. ჰეჯირება შემცირებაზე გამოიყენება იმ შემთხვევებში, როცა აუცილებელია კურსის (ფასების) მომავალში შესაძლო დაცემისაგან დაზღვევა.

ჰეჯირება შეიძლება განხორციელდეს ფიუჩერსულ კონტრაქტებთან და ოფციონებთან დაკავშირებული ოპერაციების მეშვეობით.

ჰეჯირება ფიუჩერსული კონტრაქტებით გულისხმობს სტანდარტული (ვადებით, ოცულობით და მიწოდების პირობებით) კონტრაქტების გამოყენებას ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებით მომავალში, რომლებიც მიმოიქცევიან მხოლოდ ბირჟებზე.

ფიუჩერსული კონტრაქტების მეშვეობით განხორციელებული ჰეჯირების დადებითი მხარეებია:

- ორგანიზებული ბაზრის ხელმისაწვდომობა;
- ჰეჯირების განხორციელების შესაძლებლობა მნიშვნელოვანი საკრედიტო რისკების მიღების გარეშე. საკრედიტო რისკი მცირდება ურთიერთმოთხოვნათა ჩათვლის ეფექტიანი მექანიზმების არსებობის გამო, რომელსაც ბირჟა სთავაზობს;

  ჰეჯირებული პოზიციის სიდიდის რეგულირების სიმარტივე ანდა მისი დახურვა;

  ფასებისა და ვაჭრობების სიდიდის შესახებ სტატისტიკის არსებობა ხელმისაწვდომ ინსტრუმენტებზე, რაც შესაძლებელს ხდის შეირჩეს ჰეჯირების ოპტიმალური სტრატეგია.

ფიუჩერსული კონტრაქტების მეშვეობით ჰეჯირების უარყოფითი მხარეებია:

- ნებისმიერი სიდიდის და შესრულების ვადის მქონე კონტრაქტების გამოყენების შესაძლებლობის არარსებობა. ფიუჩერსული კონტრაქტები – ესაა სტანდარტული კონტრაქტები. მათი უპირატესობა შეზღუდულია, ამის გამო ჰეჯირების საბაზისო რისკი შეუძლებელია გახდეს გარკვეულ მოცემულ სიდიდეზე უფრო მცირე.

  გარიგებების განხორციელებისას საკომისიო ხარჯების გაწევის აუცილებლობა;

  ჰეჯირების განხორციელებისას საზსრების განაყენება და ლიკვიდობის რისკის გაზიარება. სტანდარტული კონტრაქტების ყიდვა და გაყიდვა მოითხოვს დეპოზიტური მარჟის შემოღებას და მის თანმიმდევრულ გადიდებას ფასების არახელსაყრელი ცვლილების პირობებში.

ჰეჯირება ხელს უწყობს რისკის შემცირებას ფასების ანდა კურსების არახელსაყრელი ცვლილების პირობებში, მაგრამ საშუალებას არ იძლევა ვისარგებლოთ ფასების ხელსაყრელი ცვლილებით. ჰეჯირების ოპერაციებისას რისკი არ ქრება, ინვესტორი თავის რისკს გადააბარებს ბირჟის სპეკულანტს.

დაზღვევა ეს არის მეთოდი, რომელიც მიმართულია რისკის შემცირებაზე, შემთხვევითი ზარალის აღმოფხვრაზე, შედარებით მცირე შუდმიი დახარჯების გაწევის გზით. დაზღვევის ყიდვისას

[1] **ასათიანი რ.** თანამედროვე ეკონომიკის განმარტებითი ლექსიკონი. თბ.: საგამომცემლო ფირმა „სიახლე", 2009. გვ. 393.

(დაზღვეის ხელშეკრულების დადება), ინვესტორი რისკის გადასცემს სადაზღვეო კომპანიას, რომელიც ანაზღაურებს არახელსაყრელი მოვლენებით გამოწვეული სხვადასხვა სახის დანაკარგებს, ზარალს, სადაზღვეო დაფარვის და სადაზღვეო თანხის გადახდის გზით. ამ მომსახურებისათვის იგი ინვესტორისაგან ღებულობს პონორარს (სადაზღვეო პრემიას).

რისკების დაზღვეის რეჟიმი სადაზღვეო კომპანიაში დგინდება სადაზღვეო პრემიის გაანგარიშებით, დამატებითი მომსახურების გზით და დაზღვევის ფინანსური მდგომარეობით. ინვესტორმა უნდა განსაზღვროს მისთვის მისაღები დამოკიდებულება სადაზღვეო პრემიასა და სადაზღვეო თანხას შორის დამატებითი მომსახურებების გათვალისწინებით, რომელსაც ახორციელებს სადაზღვეო კომპანია.

თუ კი ინვესტორი ყურადღებით და ზუსტად აფასებს რისკის ბალანსს, მაშინ იგი აშით ქმნის წინაპირობას არასასურველი რისკის თავიდან ასაცილებლად. ყოველი შესაძლებლობა გამოყენებული უნდა იქნას საკარაუდო ზარალის წინასწარ განსაზღვრისათვის, იმისათვის, რომ ინვესტორს შეეძლოს პქონდეს აუცილებელი მონაცემები მისი გადახდების ყველა, შესაძლო ვარიანტის შესახებ და მაშინ იგი მომართავს სადაზღვეო კომპანიას მხოლოდ კატასტროფული რისკის შემთხვევაში.

რისკზე კონტროლის გადაცემა

ინვესტორმა შეიძლება რისკზე კონტროლი ანდოს სხვა პირს ანდა პირთა ჯგუფს.

- რისკთან დაკავშირებული რეალური საკუთრების ანდა საქმიანობის მომართულების გადაცემის გზით;
- რისკზე პასუხისმგებლობის გადაცემის გზით.

ინვესტორს შეუძლია გაყიდოს ზოგიერთი ფასიანი ქაღალდი, რათა თავიდან აიცილოს საინვესტიციო რისკი, შეუძლია გადასცეს თავისი ქონება (ფასიანი ქაღალდები, ფულადი სახსრები და სხვა) დროებით პარიკაში პროფესიონალებს (სატრასტო კომპანიებს, საინვესტიციო კომპანიებს, ფინანსურ ბროკერებს, ბანკებს და ა.შ.), და ამასთან ერთად გადასცეს ამ ქონებასთან და მათი მართვის საქმიანობასთან ყველა რისკი. ინვესტორს შეუძლია გადასცეს რისკი, საქმიანობის გარკვეული მომართულება (ოპტიმალური სადაზღვეო დაფარვის პოვნის ფუნქციები და პორტფელი) დაზღვეის ბროკერს.

რისკის განაწილება ეს არის მეთოდი, რომლის დროს საკარაუდო ზარალის ან დანაკარგების რისკი ნაწილდება მონაწილეებს შორის ისე, რომ ცალკეულ მონაწილეთა შესაძლო დანაკარგები მცირეა. ამ მეთოდს ეყრდნობა რისკიანი დაფინანსება. მას ეფუძნება სხვადასხვა კოლექტიური ფონდების, კოლექტიური ინვესტორების არსებობა.

სარისკო დაფინანსების ძირითადი პრინციპია რისკის დაყოფა და დანაწილება:

1. ფინანსური სახსრების აკუმულაციის ხარჯზე საერთო ფონდებში, რომლებიც დაკავშირებულნი არ არიან კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტებთან.
2. ფონდების ორგანიზების ხარჯზე პარტნიორობის ფორმით.
3. რამდენიმე პარტნიორი — ფონდების მართვის ხარჯზე, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების სხვადასხვა სტადიაზე.[1]

სარისკო (ვენჩურული) დაფინანსების ფონდები დაკავშირებულია როგორც ცალკეული საწარმოების მართვასთან, ასევე დამოუკიდებელი რისკიანი ფირმა-ინვესტორების ორგანიზაციებთან. ასეთი ფონდების ძირითადი მიზანია სასტარტო მეცნიერებატევადი კომპანიების (ვენჩურების) მხარდაჭერა, რომლებიც მთელი პროექტის წარუმატებლობის შემთხვევაში თავის თავზე იღებენ ფინანსური დანაკარგების ნაწილს. ვენჩურული კაპიტალი გამოიყენება უახლესი სამეცნიერო-ტექნიკური დამუშავებების დახაფინანსებლად, მათ დასანერგად, ახალი პროდუქციის გამოსაშვებად მომსახურების გასაწევად და ყალიბდებიან ცალკეული მეანაბრეების, მსხვილი კორპორაციების, სამთავრობო უწყებების, სადაზღვეო კომპანიების, ბანკების შენატანების ხარჯზე. პრაქტიკაში

[1] Стоянова Е. С., Быкова Е .В. Финансовое искуство комерции.- М.: Перспектива. 1998.

რისკები მკაცრად არ არიან დაყოფილი კატეგორიების მიხედვით და ძნელია ზუსტი რეკომენდაციების მიღება რისკების მართვის ხაზით. მიუხედავად ამისა, შეიძლება ვისარგებლოთ რისკების მართვის შემდეგი სქემით (იხ. ნახ. 24.3.).

ინვესტორთა ტიპები	ინვესტორების მიზნები
კონსერვატიული	დაბანდების უსაფრთხოება
ზომიერად აგრესიული	დაბანდებების უსაფრთხოება + შემოსავლიანობა
აგრესიული	შემოსავლიანობა+დაბანდებების ზრდა
გამოცდილი	შემოსავლიანობა +დაბანდებების ზრდა + ლიკვიდობა
გაწაფული	მაქსიმალური სემოსავლიანობა

ნახ. 24.3. ინვესტორების ძირითადი ტიპები

რისკის გადაწყვეტის ყველა ჩამოთვლილ მეთოდს აქვს თავისი დადებითი მხარეები და ნაკლოვანებები. კონკრეტული მეთოდი აირჩევა რისკის ხასიათის მიხედვით. ინვესტორი (ანდა სპეციალისტი, რომელიც მუშაობს რისკის პრობლემებზე), ირჩევს მეთოდებს რისკის შემცირებისათვის, რომელთაც შეუძლიათ დიდი გავლენა მოახდინონ შემოსავლების სიდიდეზე ანდა კაპიტალის ღირებულებაზე. ინვესტორმა უნდა გადაწყვიტოს, მიმართოს ტრადიციულ დივერსიფიკაციის მეთოდს, თუ გამოიყენოს რისკების მართვის სხვა რომელიმე მეთოდი, რათა მაქსიმალურად აიცილოს თავიდან შესაძლო ზარალი და ნაკლებად შელახოს თავისი ფინანსური ინტერესები. რამდენიმე მეთოდის ერთდროულად შეთანაწყობა საბოლოო ჯამში შეიძლება აღმოჩნდეს საუკეთესო გადაწყვეტილება. დანახარჯების მინიმიზაციის თვალსაზრისით რისკის შემცირების ნებისმიერი მეთოდი უნდა ამოქმედეს. თუ კი ეგი მოითხოვს მცირე დანახარჯებს. დანახარჯები რისკის თავიდან ასაცილებლად და დანაკარგების მინიმიზაციაზე არ უნდა აღემატებოდეს ზარალის მოსალოდნელ სიდიდეს. ყოველი მეთოდი გამოყენებული უნდა იყოს მანამდე, სანამ ხარჯები მის გამოყენებაზე არ გადააჭარბებენ უკუგებას.

რისკის დონის შემცირება იწვევს ტექნიკური და ორგანიზაციული ღონისძიებების გატარების აუცილებლობას, რაც მოითხოვს განსაზღვრულ და ხშირ შემთხვევაში მნიშვნელოვან დანახარჯებს. ეს კი ყოველთვის მიზანშეწონილი არ არის. ასე, რომ სწორი ეკონომიკური გაანგარიშები დიდად შოქმედებს კონკრეტული ინვესტორის რისკის ხარისხზე. რისკის შემცირების შესახებ საკითხების გადაწყვეტისას აუცილებელია ერთიმეორეს შეუდარდეს ხარჯებთან დაკავშირებული რაგი მაჩვენებლები, რომლებიც უზრუნველყოფენ რისკის მისაღებ დონეს და მოსალოდნელ ეფექტს.

პორტფელის მართვის პასიური და აქტიური ფორმები

პორტფულური რისკების მართვის ზემოთ ჩამოთვლილი მეთოდების განზოგადების შედეგად შეიძლება გამოიყოს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვის ორი ფორმა: პასიური და აქტიური.

მართვის პასიური ფორმა გულისხმობს კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელის შექმნას რისკის წინასწარ განსაზღვრული დონით და პორტფელის ხანგრძლივი შენარჩუნებით უცვლელ მდგომარეობაში.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვის პასიური ფორმა ხორციელდება შემდეგი ძირითადი მეთოდების დახმარებით:

- დივერსიფიკაცია;
- საინდექსო მეთოდი (სარკისებური ასახვის მეთოდი);
- პორტფელის შენარჩუნება.

როგორც უკვე აღინიშნა, დივერსიფიკაცია წარმოადგენს პორტფელის შემადგენლობაში სხვა-

დასხვა საბის ფასიანი ქაღალდების ჩართვას სხვადასხვა მახასიათებლებით. დივერსიფიცირებული პორტფელის შერჩევა პირველ რიგში დაკავშირებულია სრული და სარწმუნო ინფორმაციის მოპოვებასთან ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ხარისხთან დაკავშირებით. ფასიანი ქაღალდების დივერსიფიცირებული პორტფელის სტრუქტურა უნდა შეესაბამებოდეს ინვესტორების განსაზღვრულ მიზნებს. საბსრების დაბანდებისას სამრეწველო კომპანიების აქციებში ხორციელდება დარგობრივი დივერსიფიკაცია.

საინდექსო ანდა სარკისებური ასახვის მეთოდი აგებულია ფასიანი ქაღალდების განსაზღვრული პორტფელის ე.წ. ეტალონად შერჩევაზე. ეტალონი პორტფელის სტრუქტურა ხასიათდება გარკვეული განსაზღვრული ინდექსებით. შემდგომში ეს პორტფელი სარკისებურად მეორდება. ამ მეთოდის გამოყენება რთულდება ეტალონური პორტფელის შერჩევის სირთულით.

პორტფელის შენარჩუნება დაფუძნებულია სტრუქტურის მხარდაჭერაზე და პორტფელის საერთო მახასიათებლების დონის შენარჩუნებაზე. ყოველთვის ვერ ხერხდება პორტფელის უცვლელი სტრუქტურის შენარჩუნება, რამდენადაც არასტაბილური სიტუაციის გათვალისწინებით საფონდო ბაზარზე შეიძლება შესყიდული იქნას სხვა ფასიანი ქაღალდები. ფასიანი ქაღალდებით მსხვილი ოპერაციებისას შეიძლება მოხდეს მათი კურსის ცვლილება. ეს გამოიწვევს აქტივების მიმდინარე ღირებულების შეცვლას. შესაძლებელია ისეთი სიტუაცია, როცა სააქციო კომპანიების ფასიანი ქაღალდების გაყიდვების სიდიდემ გადააჭარბოს მათი შესყიდვის ღირებულებას. ამ შემთხვევაში მმართველმა უნდა გაყიდოს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ნაწილი, რათა მოახდინოს გადახდები კლიენტებთან, რომლებიც კომპანიას უბრუნებენ თავიანთ აქციებს. გაყიდვების მსხვილმა მოცულობამ შეიძლება გავლენა მოახდინოს ფასიანი ქაღალდების კურსზე შემცირების თვალსაზრისით, რაც ნეგატიურად აისახება მის ფინანსურ მდგომარეობაზე.

მართვის აქტიური ფორმის არსი ფასიანი ქაღალდების პორტფელზე აქტიურ მუშაობაში მდგომარეობს. აქტიური მართვის საბაზისო მახასიათებლებია:

- განსაზღვრული ფასიანი ქაღალდების შერჩევა;
- ფასიანი ქაღალდების ყიდვისა და გაყიდვის ვადების განსაზღვრა;
- პორტფელში ფასიანი ქაღალდების უწყვეტი სეპონინგი (როტაცია);
- წმინდა შემოსავლის უზრუნველყოფა.

თუ კი იგეგმება ცენტრალური ბანკის საპროცენტო განაკვეთის შემცირება, მაშინ რეკომენდებულია შესყიდული იქნას გრძელვადიანი ობლიგაციები დაბალი შემოსავლით. საპროცენტო განაკვეთის დაცემის დროს მათი კურსი სწრაფად იმატებს. ამავე დროს უნდა გაიყიდოს მოკლევადიანი ობლიგაციები მაღალი შემოსავლის მქონე კუპონებით, რამდენადაც მათი კურსი მოცემულ სიტუაციაში დაეცემა. თუ კი საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა განუსაზღვრელია, მაშინ მმართველი პორტფელის მნიშვნელოვან ნაწილს აქცევს მაღალი ლიკვიდობის მქონე აქტივებად.

საინვესტიციო სტრატეგიის არჩევისას საინვესტიციო პორტფელის დარგობრივი სტრუქტურის განმსაზღვრელ ძირითად ფაქტორებად რჩება რისკი და ინვესტიციების შემოსავლიანობა. ფასიანი ქაღალდების არჩევისას, ძირითადი ფაქტორები რომლებიც განსაზღვრავენ ინვესტიციების შემოსავლიანობას, არის წარმოების რენტაბელობა და გაყიდვების მოცულობის ზრდის პერსპექტივები.

ოცდამეხუთე თავი. მარკოვიცის მოდელი

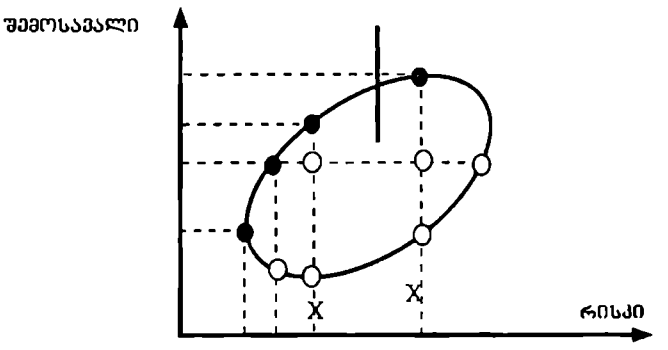
25.1. მარკოვიცის მოდელის ძირითადი დებულებები

1952 წელს ამერიკელმა ეკონომისტმა პარი მ. მარკოვიცმა გამოაქვეყნა სტატია „Portfolio Selection" ჟურნალში „Journal of Finance", რომელმაც საფუძველი ჩაუყარა ეკონომიკური შეცნიერების მთელ მიმართულებას – პორტფელის შემუშავების თეორიის დამუშავებას. საინვესტიციო პროცესისადმი მარკოვიცისეული მიდგომა, ისევე, როგორც ნებისმიერი თეორია, მოიცავს რიგ მეცნიერულ აბსტრაქციას და დაშვებებს.

ეფექტიანი სიმრავლის სტრუქტურისა და ადგილმდებარეობის განსაზღვრა

მოცემული მოდელი განსაზღვრავს ინვესტიციების სიდიდისა და რისკის მახასიათებელ მაჩვენებლებს და შესაძლებელს ხდის ერთიმეორეს შეუდარდეს კაპიტალის დაბანდების სხვადასხვა ალტერნატივები. **მარკოვიცმა შეიმუშავა ფასიანი ქაღალდების პორტფელის თანამედროვე თეორიისათვის მეტად მნიშვნელოვანი დებულება: პორტფელის მთლიანი რისკი შეიძლება გაიყოს ორ შემადგენელ ნაწილად.** პირველი ეს არის სისტემატური რისკი, რომლის გამორიცხვა შეუძლებელია და რომელსაც ექვემდებარება ყველა ფასიანი ქაღალდი პრაქტიკულად თანაბარი ხარისხით. მეორე – ეს არის სპეციფიკური რისკი, რომელიც აქვს ყოველ კონკრეტულ ფასიან ქაღალდს და რომლის თავიდან აცილება შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვისას. რისკის ასეთი დაყოფა ნებისმიერ ინვესტორს საშუალებას აძლევს გაანალიზოს ფასიანი ქაღალდები ყველა მხრიდან და განსაზღვროს მათი ძლიერი და სუსტი მხარეები პორტფელის ფორმირებისას.

მარკოვიცის მიერ შემუშავებული კრიტიკული წრფეების მეთოდის გამოყენებით შეიძლება განისაზღვროს ხელსაყრელი პორტფელების სფერო, გამოიყოს არახელსაყრელი და ეფექტიანი პორტფელები. ეფექტიანია პორტფელი, რომელიც შეიცავს მინიმალურ რისკს და მოაქვს მაქსიმალურად შესაძლო შემოსავალი რისკის მოცემულ დონეზე (ნახ.25.1.).



ნახ. 25.1. შესაძლო პორტფელების სფერო

• — ეფექტიანი პორტფელი;
O— დასაშვები, მაგრამ არაეფექტიანი პორტფელები;
X — დაუშვებელი პორტფელები.

მარკოვიცის მიერ შემუშავებული თეორია ინვესტორებს საშუალებას აძლევს გაზომონ რისკის დონე და განსაზღვრონ პორტფელის ეფექტიანობა, მაგრამ იგი არ აკონკრეტებს ურთიერთკავშირს რისკის დონესა და მოსალოდნელ შემოსავლიანობას შორის.

8. მარკოვიცის მოდელის დაშვებები

განვიხილოთ გ. მარკოვიცის მიერ თავის მოდელში გამოყენებული ძირითადი დაშვებები.

დაშვება 1.

ინვესტირება აქციების პორტფელში ხორციელდება გათვლების ერთი პოლდინგური პერიოდით). სხვა სიტყვებით, განსაზღვრული დროის მომენტში ინვესტორს აქვს გარკვეული ფულადი თანხა. ეს ფული მან უნდა დააბანდოს მის მიერ შერჩეულ პორტფელებში პოლდინგური პერიოდით. პოლდინგური პერიოდის პოლოს ინვესტორი პორტფელს აუქმებს (ყიდის პორტფელის ფასიან ქაღალდებს) და აქედან მიღებულ შემოსავალს იყენებს საკუთარი საჭიროების მიხედვით, შესაბამისად, t-ით აღნიშნულ დროის საწყის მომენტში, ინვესტორმა უნდა მიიღოს გადაწყვეტილება, რომელ კონკრეტულ აქციებს იყიდის იგი და შეინახავს მის პოლდინგური პერიოდის (t+1) მომენტის ამოწურვამდე.

ცხადია, მარკოვიცს და მის მიმდევრებს ესმით, რომ პორტფელის სრული ლიკვიდაციის დრომდე ინვესტორს შეუძლია რამდენჯერმე მოახდინოს პორტფელის ტრანსფორმაცია — გაყიდოს აქციების ნაწილი და შეიძინოს სხვა აქციები. მრავალრიცხოვანმა კვლევებმა აჩვენეს, რომ ამ შემთხვევაში შეიძლება გამოყენებული იქნას მარკოვიცის მოდელი და უზრუნველყოს კორექტული შედეგები.

დაშვება 2.

მარკოვიცის მეორე მნიშვნელოვანი დაშვება ეხება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობას.

ფასიანი ქაღალდების ეფექტიანი ბაზრის ძირითადი მახასიათებლები. უნდა ჩავთვალოთ, რომ t მომენტისათვის ინვესტორმა უნდა გადაწყვიტოს, რომელ კონკრეტულ ფასიან ქაღალდს (საინვესტიციო პორტფელს) შეიძენს იგი. მარკოვიცი გამოდიოდა იქიდან, რომ ინვესტორი მოქმედებს რაციონალურად, ე.ი. ცდილობს მიაღწიოს მაქსიმალურ უკუგებას ინვესტორებისაგან მინიმალური რისკის პირობებში. რა შემთხვევაში, რა აიძულებს მას შეიძინოს ესა თუ ის ფასიანი ქაღალდები, რა საფუძველზე აჩერებს იგი არჩევანს კონკრეტულ ფასიან ქაღალდზე, საინვესტიციო პორტფელის თეორიის თანახმად ამის საფუძველია ინვესტორის ხელთ არსებული ინფორმაცია.

ამასთან აუცილებელია გათვალისწინებულ იქნას ის გარემოება, რომ მიმდინარე t მომენტში, საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისას ინვესტორი ოპერირებას უკეთებს ინფორმაციას მოსალენებზე, რომელსაც აღგილი ექნება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე (t+1) მომენტში, ე.ი. მომავალ მოსალენებზე, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდებისაგან მოსალოდნელი შემოსავალი პოლდინგური პერიოდის ბოლოს განსაზღვრას ფასიანი ქაღალდების უკუგებას.

ამრიგად, ინფორმაცია, ეთქვათ ექსპერტის სამომავლო გადაწყვეტილების შესახებ (გეგმიანი ცვლილებები დივიდენდურ პოლიტიკაში, კომპანიის რეორგანიზაცია და ა.შ.). გაეცნოს ახდენს ინვესტორთა გადაწყვეტილებებზე შეიძინოს ან არ შეიძინოს ამა თუ იმ კორპორაციის აქციები. ამ ინფორმაციით გამოწვეული ინვესტორების ერთობლივი ქმედებები აისახება კორპორაციის აქციების მოთხოვნასა და მიწოდებაზე, რაც გამოიწვევს მათი ფასების ცვლილებას. შესაბამისად, ფინანსურ ბაზრებზე შემოსული ინფორმაცია მომავლის შესახებ განსაზღვრავს აქციებზე (და სხვა ქაღალდებზე) მოქმედ ფასებს. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობა განისაზღვრება იმით, თუ რამდენად სწრაფად და ადეკვატურად მოხდება ამ ინფორმაციის ტრანსფორმირება ფინანსური რესურსების ფასების ცვლილებაზე.

ეფექტიანად ითვლება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ბაზარი, სადაც მათი ფასები ადეკვატურად ასახავენ ყველა შემოსულ ინფორმაციას, ფინანსური საშუალებების (აქციების) ფასები დაუყოვნებლივ მოდის შესაბამისობაში ახლად შემოსულ ინფორმაციასთან, მათი ფართო საზოგადოებისათვის მიწოდების შემდეგ ჩატარებულ პირველსავე ვაჭრობაზე.

ბაზრის არსებობის საკმარისი პირობები

ფასიანი ქაღალდების ეფექტიანი ბაზრის არსებობის საკმარისა პირობას მიაკუთვნებენ შემდეგს:

1. გარიგებები ფასიან ქაღალდებზე ხორციელდება ტრანსაქციული ხარჯების გარეშე (ბროკერების საკომისიო, დელეგირების სრულდები და ა.შ.);
2. ფასიანი ქაღალდების შესახებ მთელი ინფორმაცია ხელმისაწვდომია ნებისმიერი ინვესტორისათვის;
3. ყველა ინვესტორს აქვს ერთგვარი (ჰომოგენური) მოლოდინი, ე.ი. ისინი ერთნაირად აფასებენ ბაზრებზე მომაჯალი ფასების შესახებ ინფორმაციის შინაარსს ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის. სხვა სიტყვებით, ინფორმაცია, ვთქვათ, ფირმა „ალფა"-ს დივიდენდური გადახდების სამომავლო გადიდების შესახებ უნდა იწვევდეს ყველა ინვესტორში სურვილს შეიძინო კომპანია „ალფა"-ს აქციები.
4. არცერთ ინვესტორს არ შეუძლია გავლენა მოახდინოს ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდების, ნებისმიერი ფინანსური აშუალებების ფასებზე.

საინვესტიციო პორტფელის თეორიაში გამოყოფენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სამომავლო მოვლენების შესახებ ინფორმაციის შეშოსავლის სამ დონეს:

ა) ინფორმაცია გასული მოვლენების შესახებ, კერძოდ, წარსულში აქციების გაყიდვების სიდიდისა და ფასების შესახებ;

ბ) მთელი საერთოდ ხელმისაწვდომი ინფორმაცია, ანალიტიკური კვლევების და ფინანსურ სახსრებზე ფასების შესახებ პროგნოზი;

გ) ყველა შესაძლო ინფორმაცია, კონფიდენციალურის ჩათვლით, რომელსაც ფლობენ მენეჯერები, ფირმების ხელმძღვანელები და თანამშრომლები, საფონდო ბირჟების თანამშრომლები და სხვა.

ბაზარი, რომლის საქმიანობა ეფუძნება მხოლოდ პირველი სახის ინფორმაციას, ითვლება დაბალი ეფექტიანობის დონის ბაზრად. ხოლო ბაზრები, რომლებიც ფუნქციონირებენ მეორე და შესაშე სახის ინფორმაციის საფუძველზე, შესაბამისად არის საშუალო და მაღალეფექტიანობის დონის ბაზრები.

უნდა აღინიშნოს, რომ თუკი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის თვალსაზრისით არაეფექტიანია, ყველა ინვესტორისათვის და ვიღაცას შეუძლია ისარგებლოს ინდივიდუალურად კონფიდენციალური ინფორმაციით, ეს ზარალს მოუტანს ფასიანური ბაზრების საქმიანობას. ამ დროს ბევრ ინვესტორს უქრება მასტიმულირებელი მოტივები ფასიან ქაღალდებში ფულის დაბანდების შესახებ. სწორედ ამიტომ სახელმწიფომ კანონმდებლობით ნებისმიერი ინვესტორისათვის უნდა უზრუნველყოს თანაბარი შესაძლებლობები ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის თვალსაზრისით. განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს კონფიდენციალური ინფორმაციის მფლობელ ინსაიდერებს, ფირმის თანამშრომლებს.

ლაბორატორია 3

ინფორმაცია, რომელიც გავლენას ახდენს აქციების ფასზე, შემთხვევითია დროსთან მიმართებაში და საფონდო ბაზარზე ჭაობურად შემოდის. რამდენადაც ინდივიდუალური ინვესტორები, რომ არაფერი ვთქვათ ინსტიტუციონალური ინვესტორების მენეჯერებზე (მაგ., საპენსიო ფონდები), გამუდმებით უნდა აახლებდნენ მთელ ინფორმაციას მათთვის საინტერესო აქციებზე, ყიდულობენ ანდა ყიდიან აქციებს ნებისმიერი სიახლის საფუძველზე. მათ შეუძლიათ გავლენა მოახდინონ მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე. ამდენად, ფასები აქციებზე და მაშასადამე, მათი შემოსავლიანობა ასევე შემთხვევითი ხასიათისაა.

1959 წელს ამერიკელ მეცნიერებს გ. რობერტს და პ. ოსბორნს ჩატარებულმა კვლევებმა საშუალება მისცეს გაეკეთებინათ დასკვნები, რომ აქციების კურსები საფონდო ბირჟებზე იცვლებიან როგორც შემთხვევითი რიცხვები (რობერტსი) და შეიძლება აღწერილი იქნას კანონებით. მაგალითად, ნაწილაკების ბრაუნოსეული მოძრაობა (ოსბორნი). ეს გარემოება საშუალებას იძლევა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კვლევისას გამოყენებული იქნას ალბათობის თეორია.

ლაბორატორია 4

აყალიბებს რა ფასიანი ქაღალდების პორტფელის საწყისი დროის t მომენტისათვის, ინვესტორი ვალდებულია გაითვალისწინოს პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა მომავალ

პოლდინგურ პერიოდში. ცხადია, რომ ამ შემოსავლიანობის გათვლა შეუძლებელია, რამდენადაც t მომენტში ინვესტორებისათვის უცნობია აქციების ფასი პოლდინგური პერიოდის ბოლო მომენტში (t+1). ე.ი. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემოსავლიანობა მომავალ პოლდინგურ პერიოდში შეიძლება მხოლოდ შეფასდეს; აქ გაითვალისწინება მარკოვიცის **დაშვება 3** ფასების ცვლილებებისა და აქციების შემოსავლიანობის შემთხვევითი ხასიათი. განიხილავენ შემთხვევითი სიდიდეების მნიშვნელობის შეფასებისადმი ორ მიდგომას: სუბიექტურს და ობიექტურს.

სუბიექტური მიდგომის გამოყენებისას ინვესტორმა პირველ რიგში უნდა განსაზღვროს ეკონომიკური სიტუაციის განვითარების შესაძლო სცენარები მომავალი პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში, შეაფასოს ყოველი შედეგის ალბათობით და ამასთან ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი უკუგება. ამის მაგალითია ცხრილი 25.1.-ში მოსაცემები x ფასიანი ქაღალდის მომავალი უკუგების სუბიექტური განაწილების ალბათობა.

X ფასიანი ქაღალდის უკუგების ალბათობის სუბიექტური განაწილება

ცხრილი 25.1.

ეკონომიკური სიტუაციის შესაძლო სცენარები	P_i ალბათობა დასასრულის მსგავსი	მოსალოდნელი შემოსავლიანობა
ეკონომიკის სწრაფი აღდგენა	0,1	0,12
განვითარების საშუალო ტემპები	0,3	0,10
ეკონომიკური მაჩვენებლების არ იცვლება	0,4	0,05
ეკონომიკური დაცემა	0,2	0,03

ამის შემდეგ ჩვეულებრივ პოულობენ $A(r_i)$-ს საშუალო არითმეტიკულს. r_i-ს მნიშვნელობის მიხედვით გათვლილს. ცნობილია, რომ თუ $r_i(i=1,2,.\ N)$ წარმოადგენს შემოსავლიანობის მნიშვნელობას გათვლის **i-ური ბიჯის ბოლოს, ხოლო P_i- მოცემული შემოსავლიანობის მნიშვნელობათა ალბათობას,** მაშინ სრული არითმეტიკული $A(r_i) = \sum_{i=1}^{N} P_i \times r_i$:

სადაც, N — გათვლების ბიჯთა ოდენობა, რომლის დროსაც ტარდებოდა დაკვირვება, განხილულ მაგალითში:

$$A(r_i)\sum_{i=1}^{4} P_i \times r_i = 0,1\times 0,012 + 0,3\times 0,10 + 0,4\times 0,05 + 0,2\times(-0,3) = 0,056$$

ამ მნიშველობის გათვალისწინებით შეიძლება ვიგულისხმოთ, რომ x ფასიანი ქაღალდიან მიმართებაში შემოსავლიანობის გათვლები მომავალი ბიჯისათვის გარკვეული ალბათობით იქნება 5.6% (0,056).

სუბიექტურ მიდგომას მნიშვნელოვანი უპირატესობა აქვს, რამდენადაც შესაძლებელს ხდის შეფასდეს შემოსავლიანობის სამომავლო მნიშვნელობა. მიუხედავად ამისა, მან ვერ პპოვა ფართო გავრცელება, რამდენადაც ჩვეულებრივი ინვესტორისათვის ძალზე ძნელია შეაფასოს ეკონომიკური სცენარების ალბათობა და აქედან მოსალოდნელი შემოსავლიანობა.

ამიტომ გ. მარკოვიცის მოდელში იყენებენ ობიექტურ, ანუ ისტორიულ მიდგომას. მას საფუძვლად უდევს ვარაუდი იმის შესახებ, რომ მომავალი (მოსალოდნელი) სიდიდეების ალბათობა განაწილება პრაქტიკულად ემთხვევა უკვე დაკვირვებად, ფაქტიურ, ისტორიული სიდიდეების ალბათობას. ე.ი. რომ მივიღოთ r შემთხვევითი სიდიდის განაწილების შესახებ წარმოდგენა მომავალში, საკმარისია ავიღოთ ამ სიდიდეთა განაწილება წარსულის რომელიმე დროის მონაკვეთში. თუკი ხდება შერჩეული აქციის შემოსავლიანობის შეფასება მომავალ პოლდინგურ პერიოდში, იყენებენ შემდეგ ალგორითმს:

1. იღებენ მომავალი პოლდინგური პერიოდის სიდიდეს (ვთქვათ, ერთი თვე);
2. ირჩევენ დროის წარსულ პერიოდში გათელის N ბიჯებს, რომელიც მომავალი პოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობის ტოლია;
3. რამდენადაც ინფორმაცია აქციების ფასების შესახებ ხელმისაწვდომია, ადგენენ აქციების ფასს გათელის ყოველი ბიჯის დასაწყისში და დასასრულს;
4. ფორმულის მიხედვით

$$r = \frac{P_{\text{ბოლო}} - P_{\text{საწ.}} + D}{P_{\text{საწ.}}},$$

სადაც, $P_{\text{ბოლო}}$ – არის აქციის ფასი გათელის ბიჯის ბოლოს, $P_{\text{საწ.}}$ – აქციის ფასი გათელის ბიჯის დასაწყისში;

D — გათელის ბიჯისათვის მიღებული დივიდენდი. პოულობენ r_i აქციის შემოსავლიანობის N მნიშვნელობას ყოველი გათელის ბიჯისათვის.

ამასთან სასურველია, რომ დროის პერიოდი არ იყოს არც ხანგრძლივი, რამდენადაც ეს გამოიწვევს გათვლების გარეულებას და არც ძალზე მოკლე, რათა მოიცვას ყველა შესაძლო მოვლენა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. როგორც ამას დასავლელი ეკონომისტების კვლევები ადასტურებენ. აქციების ბაზრისათვის შედარებით მისაღებია გათელის 7-10 ბიჯის შუალედი.

5. პოულობენ A(r) გათელილი შემოსავლიანობების საშუალო არითმეტიკულ სიდიდეს — r_i-ს. ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნას, რომ ობიექტური ხერხის შემთხვევაში r_i-ს ყველა გათელილი მნიშვნელობა ტოლალბათურია და r_i-ს ყოველი მნიშვნელობის ალბათობა ერთი და იგივეა: $P_i=1/N$. ამიტომ ფორმულა A(r)-ის გათელისათვის მიიღებს ასეთ სახეს:

$$A_r = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} r_i. \qquad (25.1.)$$

მოტანილი ალგორითმის გათვალისწინებით მარკოვიცის მოდელის 4-ე დაშვება იმაში მდგომარეობს, რომ აქციების შემოსავლიანობა მომავალ პოლდინგურ პერიოდში გარკვეული ალბათობით ტოლი იქნება A(r) შემოსავლიანობის საშუალო არითმეტიკული სიდიდე r_i-ს და ამ აქციაზე. ეს უკანასკნელი გათელილია საწყისი ბიჯების მიხედვით. ამ საშუალო არითმეტიკულ სიდიდეს უწოდებენ აქციის **მოსალოდნელ შემოსავლიანობას E(r),** ე.ი.

$$E(r) = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} r_i \qquad (25.2.)$$

რათა შემდგომში შესაძლებელი იყოს მოვახდინოთ კონკრეტული მონაცემებით ოპერირება, განვიხილოთ სამი პირობითი ფირმა: „არკტუარი", „ვეგა" და „სირიუსი", რომელთა შემოსავლიანობის აქციები გათვლების 10 ბიჯის მიხედვით მოტანილია ცხრილი 25.2.-ში.

გაუიოვალოთ აქციების მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) შემოსავლიანობა სამი აღნიშნული ფირმის მიხედვით.

გაუოვალოთ აქციების მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) გარუშემოსავლიანობა სამ ფირმაში:

$$E(r_a) = \frac{1}{10}\sum_{i=1}^{10} r_a = (0.120 - 0.040 + 0.010 + 0.330 + \ldots + 0.130 + 0.050) = 0.105,\ 240\ \text{ან}\ 10.5\%$$

ანალოგიური გათელები „ვეგას" და „სირიუსის" აქციებისათვის იძლევა:

$E(r_b)$=0.128 ან 12.8%.

$E(r_c)$=0.194 ან 19.4%.

პორტფელის ცალკეული აქციის რისკის გაზომვა. რამდენადაც შეფასებული აქციების შემოსავლიანობა მომავალ პოლდინგურ პერიოდში უტოლდება მოსალოდნელ შემოსავლიანობას E(r) მხოლოდ ალბათობის განსაზღვრული დონით, ე.ი. არსებობს იმის რისკი, რომ აქციების რეალიზებული შემოსავლიანობა, რომელიც გათელილია მომავალი პოლდინგური პერიოდის ბოლოს, განსხვავდება

E(r) მოსალოდნელი სიდიდისაგან. ასეთი რისკის საზომია აქციების შემოსავლიანობის σ^2 დისპერსია, რომელიც გაითვლება როგორც მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) კვადრატების გადახრის საშუალო სიდიდე აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობისაგან E(r):

$$\sigma^2 = E\left\{r_i - E(r)\right]^2\right\} \qquad (25.3.)$$

რომელიმე ცვლადის საშუალო არითმეტიკული (მოსალოდნელი) სიდიდის გათვლისას, რომელსაც აქვს N მნიშვნელობა, იგულისხმება, რომ N-ის ყველა მნიშვნელობა არის დამოკიდებული. ამ შემთხვევაში საშუალო არითმეტიკული სიდიდე გაითვლება N-ის მიღებული სიდიდეების გაყოფით N-ის რიცხვზე (როგორც 25.2. ფორმულაში).

სამი ფირმის აქციების შემოსავლიანობის მნიშვნელობა გათვლების ათი ბიჯის მიხედვით

ცხრილი 25.2.

გათვლის ბიჯი	„არჭუარი" (r_a)	„ვეგა" (r_b)	„სირიუსი" (r_c)
1	0,120	-0,080	0,110
2	-0,040	0,240	0,320
3	0,010	0,210	0.540
4	0,330	-0,020	0.160
5	0,100	0,130	0,240
6	0.270	-0,030	-0,010
7	0,090	0,200	0,060
8	-0,010	0,340	-0,070
9	0.130	0,220	0.410
10	0,050	0,070	0,180

დისპერსიის გათვლისას გამოიყენება E(r) მნიშვნელობა, რომელიც დამოკიდებულია r_i-ის მნიშვნელობაზე. ამასთან დაკავშირებით თავისუფლების ერთი ხარისხი იკარგება და $[r_i\text{-}E(r)]^2$ გადახრის კვადრატების საშუალო არითმეტიკული სიდიდე გაითვლება (N-1)-ზე გაყოფის გზით, და არა :N

$$\sigma^2 = \frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}\left[r_i - E(r)\right]^2 \qquad (25.4.)$$

რამდენადაც აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა E(r) გამოისახება პროცენტებში, ხოლო დისპერსიის სიდიდე – კვადრატ-პროცენტებში, აქციების შემოსავლიანობისა და რისკის ადეკვატური შედარებისათვის რისკის გაზომვის საშუალებად გამოიყენება **სტანდარტული გადახრის σ სიდიდე** $\sigma = \sqrt{\sigma^2}$

გავითვალოთ აქციების დისპერსიისა და შემოსავლიანობის სიდიდეები მოცემული სამი ფირმისათვის.

$$\sigma_a^2 = \frac{1}{9}\sum_{i=1}^{10}(r_{a,i} - 1{,}105)^2 = \frac{1}{9}\left[(0{,}120 - 0{,}105)^2 + (-0{,}040 - 0{,}105)^2 + \ldots + (0{,}050 - 0{,}105)^2\right] = 0{,}014$$

და $\sigma_a = \sqrt{0{,}014} = 0{,}118.$

ანალოგიური გათვლები ორი სხვა აქციებისათვის მოგცემს:

σ^2_b=0,019 და σ_b=0,138

σ^2_c=0,036 და σ_b=0,189.

აქციის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებისას საჭიროა უპირატესობა მიენიჭოს მაიგან იმას, რომელიც უზრუნველყოფს უფრო მაღალ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას და რისკის დაბალ

დონეს. ოღონდ პრაქტიკაში უფრო შემოსავლიანი აქციებისათვის დამახასიათებელია რისკის უფრო მაღალი დონე. ამ შემთხვევაში საინვესტიციო არჩევანი შეიძლება გაკეთდეს **გადახრის კოეფიციენტის** CV-ის გამოყენებით:

$$CV = \frac{\sigma}{E(r)} \qquad (25.5.)$$

რომელიც გვიჩვენებს, რომ თუ რისკის რა ნაწილი მოდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ერთ პროცენტზე. ჩვენი აქციებისათვის მიიღება შემდეგი მნიშვნელობები:

$$CV_a = \frac{\sigma_a}{E(r_a)} = \frac{0.118}{0.105} = 1.1238; \qquad CV_b = \frac{0.138}{0.128} = 1.0781; \qquad CV_c = \frac{0.189}{0.194} = 0.9742.$$

ე.ი. უპირატესობა უნდა მიენიჭოს ფირმის „სირიუსის" C აქციებს.

25.2. პორტფელის შემოსავლიანობისა და რისკის გაზომვა

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, საინვესტიციო პორტფელი — ესაა გარკვეული ფასიანი ქაღალდების ნაკრები. იმისათვის, რომ გაირკვეს მთელი პორტფელის შემოსავლიანობა და რისკი, ინვესტორმა პირველ რიგში უნდა განსაზღვროს 1 მომენტში მის განკარგულებაში არსებული ფულადი თანხიდან $S_{საწ.}$ — რა ნაწილს წარმართავს იგი პორტფელის ამა თუ იმ აქციის შესაძენად. დაუშვათ, რომ ინვესტორის განკარგულებაშია $S_{საწ.}$=10 ათასი ლარი და გადაწყვეტა S_a თანხით A აქციები შეიძინოს. ხოლო S_b თანხით B აქციები. შესაბამისად, $W_a = \frac{S_a}{S_{საწ.}}$ წილს, რომელიც წარმართა ფირმა „არკტურის"-ს აქციების შესაძენად, უწოდებენ A აქციების წონას პორტფელში. შესაბამისად, $W_b = \frac{S_b}{S_{საწ.}}$ არის „ეგვას" აქციების წონა პორტფელში, ნებისმიერი i-ური აქციისათვის პორტფელში მისი „წონა" ტოლი იქნება $W_i = \frac{S_i}{S_{საწ.}}$

ცხადია, რომ თუკი პორტფელში ჩართულია n აქციები, მაშინ ყველა პორტფელის აქციების წონების ჯამი უნდა იყოს ერთის ტოლი $\sum_{i=1}^{n} W = 1$

პორტფელის შემოსავლიანობა. ვთქვათ, პორტფელი აერთიანებს n აქციებს. საინვესტიციო ტერმინოლოგიაში მოცემული ფრაზა ნიშნავს, რომ პორტფელში ჩართულია N ემიტენტების აქციები. ასე მაგალითად, თუკი ფორმირებად პორტფელში უნდა ჩაერთოს ფირმა „არკტურის" 10 აქცია, ფირმა „ეგვას" 20 აქცია და ფირმა „სირიუსის" 30 აქცია, მაშინ მიჩნეულია, რომ ასეთი პორტფელი მოიცავს 3 აქციას. ალგებრულად პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ქვეშ მოიაზრება პორტფელში შემავალი აქციების შემოსავლიანობის მოსალოდნელი სიდიდის საშუალო-შეწონილი მნიშვნელობა. ამასთან, ყოველი ფასიანი ქაღალდის „წონა" განისაზღვრება ფულის შეფარდებითი რაოდენობით, რომელიც მიმართულია ინვესტორის მიერ ამ ფასიანი ქაღალდის ყიდვაზე, ე.ი. W_i სიდიდეზე:

$$E\left(r_{პორტ.}\right) = \sum_{i=1}^{n} W_i E\left(r_i\right), \qquad (25.6.)$$

სადაც $E(r_{პორტ.})$- პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობაა. W_i — წილი საერთო ინვესტორულ ნაკადებში, რომელიც მიდის i-ური აქციების შეძენაზე („პორტფელში i-ური აქციის წონა"). $E(r_i)$ – i-ური აქციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. n – აქციების რიცხვი პორტფელში.

კომპანიების: „არკტურის" და „ეგვას" შედგენილი აქციებისაგან გაეთვალოთ პორტფელის

მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; მხედველობაში ვიღებთ, რომ 0.3 საწყისი კაპიტალი, მიმართულია „არკტურის" აქციების შესაძენად და 0.7 კი „ვეგას" აქციების შესაძენად:

$$E(r_{a+b}) = W_a \times E(r_a) + W_b \times E(r_b) = 0.3 \times 0.105 + 0.7 \times 0.128 = 0.121 \text{ ან } 12.1\%.$$

თუ ინვესტორი გადაწყვეტს შექმნას პორტფელი სამი კომპანიის აქციებისაგან და საწყის კაპიტალს მათ შორის გაყოფს პროპორციით: W_a=0.1; W_b=0.35 და W_c=0.55, მაშინ:

$$E(r_{a+b+c}) = 0,1 \times 0,105 + 0,35 \times 0,128 + 0,55 \times 0,94 = 0,162.$$

აღვნიშნავთ, რომ ანალოგიურად გაითვლება პორტფელის არა მარტო მოსალოდნელი, არამედ ფაქტიური, რეალიზებული შემოსავლიანობა იმ განსხვავებით, რომ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის E(r)-ის ნაცვლად ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის აიღება r-ის მოქმედი მნიშვნელობა. ასე რომ, თუ t მომენტისათვის ჩვენთვის ცნობილი იქნება ფასიანი ქაღალდების ფაქტიური დაფასტურებული შემოსავლიანობა r_i(i=1,2. n) და მათი „წონა" W_i პორტფელში, მაშინ პორტფელის რეალიზებული შემოსავლიანობა

$$r_{\text{პორტფ.}} = \sum_{i=1}^{n} W_i \times r_i, \qquad (25.7.)$$

პორტფელის რისკის გაზომვა. პორტფელის რისკი ფასდება მისი შემოსავლიანობის $\sigma^2_{\text{პორტფ}}$ დისპერსიის მეშვეობით: პორტფელის რისკის განსაზღვრისას უნდა გავითვალისწინოთ, რომ პორტფელის დისპერსია არ შეიძლება ვიპოვოთ როგორც პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი სიდიდე. ეს აიხსნება იმით, რომ პორტფელის დისპერსია დამოკიდებულია არა მარტო პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების დისპერსიაზე, არამედ აგრეთვე, პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის ურთიერთდამოკიდებულებაზე. სხვა სიტყვებით, პორტფელის რისკი აიხსნება არა მარტო პორტფელის ცალკე აღებული ყოველი ფასიანი ქაღალდის ინდივიდუალური რისკით, არამედ იმით, რომ არსებობს პორტფელში შემავალი აქციების ყოველწლიური ურთიერთდამოკიდებულების რისკი. ვთქვათ, ფირმა „არკტურის" აქციების ყოველწლიური შემოსავლიანობის დამოკიდებულება ფირმების „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციების შემოსავლიანობის ცვლილებაზე.

სტატისტიკაში ორი შემთხვევითი სიდიდის ურთიერთდამოკიდებულების საზომად იყენებენ კოვარიაციისა და კორელაციის კოეფიციენტებს. დადებითი კოვარიაცია ნიშნავს, რომ ორი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის ცვლილებაში არის ტენდენცია ცვლილებები მოხდეს ერთი და იგივე მიმართულებით: თუკი აქციების შემოსავლიანობა ფირმა „არკტურში" იზრდება (მცირდება), მაშინ ფირმა „ვეგას" აქციების შემოსავლიანობაც ასევე გაიზრდება (შემცირდება). თუკი შეინიშნება საპირისპირო ტენდენცია, მაშინ თქვენ, რომ ამ ორი კომპანიის შემოსავლიანობას შორის არსებობს უარყოფითი კოვარიაცია.

პორტფელის აქციების ურთიერზემოქმედების შეფასებისას გათვალისწინება მხოლოდ აქციების წყვილი კოვარაციები. თუკი ფასდება j პორტფელის და i აქციის შემოსავლიანობის კოვარაცია წარსულ პერიოდში (მაგალითად, როგორც ჩვენს შემთხვევაში, გათვლის 10 ბიჯისათვის), მაშინ კოვარაცია გამოითვლება ფორმულით:

$$\sigma_{ij} = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^{N} \left[r_{i,t} - E(r_i) \right] \times \left[r_{i,t} - E(r_j) \right], \qquad (25.8.)$$

სადაც σ_{ij} – არის დამოკიდებულება i ფასიანი ქაღალდის და j ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას შორის.

r_{it} და r_{jt} – i და j ფასიანი ქაღალდების დაკვირვებადი შემოსავლიანობა დროის t მომენტში.

$E(r_i)$ და $E(r_j)$ ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა.

N – დაკვირვების ბიჯების საერთო ოდენობა.

გავთვალოთ კოვარიაცია ფირმების „არკტურის“, „ვეგას“ და „სირიუსის“ შემოსავლიანობებს შორის:

$$\sigma_{a,b} = \frac{1}{9}\sum_{i=1}^{10}\left[r_{a,i} - E(r_a)\right]\times\left[r_{b,i} - E(r_b)\right] =$$

$$= \frac{1}{9}[(0{,}120-0{,}105)\times(-0{,}080-0{,}128)+(-0{,}040-0{,}105)\times(0{.}240-0{.}128)+\ldots+$$

$$+(0{,}050-0{,}105)\times(0{,}070-0{,}128)] = -0{,}012.$$

ანალოგიური გათვლები ძალუძს $\sigma_{a,c}$= -0.006; $\sigma_{b,c}$=+0,006.

მოტანილი ციფრები გვიჩვენებენ, რომ ფირმების „არკტურის“ და „ვეგას“ შემოსავლიანობა საწინააღმდეგო მიმართულებით აქვთ ცვლილების ტენდენცია.

ანალოგიურად, კოვარიაციის $\sigma_{a,c}$=-0,006; უარყოფითი სიდიდე მიუთითებს, რომ „არკტურის“ და „სირიუსის“ შემოსავლიანობა საპირისპირო მიმართულებით იცვლება. და ბოლოს, $\sigma_{b,c}$=+0,006. მიუთითებს „ვეგას“ და „სირიუსის“ შემოსავლიანობის ერთი მიმართულებით ცვლილებაზე.

კოვარიაციის გათვლისას გამოიყენება შემოსავლიანობის სიდიდეები, და თუკი შემოსავლიანობის ათწილადების ნაცვლად პროცენტების მიხედვით გამოვსახავთ, ე.ი. r_i=0,12-ის ნაცვლად ჩავწერთ 12%-ს, მაშინ ასეთი გათვლების დროს $\sigma_{i,j}$-ის სიდიდე გაიზრდება და შეადგენს მაგალითად $\sigma_{a,b}$=-120. ამან შეიძლება შეცდომაში შეგვიყვანოს. რადენადაც $\sigma_{i,j}$ აბსოლუტური სიდიდის ზრდასთან ერთად იზრდება ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის ურთიერთკავშირის ხარისხი, რაღა თავიდან იქნას აცილებული ასეთი გართულებები, ხშირი ორი შემთხვევითი სიდიდის ურთიერთკავშირის ხარისხის განსაზღვრისათვის იყენებენ შეფარდებით სიდიდეს, კორელაციის კოეფიციენტს $P_{i,j}$.

$$P_{i,j} = \frac{\sigma_{i,j}}{\sigma_i \times \sigma_j} \qquad (25.9.)$$

ე.ი. კორელაციის კოეფიციენტი i-ური და j-ური ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის ტოლია ამ შემოსავლების კოვარიაციების დამოკიდებულებისა მათ სტანდარტულ გადახრებთან. მნიშვნელობა $P_{i,j}$ იცვლება $-1 \le P_{i,j} \le +1$ და არ არის დამოკიდებული $\sigma_{i,j}$ და σ_i და σ_j სიდიდეების გათვლის ხერხებზე. ეს განაპირობებს იმას, რომ უფრო ზუსტად შეყასდეს ორი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის ურთიერთკავშირის ხარისხი: თუკი $P_{i,j}$>0, მაშინ i-ური და j-ური ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას აქვს ტენდენცია შეიცვალოს ერთი და იგივე მიმართულებით, რაც უფრო ახლოსაა $P_{i,j}$-ის მნიშვნელობა +1 სიდიდესთან, მით უფრო ძლიერია ეს ურთიერთკავშირი. როცა $P_{i,j}$=+1-ს, მაშინ ითვლება, რომ i და j ფასიანი ქაღალდებს აქვს აბსოლუტურად დადებითი კორელაცია. ამ შემთხვევაში $r_{i,i}$ და $r_{j,i}$ – წლიური შემოსავლიანობის მნიშვნელობა ერთმანეთთან წრფივ დამოკიდებულებაში არიან, ანუ $r_{i,i}$-ს ნებისმიერი ცვლილებისას ყოველთვის პროპორციულად შეიცვლება $r_{j,i}$, იგივე მიმართულებით.

თუკი $P_{i,j}$-ს მნიშვნელობა უარყოფითია, მაშინ $r_{i,i}$ და $r_{j,i}$-ებს აქვთ ტენდენცია შეიცვალონ სხვადასხვა მიმართულებით. რაც უფრო ახლოსაა ამ $P_{i,j}$ შემთხვევაში (-1) სიდიდესთან, მით უფრო მაღალია უარყოფითი ურთიერთკავშირის ხარისხი. როცა $P_{i,j}$=-1-ს. სახეზეა აბსოლუტურად უარყოფითი კორელაცია, როცა $r_{i,i}$ და $r_{j,i}$ დაკავშირებულნი არიან უარყოფითი წრფივი დამოკიდებულებით. როცა $P_{i,j}$=0, მაშინ არ არსებობს არანაირი კავშირი ორი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას შორის.

როგორ ეისარგებლოთ განხილული კატეგორიებით საინვესტიციო პორტფელის რისკის შეფასებისას. ინვესტიციების ნებისმიერი ობიექტის რისკი შეიძლება შეფასდეს σ^2 დისპერსიის სიდიდით. ასეთ შემთხვევაში საინვესტიციო პორტფელის რისკიც უნდა შეფასდეს პორტფელის შემოსავლიანობის დისპერსიის $\sigma^2_{პორტფ}$ მეშვეობით. ეთქვათ, საკვლევ პორტფელში არის n ფასიანი ქაღალდი, მაშინ

პორტფელის დისპერსია უნდა გაითვალოს ცნობილი (25.10.) ფორმულით.

$$\sigma^2_{\text{პორტფ.}} = \frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}\left[r_{\text{პორტფ.}} - E\left(r_{\text{პორტფ.}}\right)\right]^2 \qquad (25.10.)$$

სადაც $E(r_{\text{პორტფ.}})$-პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. $r_{\text{პორტფ.}}$-პორტფელის დაკვირვებადი ფაქტიური შემოსავლიანობა გათვლის ბიჯისათვის.

თავდაპირველად დავუშვათ, რომ პორტფელში შედის მხოლოდ ორი ფასიანი ქაღალდი დისპერსიებით σ_1^2 და σ_2^2, კოვარიაციით $\sigma_{1,2}$, რომელთა შეძენაზე ინვესტორი ხარჯავს თავდაპირველი კაპიტალიდან W_1 და W_2 წილს. თუკი ჩავატარებთ შესაბამის გამოთვლებს, მაშინ შეიძლება დავამტკიცოთ, რომ ამგვარი პორტფელის დისპერსია შეადგენს სიდიდეს:

$$\sigma^2_{n=2} = W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2 \times W_1 \times W_2 \times \sigma_{1,2}. \qquad (25.11.)$$

იმ პორტფელისათვის, რომელიც შედგება სამი ფასიანი ქაღალდისაგან დისპერსიებით σ_1^2, σ_2^2 და σ_3^2, და კოვარიაციებით $\sigma_{1,2}$, $\sigma_{1,3}$ და $\sigma_{2,3}$, დისპერსია ტოლი იქნება:

$$\sigma_n^2 = W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + W_3^2 \times \sigma_3^2 + 2W_1W_2\sigma_{1,2} + 2W_1W_3\sigma_{1,3} + 2W_2W_3\sigma_{2,3}.$$

საერთო სახით პორტფელის დისპერსია, რომელიც შედგება N ფასიანი ქაღალდისაგან, გამოისახება ფორმულით

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2\sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_i^2W_j^2\sigma_{i,j} \qquad (25.12.)$$

თუ გავითვალისწინებთ, რომ კორელაციის კოეფიციენტი $\rho_{i,j} = \frac{\sigma_{i,j}}{\sigma_i \times \sigma_j}$, მაშინ აღნიშნული ფორმულა მიიღებს ასეთ სახეს:

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2\sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_iW_j\rho_{i,j}\sigma_i\sigma_j \qquad (25.13.)$$

დავუშვათ, რომ ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს სამი ფასიანი ქაღალდისაგან — კომპანიების: „არკტურის", „ვეგას" და „სირიუსის" აქციებისაგან. ამასთან საწყისი ინვესტიციებიდან ის ხარჯავს W_A=0.2 „არკტური"-ს აქციებზე, W_B=0,3 — „ვეგას" აქციებზე და W_C=0.5-ს „სირიუსის" აქციებზე ($W_A+W_B+W_C$=0,2+0,3+0,5=1). რას უდრის ასეთი პორტფელის რისკი და მოსალოდნელი შემოსავლიანობა?

შეასრულოთ გათვლები ადრე მიღებული სიდიდეების გამოყენებით:

$$E\left(r_{\text{პორტფ.}}\right) = W_a \times E\left(r_a\right) + W_b \times E\left(r_b\right) + W_c \times E\left(r_c\right) = 0,2 \times 0.105 + 0,3 \times 0,128 + 0,5 \times 0,194 = 0.156, \text{ ან } 15,6\%$$

$$\sigma_n^2 = W_a^2\sigma_a^2 + W_b^2\sigma_b^2 + W_c^2\sigma_c^2 + 2W_aW_b\sigma_{a,b} + 2W_aW_c\sigma_{a,c} + 2W_bW_c\sigma_{b,c} = 0.04 \times 0,014 + 0.09 \times 0,019 +$$
$$+0,25 \times 0,036 + 2 \times 0,03 \times (-0,012) + 2 \times 0,2 \times 0,5 \times (-0,006) + 2 \times 0,3 \times 0,5 \times 0,006 + 0,0104$$

ლაბორატორიული სამუშაო 5

ყველა თეორიულ კვლევაში მარკოვიცი გულისხმობდა, რომ შემოსავლიანობის მნიშვნელობა r_i პორტფელის აქციაზე არის შემთხვევითი სიდიდე, რომელიც ნაწილდება ნორმალური (გაუსის) კანონით. ამასთან დაკავშირებით მარკოვიცი ამოდიოდა ვარაუდიდან, რომ ინვესტორი აყალიბებს თავის პორტფელს მხოლოდ ორი მაჩვენებლების შეფასების საფუძველზე; E(r) — მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და σ — სტანდარტული გადახრა, როგორც რისკის საზომი, რამდენადაც მხოლოდ ეს ორი მაჩვენებელი განსაზღვრავს შემთხვევითი რიცხვების ალბათობის სიმჭიდროვეს (სიბრტყეს), ნორმალური განაწილების პირობებში. შესაბამისად, ინვესტორმა უნდა შეაფასოს მოსალოდნელი უკუგება და სტანდარტული გადახრა ყოველი პორტფელისათვის და შეარჩიოს უკეთესი პორტფელი, რომელიც ყველაზე მეტად აკმაყოფილებს მის სურვილებს — მაქსიმალური შემოსავლიანობის

უზრუნველყოფას, $E(r_{პორტ})$ — სტანდარტული გადახრის $\sigma_{პორტ}$—დასაშვები მნიშვნელობის პირობებში. ამის შემდეგ თუ რომელ კონკრეტულ პორტფელს მაინიჭებს უპირატესობას ინვესტორი, ეს უკვე დამოკიდებულია მის ინტუიციაზე შეაფასოს „შემოსავლიანობა/რისკი"-ს თანაფარდობა.

განვიხილოთ შემდეგი მაგალითი. ვთქვათ, სახეზეა ორი საინვესტიციო პორტფელი: A და B, ცნობილია, რომ წლიური შემოსავლიანობა პირველი პორტფელისა არის 7%, ხოლო მეორისი — 15%. თუ ინვესტორს აქვს სანაზა 100 ათასი ლარი, მაშინ პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში (ვთქვათ ერთი წელი) იგი პირველი პორტფელიდან მიიღებს 107 ათას ლარს, ხოლო მეორედან — 115 ათას ლარს. ცხადია, ამ თვალსაზრისიდან პირველი პორტფელი ნაკლებ მომგებიანია და ინვესტორი ირჩევს მეორე პორტფელს. დაუშვათ, რომ სტანდარტული გადახრა პირველი პორტფელისათვის შეადგენს σ_1=5%, ხოლო მეორე პორტფელისათვის σ_2=20%-ს. თუკი ჩვატარებთ შესაბამის გათვლებს, მაშინ შეიძლება დავასკვნათ, რომ შემოსავლიანობის და რისკის ასეთი მონაცემების პირობებში არსებობს 0% ალბათობა იმისა, რომ პირველი პორტფელის შეძენის შემთხვევაში ინვესტორი მიიღებს 70 ათას ლარზე ნაკლებ შემოსავალს და 1% ალბათობის შემთხვევაში მსგავსი შედეგი იქნება მეორე პორტფელის შეძენისას. ინვესტირების შემდგომი შესაძლო შედეგები A და B პორტფელების შემთხვევაში შეტანილია ცხრილში 25.3.

A და B პორტფელების შესაძლო ვარიანტების შედარება

ცხრილი 25.3.

პორტფელის მოსალოდნელი შეკუმშვის დონე პოლდინგური პერიოდის ბოლოს	იმის ალბათობის პროცენტი, რომ პორტფელის შეკუმშვა ამ სიდიდეზე ნაკლები იქნება	
	A პორტფელი	B პორტფელი
70 ათასი ლარი	0	1
80 ათასი ლარი	0	4
90ათასი ლარი	0	11
100ათასი ლარი	8	23
110 ათასი ლარი	95	40
1120 ათასი ლარი	99	59
130 ათასი ლარი	100	77

ცხრილი 25.3-ში მოტანილი მონაცემები გვაჩვენებს, რომ პორტფელის არჩევის პრობლემა არც ისე ტრივიალურია. სინამდვილეში, B პორტფელი გეპირდება მეტ უკუგებას (15%). მაგრამ ინვესტირებას შესაძლო შედეგების გაფანტვა B პორტფელში ძალზე დიდია. არსებობს 23%-იანი ალბათობა იმისა, რომ შემოსავალი B პორტფელიდან იქნება 100 ათასზე ნაკლები, ე.ი. არც კი გაშოსყიდება საწყისი საინვესტიციო დანახარჯები. A პორტფელის შემთხვევაში ინვესტირებიდან დანაკარგის ალბათობა (ე.ი. შემოსავლის მიღება 100 ათას მანეთზე ნაკლები ოდენობით) არ აჭარბებს 8%-ს.

ამასთან დაკავშირებით გამორიცხული არ არის, რომ ზოგი ინვესტორი უპირატესობას მაინიჭებს A პორტფელს იმ მოსაზრებით, რომ „ჯობია წაწკანა გეჭიროს ხელში, ვიდრე წერო ღრუბლებში". დაე. მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იყოს დაბალი, მაგრამ იგი უფრო სტაბილურია. მეორე მხრივ, ინვესტორები, რომელთაც აქვთ მეტი გარისკვის უნარი, ირჩევენ B პორტფელს. მარჯალია არსებობს 23%-იანი ალბათობა (100%-77%), რომ შემოსავალი მისგან 130 ათასი ლარი იქნება, მაშინ როცა A პორტფელისათვის ასეთი შემთხვევა პრაქტიკულად არ არის. ე.ი. B პორტფელში ინვესტირების შემთხვევაში გვაქვს ტოლალბათობა — (23%) და დანაკარგები (შემოსავალი დაბალია საინვესტიციო ხარჯებთან შედარებით) და ძალზე მაღალი შემოსავლები (130 ათასზე მეტი). მოიძებნება გარისკვის მსურველები? ცხადია ასეთი ინვესტორებისათვის იქნება ზღვარი — შემოსავლიანობის დონე $E(r_{პორტ})$ და სტანდარტული გადახრა $\sigma_{პორტ}$.

25.3. ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲘᲡ ᲠᲘᲡᲙᲡᲗᲐ ᲓᲐ ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲕᲚᲘᲐᲜᲝᲑᲐᲡ ᲨᲝᲠᲘᲡ. ᲔᲤᲔᲥᲢᲘᲐᲜᲘ ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲘᲡ ᲡᲐᲖᲦᲕᲐᲠᲘ

ნებისმიერი ინვესტორის მიზანია შეადგინოს ფასიანი ქაღალდების ისეთი ეფექტიანი პორტფელი, რომელიც უზრუნველყოფს მაქსიმალურად შესაძლო სარგებლიანობას შემოსავლიანობის და რისკის ურთიერთკავშირის თვალსაზრისით. ამ პრობლემის გადაწყვეტის ძირითადი მიმართულებების საჩვენებლად ჯერ გავარკვიოთ საინვესტიციო პორტფელის კორელაციის ეფექტსა და რისკს შორის ურთიერთკავშირი.

ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲘᲡ ᲙᲝᲠᲔᲚᲐᲪᲘᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲠᲘᲡᲙᲘᲡ ᲖᲔᲛᲝᲥᲛᲔᲓᲔᲑᲐ

სიმარტივისათვის დავუშვათ, რომ პორტფელი შედგება ორი აქციისაგან. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ასეთი პორტფელის რისკი განისაზღვრება დისპერსიის სიდიდით, რომელიც გამოითვლება ფორმულით (25.14.).

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} W_i W_j P_{i,j} \sigma_i \sigma_j \qquad (25.14.)$$

გავაანალიზოთ ეს გამოსახულება: რამდენადაც პირველი ორი წევრი წარმოებულ კვადრატულ სიდიდეებს და σ_i^2. ისინი ყოველთვის ნულზე მეტია. $W_1^2 \times \sigma_1^2 > 0$ და $W_2^2 \vdots > 0$. რაც შეეხება მესამე წევრს, ესაა კორელაციის კოეფიციენტი, რომელმაც შეიძლება მიიღოს მნიშვნელობა (-1)-დან (+1)-მდე. აქედან ცხადია, რომ მაქსიმალურ სიდიდეს პორტფელის დისპერსია ღებულობს მაშინ, როცა $P_{1,2}=+1$, მაშინ:

$$\sigma_n^2 = W_1^2 \times \sigma_1^2 + W_2^2 \times \sigma_2^2 + 2W_1 \times W_2 \times \sigma_1 \times \sigma_2 = (W_1 \times \sigma_1 + W_2 \times \sigma_2)^2 \qquad (25.15.)$$

კვადრატული ფესვი ამ სიდიდიდან იძლევა სტანდარტული გადახრის სიდიდეს $\sigma_{n=2}^2 = W_1 \times \sigma_1 + W_2 \times \sigma_2$.

ე.ი. ორი აქციიდან შემდგარი პორტფელის სტანდარტული გადახრა, რომელსაც აბსოლუტურად დადებითი კორელაცია აქვს, ამ ორი ქაღალდის სტანდარტულ გადახრათა საშუალოშეწონილი სიდიდის ტოლია. მინიმალურ სიდიდეს პორტფელის დისპერსია აღწევს, მაშინ, როცა $P_{1,2}=-1$, ხოლო სტანდარტული გადახრა

$$\sigma_{n=2}^2 = (W_1 \times \sigma_1 - W_2 \times \sigma_2), \qquad (25.16.)$$

საბოლოოდ, მოვდოთ მეტად საინტერესო დასკვნამდე: როგორც არ უნდა გაანაწილოს ინვესტორმა პირველსაწყისი თანხა ორ ფასიან ქაღალდს შორის, W_1 და W_2 „წონათა“ ნებისმიერი თანაფარდობის პირობებში ყოველთვის ზედა ზღვარი მიიღწევა შემოსავლიანობის აბსოლუტური დადებითი კორელაციის პირობებში ამ ორი სიდიდეს შორის. ხოლო ქვედა ზღვარი – როცა სახეზეა აბსოლუტურად უარყოფითი კორელაცია.

მოვახდინოთ ამ დასკვნის ილუსტრირება. დავუშვათ, რომ ვაყალიბებთ პორტფელს ორი აქციიდან მოსალოდნელი შემოსავლიანობით $E(r_A)=15$ და $E(r_B)=0,10$, სტანდარტული გადახრებიდან $\sigma_1=0,20$ და $\sigma_2=0,08$. განვსაზღვროთ ხ ალტერნატიული პორტფელი „წონათა“ შემდეგი სიდიდეებით: [$W_A=1$; $W_B=0$]. პირველი და მომდევნო პორტფელები: [$W_A=0,8$; $W_B=0,2$]; [$W_A=0,6$; $W_B=0,4$]; [$W_A=0.4$; $W_B=0,6$]; [$W_A=0,6$; $W_B=0.4$]; [$W_A=0$; $W_B=1$]. ახლა გავთვალოთ პორტფელების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, ასევე სტანდარტული გადახრა ყოველი პორტფელისათვის კორელაციის კოეფიციენტების სხვადასხვა

[1] ბოლო გამოსახულებიდან შეიძლება გაკეთდეს საინტერესო დასკვნა: თუ ორი აქციის შემოსავლიანობა დაკავშირებულია ერთმანეთთან აბსოლუტური უარყოფითი კორელაციით, მაშინ σ_1 და σ_2 განსაზღვრული მნიშვნელობის პირობებში შეიძლება ნაპოვნი იქნეს პორტფელის აქციების W_1 და W_2 წონაა ისეთი კომბინაცია, რომლის დროს პორტფელის რისკი იქნება 0-ის ტოლი. ვიპოვოთ ეს დამოკიდებულება: პირობით, როცა $\sigma_{პორტფ.} = (W_1 \times \sigma_1 - W_2 \times \sigma_2)=0$. მაგრამ $W_1+W_2=1$, ჩავსვათ ეს გამოსახულება $\sigma_{პორტფ.}$: $\sigma_{პორტფ.}=\sigma_1 \times (1-W_2)-W_2 \times \sigma_2=0$. აქედან

$$W_1 = \frac{\sigma_2}{\sigma_1 + \sigma_2}; \quad W_2 = \frac{\sigma_1}{\sigma_1 + \sigma_2};$$

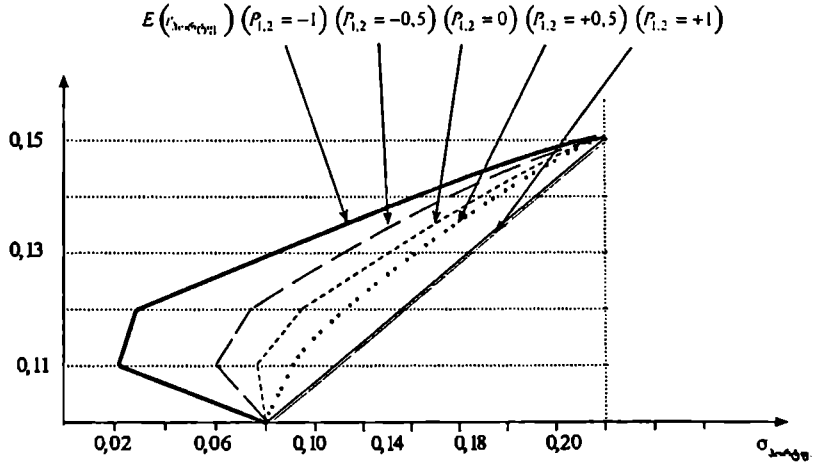
მნიშვნელობების პირობებში. მიღებული შედეგები ჩაუსვათ ცხრილში 25.4.

სტანდარტული გადახრებისა და შემოსავლიანობის დამოკიდებულება სხვადასხვა პორტფელებში კორელაციის კოეფიციენტების ცვლილებისას

ცხრილი 25.4.

პორტფელი	W_A=1 W_B=0	W_A=0,8 W_B=0,2	W_A=0,6 W_B=0,4	W_A=0,4 W_B=0,6	W_A=0,2 W_B=0,8	W_A=0 W_B=1
პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r)= W_A \times r_A, W_B \times r_b$	0,15	0,14	0,13	0,12	0,11	0.10
სტანდარტული გადახრა σ, P_{ab} სიდიდის შემთხვევაში ტოლია						
$P_{a,b}$=+1	0,2	0,176	0,152	0,128	0.104	0,08
$P_{a,b}$=+0,5	0,2	0,169	0,139	0,112	0,091	0,08
$P_{a,b}$=0	0,2	0,161	0,124	0,093	0.075	0.08
$P_{a,b}$=-0,5	0,2	0,153	0,108	0,070	0.056	0.08
$P_{a,b}$=-1	0,2	0,144	0,088	0,032	0.024	0.08

გადავიტანოთ ცხრილი 25.4-ის მონაცემები გრაფიკზე (ნახ. 25.2.). სადაც ღერძებზე გადატანილია მოსალოდნელი შემოსავლიანობის სიდიდე $E(r_{პორტფ})$ ყოველი პორტფელისათვის და მისი სტანდარტული გადახრები σ:

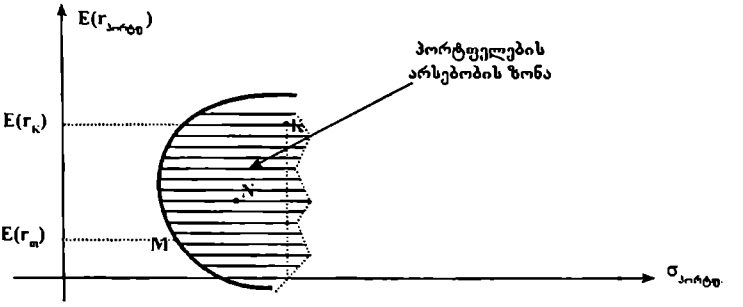


ნახ. 25.1. პორტფელების შემოსავლიანობისა და სტანდარტული გადახრების დამოკიდებულება კორელაციის კოეფიციენტის სხვადასხვა სიდიდეების პირობებში

როგორც ნახაზიდან ჩანს, E ($r_{პორტფ}$) შემოსავლიანობის ნებისმიერი კონკრეტული მნიშვნელობის პირობებში, რაც უფრო დაბალია კორელაცია პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის, მით უფრო დაბალია რისკის დონე.

სხვადასხვა პორტფელების სტანდარტულ გადახრათა მნიშვნელობების შედარება საშუალებას გვაძლევს გავაკეთოთ ორი მნიშვნელოვანი დასკვნა: **ჯერ ერთი, სხვადასხვა პორტფელების ერთსა და იმავე მნიშვნელობას ყოველთვის შეესაბამება σ-ის სხვადასხვა მნიშვნელობები. ანუ ფასიანი ქაღალდების პორტფელში დამოკიდებულებათა ცვლილების დროს იცვლება პორტფელის რისკიც.** მეორეც, და რაც მეტად მნიშვნელოვანია, ნებისმიერი პორტფელისათვის კორელაციის კოეფიციენტის შემცირებასთან ერთად მცირდება პორტფელის რისკი (თუკი რა თქმა, უნდა პორტფელი არ შედგება მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდისაგან).

თუკი ავიღებთ შემთხვევითობის ნებისმიერი კორელაციის კოეფიციენტებს, (-1)-დან (+1)-მდე საზღვრებში, ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა რაოდენობას (3,4,5....,n), და შეეადგენთ მათგან პორტფელებს, ყოველი ფასიანი ქაღალდის „წონის" ვარირების პირობებში, მაშინ ყოველი კონკრეტული k პორტფელისათვის ადგილი ექნება სრულიად განსაზღვრულ დამოკიდებულებას. თუკი ამ დამოკიდებულებას გადავიტანთ ღერძებზე E(r) და σ, ჩვენ მივიღებთ k წერტილს კოორდინატებით $[E(r_k); \sigma_k]$ ნახ. 25.3.-ზე.



ნახ. 25.3. პორტფელების შესაძლო არსებობის ზონა

დაშტრიხული ფართო წარმოადგენს შერჩეული ფასიანი ქაღალდებისაგან შექმნილი პორტფელების შესაძლო არსებობის ზონას.

ფასიანი ქაღალდების სხვა ნაკრებისათვის ყოველი ფასიანი ქაღალდის განსაზღვრული წონით ვღებულობთ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის და რისკის უკვე სხვა თანაფარდობას (მაგ., N წერტილი 25.3. ნახაზზე).

ვთქვათ, ინვესტორმა აირჩია n აქციები და ქმნის პორტფელს. თუკი დავუშვებთ, რომ პორტფელის ნებისმიერი აქცია შეიძლება დაიწყოს განსაზღვრული ოდენობის ნაწილებად და ინვესტორის შეუძლია შეიძინოს აქციების ნებისმიერი ნაწილი, მაშინ ინვესტორის მიერ შერჩეული ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი შეხლებული ნაკრებიდან პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხოვნობის და მათი წონის ვარირების გზით, შეიძლებოდა მიგვეღო პორტფელების უსაზღვრო ოდენობა. დაშვება აქციების დაყოფის შესახებ არის მარკოვიცის მოდელის **დაშვება 6**.

თუკი n შერჩეული აქციებისაგან შექმნილი ყოველი პორტფელისათვის განვსაზღვრავთ მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და სტანდარტულ გადახრას, გადავიტანთ მათ სიდიდეებს გრაფიკზე (ნახ. 25.3.), მაშინ მივიღებთ წერტილთა ერთობლიობას — **პორტფელების არსებობის სფეროს**. იგი განსაზღვრავს ყველა შესაძლო პორტფელს ფასიანი ქაღალდების შერჩეული რაოდენობისათვის. როგორც 25.3. ნახაზიდან ჩანს, ამ ზონას აქვს ჰიპერბოლური ფორმა, იმ ფასიანი ქაღალდების რაოდენობასა და ხასიათის მიხედვით, რომლებიც პორტფელში შედიან (მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, დისპერსია,

კორელაციის კოეფიციენტები). ეს ზონა შეიძლება აირიოს მარცხნიდან მარჯვნივ ანდა ზემოდან ქვემოთ. შეიძლება შემობრუნდეს, გახდეს უფრო ფართო, ან კიდევ უფრო დაეწროვდეს.

როგორ მოიქცეს ამ შემთხვევაში ინვესტორი? თუკი იგი ფასიანი ქაღალდების შეზღუდული ოდენობისაგან გადაწყვეტს ჩამოაყალიბოს ოპტიმალური პორტფელი, ოპტიმალური პორტფელის ძიებისას შეადგენს ფასიანი ქაღალდების ყველა შესაძლო კომბინაციას (ასეთი კომბინაციები კი, როგორც აღვნიშნეთ, უსაზღვრო რაოდენობით შეიძლება იყოს), ეს, ცხადია უპერსპექტივო ქმედებაა. ოპტიმალური პორტფელის შერჩევის პრობლემის გასაღები არის **მარკოვიცის მიერ ფორმულირებული თეორემა პორტფელის ეფექტიანი შერჩევის შესახებ. ე.წ. პორტფელების ეფექტიანობის საზღვრები.** ამ თეორიის თანახმად ნებისმიერი ინვესტორი პორტფელების უსაზღვრო ნაკრებიდან უნდა ირჩევდეს ისეთ პორტფელს, რომელიც აკმაყოფილებს ორიდან ერთ პირობას:

1. უზრუნველყოფს მაქსიმალურად მოსალოდნელ შემოსავლიანობას რისკის ყოველი შერჩეული დონისათვის.
2. უზრუნველყოფს მინიმალურ რისკს შემოსავლიანობის ყოველი შერჩეული სიდიდისათვის.

პორტფელები, რომლებიც აკმაყოფილებენ ამ პირობას, მარკოვიცმა შეიტანა ეფექტიანი პორტფელების სიაში.

მარკოვიცის თეორიის არსი შემდეგში მდგომარეობს: თუკი ინვესტორმა აირჩია n აქციები თავისი მახასიათებლებით $\left[E(r_i);\ \sigma_i^2;\ \sigma_{i,j};\ P_{i,j},\ \text{სადაც } i,j=1,2,\ldots,n\right]$ და მიანიჭა რაიმე მნიშვნელობა პორტფელის მოსალოდნელ მომგებიანობას $E(r_{პორტფ.})=E^*$, ამ დროს მოძებნება ფასიანი ქაღალდების მხოლოდ ერთი კომბინაცია პორტფელში (ე.ი. ერთადერთი პორტფელი), როცა პორტფელის რისკი შემოსავლიანობის მოცემული მნიშვნელობა $E(r_{პორტფ.})=E^*$ პირობებში იქნება მინიმალური. თუკი დავუბრუნდებით ნახ. 25.1.-ს და 25.2.-ს, მაშინ თეორიების დასკვნა მეტყველებს: მოსალოდნელი შემოსავლიანობის რა სიდიდეც არ უნდა იყოს განსაზღვროს ინვესტორმა (მაგ. 0.11; 0.12; 0.19. ნახ. 25.2.-ზე ან $E(r_m)$ ნახ. 25.2.-ზე) ყოველთვის ფასიანი ქაღალდების გადარჩევის გზით შეიძლება ვიპოვოთ ისეთი ერთიანი პორტფელი, რომლის დროსაც რისკის დონე მიაღწევს მინიმალურ სიდიდეს (ნახ. 25.2.-ზე ეს არის წერტილები, რომლებიც დევს $P_{1,2}=-1$ წრფეზე, ხოლო 25.3.-ზე – წერტილი M).

პორტფელთა ნაკრები, რომელიც ახდენს რისკის მინიმიზაციას მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ყოველი სიდიდისათვის ქმნის ე.წ. **ეფექტიანობის საზღვარს** – ნახ. 25.3.-ზე ესაა R წრიული – პორტფელის არსებობის სფეროს მარცხენა საზღვარი. როგორც მოცემული სურათიდან ჩანს, $E(r)$ სიდიდის გადაადგილებისას საზღვრიდან ზევით და მარჯვნივ, σ-ც ღიდდება, ხოლო ქვევით და მარცხნივ გადაადგილებისას კი მცირდება.

ამრიგად, ეფექტიანია პორტფელი, რომელიც მოცემული სიდიდის მოსალოდნელი $E(r_{პორტფ.})$ შემოსავლიანობის პირობებში უზრუნველყოფს მინიმალურ რისკს და რისკის მოცემული დონის პირობებში — მაქსიმალურ უკუგებას.

დივერსიფიკაციის ზემოქმედება პორტფელის რისკზე

როგორც ზემოთ აღინიშნა, პორტფელის რისკზე ძირითად გავლენას ახდენს პორტფელში შემავალი აქციების შემოსავლიანობის კორელაციის ხარისხი – რაც უფრო დაბალია კორელაციის დონე, ე.ი. რაც უფრო ახლოსაა კორელაციის კოეფიციენტი (-1)-თან, მით უფრო დაბალია პორტფელის რისკი. მაშინ შეიძლება დავუშვათ, რომ დივერსიფიკაციის გზით – ანუ პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის და მათი მახასიათებლების ცვლილებით, ინვესტორს შეუძლია შეამციროს პორტფელის რისკის დონე ისე, რომ არ შეცვალოს მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შეუცვლელად.

დივერსიფიკაცია, როგორც არსებული პორტფელის ცვლილებების პროცესი, უნდა აღქმული იქნას რომ პორტფელის ფორმირების ვარიანტების უსაზღვროდ გამეორების გათვალისწინებით. მხოლოდ ამ დაშვებით შეიძლება მოვაღწიოთ **დივერსიფიკაციის ძირითად დანიშნულებას — რისკის შემცირებას**

ფორმირებული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის არსებითი ცვლილების (შემცირების) გარეშე. მართლაც, თუკი დიფერსიფიკაციას აღვიქვამთ, როგორც პორტფელების ფორმირების ყველა შესაძლო ვარიანტს, მაშინ მიღალთ დასკვნამდე — ნებისმიერი სიდიდის პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უნდა საბოლოოდ მიისწრაფოდეს საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობისაკენ.

ასეთი მჯელობის დამტკიცების მიზნით დაუშვათ, რომ გვაქვს სამი ფასიანი ქაღალდი შემდეგი მახასიათებლებით:

პირობითი მონაცემები ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის შესახებ	
ფასიანი ქაღალდი	მოსალოდნელი შემოსავლიანობა E(r)
1	0,20
2	0,18
3	0,10

ყველაზე მარტივი გზა დივერსიფიკაციის ზემოქმედების შეფასებისათვის მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე და რისკზე არის იმის დაშვება, რომ ფასიანი ქაღალდებს აქვს პორტფელში ერთნაირი წონა ე.ი.

$$W_1 = W_2 = W_3, \qquad W_n = 1/n.$$

სადაც, არის პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა. ამრიგად, თანაბარშეწონილ პორტფელში ყველა ფასიანი ქაღალდი ერთნაირ გავლენას ახდენენ მთელი პორტფელის მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე.

განხილულ მაგალითში პორტფელები ყალიბდება მხოლოდ სამი ფასიანი ქაღალდისაგან ნებისმიერი შეთანაწყობით. დაუშვათ, რომ ინვესტორმა მიიღო გადაწყვეტილება პორტფელში შექმნას მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდისაგან. რისი ტოლი იქნება ამ შემთხვევაში ასეთი პორტფელების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა? ამ კითხვაზე პასუხის გაცემისას აუცილებლად უნდა იქნას მხედველობაში მიღებული შემდეგი გარემოება: მოცემულ საბაზრო პირობებში (ბაზარი მოიცავს მხოლოდ სამ ფასიან ქაღალდს), არსებობს სამი შესაძლო პორტფელი, რომელიც მოიცავს მხოლოდ ერთ ფასიან ქაღალდს: ა) პორტფელი ფასიანი ქაღალდით; ბ) პორტფელი ფასიანი ქაღალდით 2 და პორტფელი ფასიანი ქაღალდით 3. ამ შემთხვევაში პირველი პორტფელისათვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს $E(r_1)=0,20$; მეორისათვის იგი ტოლი იქნება $E(r_2)=0,18$ და მესამე პორტფელისათვის $E(r_3)=0,10$. რამდენადაც ინვესტორს შეუძლია შეარჩიოს ნებისმიერი ამ პორტფელებიდან, მაშინ პორტფელში მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდის ჩართვა ინვესტორს მოუტანს საშუალოდ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას:

$$E(r_{port})=[E(r_1)+E(r_2)+E(r_3)]/3=(0,20+0,18+0,10)/3=0,16.$$

დაუშვათ, რომ ინვესტორმა გადაწყვიტა პორტფელში ჩართოს ორი ფასიანი ქაღალდი, რისი ტოლი იქნება ამ შემთხვევაში პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა? არსებობს ასეთი პორტფელის სამი შესაძლებლობა: ა) პორტფელი 1 და 2 ფასიანი ქაღალდისაგან; ბ) პორტფელი 1 და 3 ფასიანი ქაღალდისაგან და გ) პორტფელი 2 და 3 ფასიანი ქაღალდისაგან. რამდენადაც საუარაუდოდ ყველა ფასიანი ქაღალდს აქვს ტოლი „წონა", მაშინ პორტფელებზე მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს:

$$E(r_{1-2})= [E(r_1)+E(r_2)]/2=(0,20+0,18)/2=0,19$$
$$E(r_{1-3})= [E(r_1)+E(r_3)]/2=(0,20+0,10)/2=0,15$$
$$E(r_{2-3})= [E(r_2)+E(r_3)]/2=(0,18+0,10)/2=0,14$$

რამდენადაც ინვესტორს შეუძლია აირჩიოს ნებისმიერი ამ პორტფელთაგან, მაშინ ორი ფასიანი ქაღალდით ფორმირებული პორტფელიდან იგი მიიღებს საშუალო მოსალოდნელ შემოსავლიანობას:

$$E(r_{n=1})=[E(r_{1-2})+E(r_{1+1})+E(r_{2-3})]/3=(0,19+0,15+0,14)/3=0,16.$$

და ბოლოს, დაუშვათ, რომ ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს სამი ფასიანი ქაღალდისაგან. ჩვენი ვარაუდით ბაზარზე მიმოიქცევა მხოლოდ სამი ფასიანი ქაღალდი, ე.ი. ამ შემთხვევაში ყალიბდება საბაზრო პორტფელი, რომლის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა ტოლი იქნება:

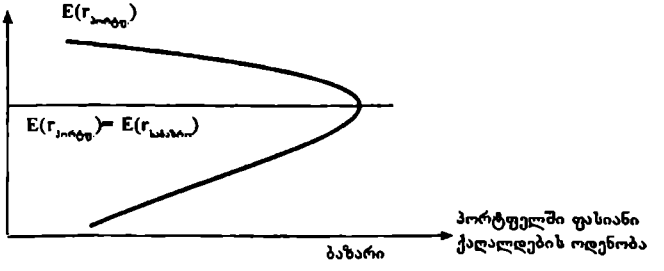
$$E(r_{\text{საბაზრო}})= E(r_{1+2-3}) =[E(r_1)+E(r_2)+E(r_3)]/3=(0,20+0,18+0,10)/3=0,16. \qquad (25.17.)$$

როგორც მოცემული მაგალითი გვიჩვენებს, იმისაგან დამოუკიდებლად, თუ რა რაოდენობის ფასიანი ქაღალდების ჩადება გადაწყვიტა ინვესტორმა პორტფელში, ნებისმიერი პორტფელიდან საშუალოდ მოსალოდნელი შემოსაელიანობა ყოველთვის შეადგენს 0,16. ეს არის საბაზრო პორტფელის შემოსაელიანობა. შესაბამისად, დივერსიფიკაცია, როგორც ასეთი, გავლენას არ ახდენს პორტფელის მოსალოდნელ შემოსაელიანობაზე. სხვა სიტყვებით, საშუალოდ, პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის მიუხედავად, შემთხვევით შერჩეული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა ყოველთვის საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობის ტოლი იქნება.

მაგრამ ეს სულაც არ ნიშნავს იმას, რომ მოცემული სიდიდის ყველა პორტფელს ექნება ერთნაირი მოსალოდნელი შემოსაელიანობა. დივერსიფიკაცია ზემოქმედებას ახდენს დისპერსიაზე. ე.ი. გავლენას ახდენს ახლად ჩამოყალიბებული პორტფელების მოსალოდნელი შემოსაელიანობის საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობისაგან გადახრის ხარისხზე. სინამდვილეში, მართალია, ინვესტორისათვის ნებისმიერი სიდიდის პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა ყოველთვის უტოლდება 0,16-ს, მაგრამ უნდა აღინიშნოს ერთი გარემოება: როცა n=1. პორტფელის შემოსაელიანობის შესაძლო ვარიანტები შეადგენენ 0,20; 0,18 და 0.10. შემოსაელიანობის მნიშვნელობის ასეთი გაფანტულობის პირობებში დისპერსია შეადგენს: $\sigma^2_{n=1}=0.0028$. თუ n=2, მაშინ პორტფელის შემოსაელიანობის ვარიანტები შეადგენენ: 0,19, 0,15 და 0,14. ხოლო შემოსაელიანობის დისპერსია $\sigma^2_{n=2}=0,0007$. და ბოლოს, როცა n=3, ყალიბდება ერთადერთი საბაზრო პორტფელი და მისი შემოსაელიანობის დისპერსია $\sigma^2_{\text{საბაზრო}}=0$.

შესაბამისად, პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვის ზრდასთან ერთად პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობის დისპერსია საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელ დისპერსიასთან შედარებით მცირდება, ხოლო $E(r_{\text{პორტ}})$ მნიშვნელობა სულ უფრო ახლოს განსაზღვრება $E(r_{\text{საბაზრო}})$-თან. ამ დასკვნას ილუსტრირებას უკეთებს ნახ. 25.4.-ზე წარმოდგენილი გრაფიკი.

ნახაზიდან ჩანს, რომ პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხოვნობის ზრდასთან ერთად პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობის გადახრა მცირდება.



ნახ. 25.4. პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობის დამოკიდებულება $E(r_{\text{საბაზრო}})$ პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვთან

როგორც ნახ. 25.4.-დან ჩანს, როცა n=1 მოსალოდნელი შემოსავლიანობის გაფანტვა $E(r_{პორტ.})$-თან მიმართებაში მაქსიმალურია, ე.ი. ასეთ განაწილების საშუალო სიდიდე არ იცვლება და ყოველთვის საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ტოლია. ასე რომ, ინვესტორისათვის საშუალოდ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის უცვლელობის პირობებში პორტფელის დივერსიფიკაციის მიზნები მაინც არსებობს. რამდენადაც, ასეთ შემთხვევაში ფორმირებული პორტფელის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან მიმართებაში მცირდება განუსაზღვრელობა.

დაუშვათ, რომ პორტფელში შედის n აქცია. მაშინ ასეთი პორტფელის დისპერსია გამოითვლება ფორმულით

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} W_i W_j P_{i,j} \sigma_i \sigma_j. \qquad (25.18.)$$

რათა ვაჩვენოთ დამოკიდებულება პორტფელის რისკსა და დივერსიფიკაციას შორის, სიმარტივისათვის დავუშვათ, რომ ყველა ფასიან ქაღალდს აქვს თანაბარი „წონა", ე.ი. ყოველ ქაღალდზე ინვესტორი ხარჯავს თავისი საწყისი საინვესტიციო კაპიტალის 1/n ნაწილს. შესაბამისი გათვლების ჩატარების შემდეგ შეიძლება ვაჩვენოთ, რომ ამ შემთხვევაში პორტფელის დისპერსიის მოსალოდნელი სიდიდისათვის გამოსახულებას აქვს შემდეგი სახე:

$$E(\sigma_n^2) = \frac{1}{n}\left[E(\sigma_i^2) - E(\sigma_{i,j})\right] + E(\sigma_{i,j}). \qquad (25.19.)$$

სადაც $E(\sigma_i^2)$ - არის პორტფელის მოსალოდნელი რისკი n აქციიდან;

$E(\sigma^2)$- პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების დისპერსიის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე: $E(\sigma^2) = \frac{1}{n}\left(\sum_{i=1}^{n} \sigma^2\right)$. რაც განსაზღვრავს შემოსავლიანობის განუსაზღვრელობას (რისკის) პორტფელის ყოველი ცალკეული აქციისათვის.

$E(\sigma_{i,j})$- პორტფელის ფასიანი ქაღალდების კოვარიაციის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე: $E(\sigma) = \frac{1}{n(n-1)} \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} \sigma_{ij}$. რაც განსაზღვრავს შემოსავლიანობის ურთიერთდამოკიდებულებას რისკს პორტფელის აქციებს შორის.

როგორც (25.19) ფორმულიდან ჩანს, პორტფელის მოსალოდნელი რისკი შედგება ორი კომპონენტისაგან:

1) $E(\sigma_i^2)$ პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების დისპერსიის საშუალო სიდიდე;

2) $E(\sigma_{i,j})$პორტფელში ფასიანი ქაღალდების კოვარიაციის საშუალო სიდიდე.

პორტფელის ერთიანი რისკის კომპონენტების სწორედ ასეთი ურთიერთკავშირი ხსნის დივერსიფიკაციის არსს:

პორტფელში n-ის რიცხვის ფასიანი ქაღალდების ზრდასთან ერთად (25.19.) ფორმულის პირველი შესაკრები იწყებს კლებას, ხოლო პორტფელის რისკი მიუახლოვდება კოვარიაციის საშუალო არითმეტიკულ $E(\sigma_{i,j})$ სიდიდეს. ამრიგად, თუკი პორტფელის ფასიანი ქაღალდები დაკავშირებულნი არიან აბსოლუტური დადებითი კორელაციით, ე.ი. $E(\sigma_{i,j}) < E(\sigma_i^2)$, მაშინ, პორტფელის ერთიანი რისკის ნაწილი შეიძლება შემცირდეს დივერსიფიკაციის გზით. პორტფელის რისკის ეს კომპონენტი აყალიბებს მის დივერსიფიცირებულ (არასისტემატურ) ნაწილს. ასეთ შემთხვევაში აღნიშნული ფორმულის მეორე შესაკრები ახასიათებს პორტფელის სისტემატიკურ რისკს, რომლის ბუნებიდან ამოვარდნა დივერსიფიკაციის გზით შეუძლებელია.

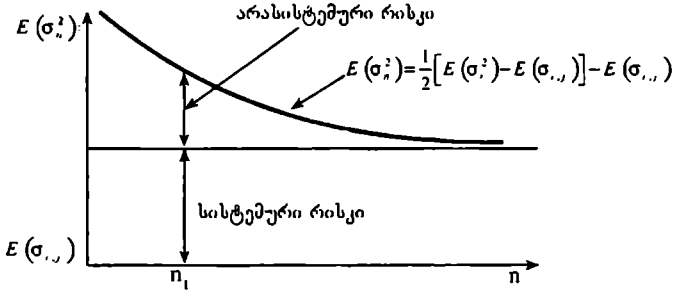
როცა პორტფელში შედის ფინანსურ ბაზარზე მიმოქცევადი ყველა ფასიანი ქაღალდი, მაშინ ჩამოყალიბდება ე.წ. საბაზრო პორტფელი. საბაზრო პორტფელის რისკი პრაქტიკულად მთლიანად

განისაზღვრება ფორმულის (25.19.) მეორე შესაკრებით, ე.ი. საბაზრო პორტფელში შემავალი აქციების კოვარიაციის საშუალო არითმეტიკული სიდიდით.

ასე. რომ პორტფელის რისკის ის ნაწილი, რომელიც შეიძლება თავიდან იქნას აცილებული დივერსიფიკაციის გზით, იწოდება დივერსიფიცირებულ ანუ არასისტემატიკურ რისკად. იმ რისკის წილი, კი, რომლის თავიდან აცილება დივერსიფიკაციის გზით არ შეიძლება, იწოდება არადივერსიფიცირებულ, ანუ სისტემურ რისკად.

ᲓᲐᲛᲝᲙᲘᲓᲔᲑᲣᲚᲔᲑᲐ ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲨᲘ ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲔᲑᲘᲡ ᲠᲘᲪᲮᲕᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲠᲘᲡᲙᲘᲡ ᲓᲝᲜᲔᲘᲡ ᲨᲝᲠᲘᲡ

ურთიერთკავშირი პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვსა (ე.ი. დივერსიფიკაციის ხარისხს) და რისკის დონეს შორის შეიძლება დემონსტრირებული იქნას გრაფიკზე (ნახ. 25.5.).



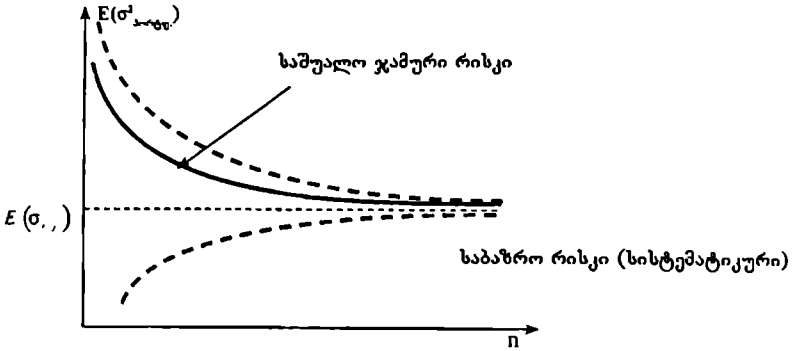
ნახ. 25.5. პორტფელის რისკის დამოკიდებულება დივერსიფიკაციაზე

ნახაზზე პორიზონტალურ ღერძზე დაიტანება პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვი. როგორც ნახაზიდან ჩანს, პორტფელში ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი რაოდენობისათვის, ვთქვათ n-სათვის, პორტფელის რისკი იყოფა ორ ნაწილად – სისტემატიკურ და არასისტემატიკურ რისკად. პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვონობის ზრდის კვალობაზე პორტფელის რისკი მცირდება და უახლოვდება სისტემატიკურ რისკს $E(\sigma$)

რამდენადაც კოვარიაციის საშუალო სიდიდე განისაზღვრება პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის კორელაციის ხარისხით, ცხადია, რომ რაც უფრო ნაკლებად იქნებიან ერთმანეთთან დაკავშირებული პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა (ე.ი. რაც უფრო ახლოს იქნებიან მათი კორელაციის კოეფიციენტები ერთთან), მით უფრო დაბალი აღმოჩნდება პორტფელის რისკი.

როგორც კვლევებმა აჩვენეს, უფრო დაბალი კორელაციის კოეფიციენტები აქვს ერთი ქვეყნის ფასიან ქაღალდებს, სხვა ქვეყნების ფასიანი ქაღალდებთან შედარებით. ამასთან დაკავშირებით ბევრ განვითარებულ ქვეყანაში შეიმჩნევა სხვა ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების შეძენის გადიდების ტენდენცია.

ნახ. 25.5.-ზე მოტანილი დამოკიდებულება პორტფელის ერთიან რისკსა და ფასიანი ქაღალდების რიცხვს შორის ყალიბდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა n-ის ყოველი სიდიდისათვის განისაზღვრება პორტფელის ფორმირების ყველა შესაძლო ვარიანტი და გამოითვლება პორტფელის დისპერსიის $\mathbf{E}(\sigma^2_{\text{პორტფ.}})$ საშუალო სიდიდე. კონკრეტული პორტფელებისათვის კი შეიძლება მისი რისკი განსხვავდებოდეს $\mathbf{E}(\sigma^2_{\text{პორტფ.}})$ -ის საშუალო სიდიდისაგან, რამდენადაც ნებისმიერი სიდიდის შერჩეული პორტფელისათვის ყოველთვის არის განუსაზღვრელობა მისი რისკის სიდიდესთან (პორტფელის დისპერსია) მიმართებაში. სხვა სიტყვებით, N-ის ნებისმიერი სიდიდისათვის შეიძლება ჩამოყალიბდეს ბევრი პორტფელი, რომელთაგანაც თითოეულს ექნება თავისი რისკი (დისპერსია) 25.6.-ზე.



ნახ. 25.6. ურთიერთკავშირი N_i პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხოვნობასა პორტფელის დისპერსიის მოსალოდნელ სიდიდეს $E(\sigma^2_{პორტფ.})$ (მთლიანი ხაზი) და დისპერსიის მოსალოდნელი სიდიდის განუსაზღვრელობას შორის (წყვეტილი ხაზი).

დისპერსიის სიდიდის გაფანტულობა მით უფრო მეტია, რაც უფრო მცირეა ფასიანი ქაღალდების რიცხვი პორტფელში. ამასთან დაკავშირებით, ყოველი კონკრეტული პორტფელის რისკი განსხვავდება $E(\sigma^2_{პორტფ.})$ -ის საშუალო სიდიდისაგან, რასაც ასახავს 25.6. ნახაზზე წყვეტილი ხაზი.

25.4. ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების განსაზღვრა. ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა

წინა პარაგრაფებში ნაჩვენები იყო, როგორ შეუძლია ინვესტორს განსაზღვროს ცალკეული ფასიანი ქაღალდის და ნებისმიერი პორტფელის შემოსავლიანობა და რისკი, ასევე შემოტანილ იქნა ეფექტიანი პორტფელის ცნება. რომელიც უზრუნველყოფს მინიმალურ რისკს შემოსავლიანობის მოცემული სიდიდის პირობებში, ჩვენი ამოცანაა ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა, რომელიც მაღალ დონეზე დააკმაყოფილებს ინვესტორის მოთხოვნებს, ე.ი. უზრუნველყოფს ოპტიმალურ, საკუთარ (ინვესტორის თვალსაზრისით) დამოკიდებულებას შემოსავლიანობასა და რისკს შორის.

ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების მდებარეობის ამოცანის საერთო დასმა

თუკი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი შედგება 2-ზე მეტი ფასიანი ქაღალდისაგან, მაშინ შეიძლება ვაჩვენოთ, რომ შემოსავლიანობის ნებისმიერი მოცემული დონის პირობებში არსებობს პორტფელების უსაზღვრო რაოდენობა, ანდა შეიძლება ჩამოვაყალიბოთ ერთიანი შემოსავლიანობის მქონე უამრავი პორ-ტფელი. მაგალითისათვის დავუბრუნდეთ კომპანიების: „არკტურის", „ეგეას" და „სირიუსის" აქციებს.

დავუშვათ, რომ ინვესტორს სურს ამ ფასიანი ქაღალდებისაგან შექმნას პორტფელი, რომელიც უზ-რუნველყოფს შემოსავლიანობას $E(r)=0,14$. მაშინ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იქნება:

$$E(r_{პორტფ})=W_A\times E(r_A)+W_B\times E(r_B)+W_C\times E(r_C). \qquad (25.20.)$$

ან ვიყენებთ რა $E(r_A)$; $E(r_B)$ და $E(r_C)$-ს გამოთვლილ მნიშვნელობებს, ვღებულობთ:

$$E(r_{პორტფ})=W_A\times 0,105+W_B\times 0,128+W_C\times 0,194.$$

როგორც ცნობილია: $W_A+W_B+W_C=1$. შესაბამისად: $W_C=1-(W_A+W_B)$. თუ ამას ჩავსვამთ გამოსახულებაში პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობისათვის, მივიღებთ:

$$E(r_{პორტ.})=0,194-0,89\times W_A-0.062\times W_B$$

ან სასურველი შემოსავლიანობისათვის: $0,14=0,194-0,89\times W_A-0,062\times W_B$.

რამდენადაც ამ გამოსახულებას აქვს ორი უცნობი (W_A და W_B), მას აქვს გადაწყვეტის უსაზღვრო სიმრავლე. მაგალითად, დავუშვათ, რომ $W_A=0$; მივიღებთ: $W_A=0,818$ და, $W_C=1-0,818=0,182$. როცა $W_B=0$, მაშინ $W_A=0,607$ და $W_A=-0,393$; ხოლო როცა $W_C=0$, გათვლების შედეგად ვღებულობთ: $W_A=-0,522$ და $W_B=-1,522$. შეიძლება შედგეს სხვა კომბინაციები, მაგალითად, $W_A=0,1$; $W_B=0,683$; $W_C=0.217$; ან $W_A=0,25$; $W_B=0,481$; $W_C=0,269$ და ა.შ. რომლებიც ასევე უზრუნველყოფენ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას: $E(r_{პორტ.})=0,14$.

გ. მარკოვიცის მიდგომა ოპტიმალური პორტფელის პოვნასთან მიმართებაში შემდეგში მდგომარეობს: პორტფელის ფორმირებისათვის ვთქვათ არსებობს n აქციები (ჩვენს მაგალითში n=3). მოცემთ ნებისმიერი მნიშვნელობა $E(r_{პორტ.})=E^*$, მაგალითად, $E^*=0,14$. მაშინ ინვესტორის ამოცანა შემდგომში მდგომარეობს. პორტფელების უამრავი რიცხვიდან შეირჩეს $E(r_{პორტ.})=0,14$ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პორტფელი. აუცილებელია ვიპოვოთ ისეთი, რომელიც უზრუნველყოფს რისკის მინიმალურ დონეს. სხვა სიტყვებით, უნდა ვიპოვოთ პორტფელის დისპერსიის მინიმალური მნიშვნელობა:

$$\sigma_n^2=\sum_{i=1}^{n}W_i^2\sigma_i^2+\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}W_iW_jP_{i,j}\sigma_i\sigma_j. \qquad (25.21.)$$

მოცემულ საწყის პირობებში:

$$E\left(r_{პორტ.}\right)=\sum_{i=1}^{n}W_iE\left(r_i\right)=E^* \qquad (25.22.)$$

$$\sum_{i=1}^{n}W_i=1 \qquad (25.23.)$$

როგორც (25.21-25.23) პირობიდან ჩანს, ოპტიმალური პორტფელის პოვნის ამოცანის გადასაჭრელად, რომელიც n ფასიან ქაღალდებს მოიცავს, აუცილებელია თავდაპირველად გავიოთვალოთ:

ა) $E\left(r_i\right)$ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის n მნიშვნელობა ყველა აქციისათვის პორტფელში;

ბ) σ_n^2 დისპერსიის n სიდიდე, ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის;

გ) σ_n^2 კოვარიაციის n(n-1)/2 მნიშვნელობა, სადაც i,j=1,2, . . n;

მათ გათვლას ხერხები ზემოთაა მოტანილი. $E\left(r_i\right)$, σ_i^2 და σ_{ij}^2 მნიშვნელობებს ჩავსვამთ (25.21.-725.23) გამოსახულებაში, გაირკვევა, რომ ამ ტოლობებში, უცნობია მხოლოდ W_i სიდიდე – ყოველი აქციის „წონა“ პორტფელში. შესაბამისად, ოპტიმალური პორტფელის ფორმირების ამოცანა n აქციისაგან გ. მარკოვიცის მოდელში არსებითად შემდეგში მდგომარეობს: E^* მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შერჩეული სიდიდისათვის ინვესტორმა უნდა იპოვოს W_i-აქციების პორტფელის „წონის“ ისეთი კომბინაცია, რომლის დროსაც საინვესტიციო პორტფელის რისკი მინიმალური ხდება. სხვანაირად E^*–ს შერჩეული მნიშვნელობისათვის ინვესტორმა უნდა განსაზღვროს, რა ოდენობის საინვესტიციო დანახარჯები უნდა წარიმართოს ამა თუ იმ აქციის შეძენაზე, რომ საინვესტიციო პორტფელის რისკი აღმოჩნდეს მინიმალური.

არსებობს გ. მარკოვიცის მოდელში „წონების“ მდებარეობის ამოცანის გადაჭრის გრაფიკული და მათემატიკური ხერხები. მხედველობაშია მისაღები ის გარემოება, რომ საკმაოდ ხშირად ეფექტიანი პორტფელის საზღვრების აგებისას ამა თუ იმ აქციის წონა ღებულობს უარყოფით ნიშნულობას.

W_i უარყოფითი მნიშვნელობა ნიშნავს, რომ ინვესტორისათვის მიზნაშეწონილია გამოირიცხელდეს ამ ფასიანი ქაღალდების შოკლე გაყიდვა.

ეფექტიანი პორტფელის საზღვრების აგების გრაფიკული ხერხი

გრაფიკული ხერხი შემოთავაზებული იქნა გ. მარკოვიცის მიერ. აუცილებელია გათვალისწინებული იქნას, რომ რიცა n>3. ეს მეთოდი ნაკლებად გამოუსადეგარია, რამდენადაც შესაძლებლობას არ იძლევა გრაფიკულად გამოისახოს ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი. ქვემოთ მოტანილია გრაფიკული ანალიზის ძირითადი ეტაპები.

1. პირველ ეტაპზე საწყისი ტოლობები (25.21-25.23.) შესაბამისობაში მოდის ორ უცნობ სიდიდესთან და გაითვლება $E(r_{პორტფ.})$ და $\sigma^2_{პორტფ.}$-ის მნიშვნელობა. ეს ადვილად განსაკეთებელია, თუკი გავიხსენებთ, რომ $W_A + W_B + W_C = 1$. შესაბამისად, $W_C = 1 - (W_A + W_B)$. მაშინ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა

$$E\left(r_{პორტფ.}\right) = W_A \times E(r_A) + W_B \times E(r_B) + (1 - W_A - W_B) \times E(r_C).$$

თუ გამოვიყენებთ ადრე გათვლილ $E(r_i)$-ს მნიშვნელობას ფირმებს „არკტურ"-ის, „ეეგასა" და „სირიუსის" მიხედვით: $E(r_A)=0,105$; $E(r_B)=0,128$; $E(r_C)=0,194$, მაშინ მივიღებთ:

$$E\left(r_{პორტფ.}\right) = W_A \times 0,105 + W_B \times 0,128 + (1 - W_A - W_B) \times 0,194 = 0,194 - 0,089W_A - 0,066W_B.$$

სამი აქციის შემოსავლიანობის დისპერსიისა და კოვარიაციის ადრე მიღებული მნიშვნელობების გამოყენებით პორტფელის დისპერსიისათვის შეიძლება მიღებული იქნას შემდეგი გამოსახულებები:

$$E\left(r_{პორტფ.}\right) = W_A^2\sigma_A^2 + W_B^2\sigma_B^2 + W_C^2\sigma_C^2 + 2W_AW_B\sigma_{A,B} + 2W_AW_C\sigma_{A,C} + 2W_BW_C\sigma_{B,C} =$$

$$= W_A^2\sigma_A^2 + W_B^2\sigma_B^2 + (1 - W_A - W_B)^2 \times \sigma_C^2 + 2W_AW_B\sigma_{A,B} + 2W_A(1 - W_A - W_B) \times \sigma_{A,C} +$$

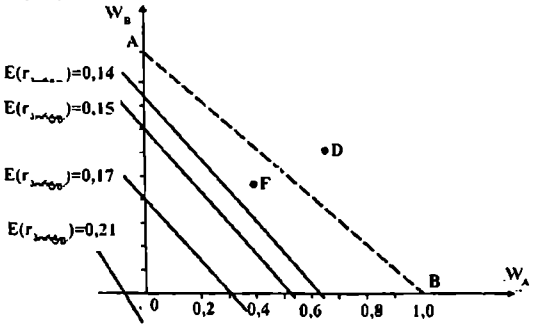
$$+2W_B(1 - W_A - W_B) \times \sigma_{B,C} = W^2 \times 0,014 + W_B^2 \times 0,019 + (1 - W_A - W_B)^2 \times 0,036 +$$

$$+2W_AW_B(-0,012) + 2W_A(1 - W - W_B) \times (-0,006) + 2W_B(1 - W_A - W_B) \times 0,006.$$

ყველა გათვლების ჩატარების შემდეგ ვღებულობთ:

$$\sigma^2_{პორტფ.} = 0,062W^2 + 0,043W_B^2 + 0,048W_AW_B - 0,084W_A - 0,060W_B + 0,036$$

2. მეორე ეტაპზე აიგება ერთნაირი შემოსავლიანობის წრფეები. მათ ასაგებად აიღება კოორდინატთა სიბრტყე, სადაც ჰორიზონტალურ ღერძზე განლაგდება W_A-ს მნიშვნელობები, ხოლო ვერტიკალურ ღერძზე – W_B-ს (ნახ. 25.7.).



ნახ. 25.7. ერთნაირი უკუგების წრფეები

ყოველი პარალელური ხაზი გრაფიკზე შეესაბამება განსაზღვრულ E შემოსავლიანობას

ერთნაირი უკუგების წრფეები ესაა წრფეები, რომლებიც გვიჩვენებენ W_A და W_B წონათა ისეთ დამოკიდებულებას, რომლის დროსაც პორტფელი უზრუნველყოფს ერთსა და იმავე მოსალოდნელ შემოსავლიანობას. რამდენადაც $E(r_{პორტ})=0,194-0,89W_A-0,066W_B$ გამოსახულება გვიჩვენებს წრფივ დამოკიდებულებას W_A და W_B სიდიდეებს შორის, ერთნაირი უკუგების წრფეების ასაგებად საკმა-რისია ვიპოვოთ ორი წერტილის კოორდინატები, რომლებიც მდებარეობენ ამ წრფეზე და შევაერთოთ ისინი ერთმანეთთან.

ვაყდაპირველად ავიღოთ $E(r_{პორტფ})=0,14$ და დავუშვათ, რომ $W_A=0$, ხოლო შემდეგ $W_B=0$. პირველ შემთხვევაში მივიღებთ: $0.14=0,194-0,089\times0+0,066\ W_B$, საიდანაც $W_B=0,82$. მეორე შემთხვევაში გვექ-ნება $W_A=0,61$. შესაბამისად წრფე, რომელიც შეესაბამება შემოსავლიანობას $E(r_{პორტფ})=0,14$ გადის წერტილებზე კოორდინატებით: (0; 0,82) და (0,67; 0). გადავიტანოთ ეს წერტილები გრაფიკზე და შევაერთოთ ისინი სწორი ხაზით, მივიღებთ წრფეს, რომელიც შედგება $E(r_{პორტფ})=0,14$. ანალო-გიურად შეიძლება განვსაზღვროთ, რომ როცა $E(r_{პორტფ})=0,15$ ერთნაირი უკუგების წრფე გაა წერტილებზე (0; 0,67) და (0,49; 0), ხოლო როცა $E(r_{პორტფ})=0,17$ მაშინ — წერტილებზე (0; 0,36) და (0,27; 0) და ა.შ.

ამ წერტილებზე წრფეების გატარებით მივიღებთ პარალელურ წრფეებს (ნახ. 25.6), როგორც ნახაზი 25.6-დან ჩანს, ერთნაირი უკუგების ხაზების გადაადგილებით მარცხნივ და ქვევით $E(r_{პორტფ})$-ის მნიშვნელობა იზრდება, ხოლო საპირისპირო მიმართულებით მოძრაობისას – მცირდება.

ცალკე შევჩერდეთ OAB სამკუთხედზე, რამდენადაც შემდგომში ანალიზი ხშირად აწყდება ამ სამკუთხედის დახასიათებას. ავიღოთ კოორდინატთა სათავის საწყისი წერტილი, სადაც $W_A= W_B=0$. ეს წერტილი შეესაბამება პორტფელს, რომელიც შედგება მხოლოდ ფირმა „სირიუსის" აქციებისაგან. დავანყოთ 0 წერტილის გადაადგილება ზევით კოორდინატთა ღერძზე A წერტილისაკენ. რამდენადაც ყოველთვის $W_A=0$-ს, ნებისმიერი წერტილი ამ კათეტზე შეესაბამება „ვეგას" და „სირიუსის" აქციების კომბინაციას, თანაც A წერტილთან მიახლოებით, „სირიუსის" აქციების კვრსი ეცემა. თვითონ A წერტილში პორტფელი შედგება „ვეგას" აქციებისაგან, რამდენადაც $W_A= W_C=0$, ხოლო $W_B=1$. თუკი 0 წერტილიდან გავალებთ მარჯვნივ **აბსცისთა ღერძიდან**, მაშინ შესაბამისი პორტფელები არ შეიცავენ „ვეგას" აქციებს ($W_B=0$). B წერტილთან მიახლოებისას „სირიუსის" აქციების წილი მცირდება და პორტფელი, რომელიც შეესაბამება B წერტილს, შედგება მხოლოდ „არტურის" აქციებისაგან. და ბოლოს, ნებისმიერი წერტილი AB ჰიპოტენუზაზე ასახავს პორტფელს, რომლის აქციები შედგება მხოლოდ „არტურის" და „ვეგას" აქციებისაგან ($W_C=0$).

ნებისმიერი წერტილი სამკუთხედის შიგნით (წერტილი F) შეესაბამება პორტფელებს, რომელ-თათვის „წონების" ყველა მნიშვნელობა დადებითია და ნულის ტოლი არ არის. ე.ი. ასეთ პორტფელებში შედის ყველა 33 აქცია. თუკი წერტილი მდებარეობის სამკუთხედ OAB-ს გარეთ (წერტილი D), ამ შემთხვევაში ამა თუ იმ აქციის „წონა" უარყოფითი იქნება ე.ი. ჩვენ ვაწყდებით მოკლე გაყიდვების შემთხვევას.

3) მესამე ეტაპზე პორტფელი მოცემულია მინიმალური დისპერსიით (MVP). MVP – ესაა პორტფელი, რომელიც ყალიბდება n შერჩეული აქციებისაგან, აქვთ მინიმალური რისკი შემო-სავლიანობის ნებისმიერი სიდიდის შემთხვევაში. სხვა სიტყვებით MVP წარმოადგენს ეფექტიან პორტფელს, რომლისთვისაც რისკს აქვს მცირე დასაშვები მნიშვნელობა. MVP-ს გამოსათვლელად აუცილებელია განისაზღვროს W_A და W_B-ს სიდიდეები მინიმალური მნიშვნელობის $\sigma_{პორტფ}$-ს დისპერსიით. ამისათვის უნდა გაითვალოს კერძო საწარმოო ფუნქციები $\sigma_{პორტფ}$. W_A და W_B ცვლადების მიხედვით. ხოლო შემდეგ ისინი გაუტოლდება ნულს:

$$\frac{\partial^2 \sigma_{პორტფ}}{\partial W_A}=\frac{\partial}{\partial W_A}\left(0,062W_A^2+0,043W_B^2+0,048W_AW_B-0,084W_A-0,060W_B+0,036\right)=0,124W_A+0,048W_B-0,048=0$$

შესაბამისად:

$$\frac{\partial^2_{პორტფ}}{\partial W_B} = 0.048W_A + 0.086W_B - 0.060 = 0.$$

მართვის ამ სისტემის გადაწყვეტა იძლევა შემდეგ მნიშვნელობას:

$W_A = 0.5196$; $W_B = 0,4077$; აქედან $W_C = (1 - W_A - W_B) = 1 - 0.5196 - 0.4077 = 0.0727$.

გავითვალოთ მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და დისპერსია მინიმალური დისპერსიით WVP პორტფელისათვის.

$$E(r_{WVP}) = 0.194 - 0.089W_A - 0.066W_B = 0.194 - 0,089 \times 0.5196 - 0.066 \times 0,4077 = 0,1208.$$

$$= 0.062W_A^2 + 0.043W_B^2 + 0.048W_AW_B - 0.084W_A - 0.060W_B + 0.036 = 0.001946$$

აქედან $\sigma^2_{WVP} = 0,044$

$E(r_{WVP}) = 0.1208$ და $\sigma^2_{WVP} = 0.001946$-ის გათვალისწინებული მაჩვენებლები გვიჩვენებენ, რომ ინვესტორმა სამი კომპანიის - „არკტურის", „ვეგას" და „სირიუსის" აქციების რომელი კომბინაციაც არ უნდა შეადგინოს ე.ი. რა სიდიდეების W_A, W_B და W_C არ უნდა აიღოს, ყველა ეფექტიანი პორტფე-ლიდან უმცირესი რისკი ექნება მხოლოდ შემდეგი „წონების" პორტფელებს: W_A=0,5196; W_B=0,4077; W_C=0,0727. ამ პორტფელის რისკი მინიმალურია სხვა ყველა პორტფელებთან შედარებით.

4) მეოთხე ეტაპზე იშტრიხება ერთნაირი რისკის ხაზები. ერთნაირი რისკის ხაზები გვიჩვენებენ ყველა შესაძლო პორტფელებს, ე.ი. W_A, W_B, W_C კომბინაციებს, რომელთაც აქვთ ერთი და იგივე დისპერსიის სიდიდე, ამ ხაზების აგებისათვის აუცილებელია:

ა) წარმოვადგინოთ ტოლობა $\sigma^2_{პორტფ.}$-ისათვის შემდეგი გამოსახულებით:

$$aX^2 + bX + c = 0.$$

სადაც X-არის ერთ-ერთი აქციის „წონა", მაგალითად W_A:

$$0.062W_A^2 + (0.048W_B - 0,084)W_A + (0,043W_B^2 - 0.060W_B + 0.036 - \sigma^2_{პორტფ.}) = 0$$

ამ ტოლობის ამონახსნი არის ფესვი:

$$X_{1,2} = \frac{-b \pm \sqrt{(b^2 - 4ac)}}{2a}.$$

ჩვენს შემთხვევაში გვაქვს:

$$a = 0,062;\ b = 0,048W_B - 0,084;\ c = (0,043W_B^2 - 0,060W_B + 0,036 - \sigma^2_{პორტფ.});$$

ბ) ფიქრით $\sigma^2_{პორტფ.}$-ის სებისმიერი მნიშვნელობა, რომელიც აღემატება სიდიდეს σ^2_{WP}-ს, მაგალითად $\sigma^2_{პორტფ.}$=0,01;

გ) მიეცეთ W_B-ს რაიმე მნიშვნელობა, დავუშვათ W_B=0,1.

დ) ჩავსვათ ეს მნიშვნელობები გამოსახულებაში b და c კოეფიციენტებისათვის და გავთვალოთ ისინი: b=0,048×0,1-0,084=-0,0795; c=0,043×0,01-0,060×0,1+0,036-0,01=0,02043;

ე) ჩავსვათ a, b, და c სიდიდეები გამოსახულებაში X1,2-სათვის და გამოვთვალოთ W_A.

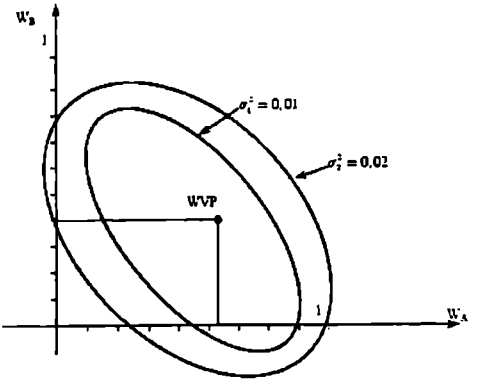
$$W_A = \frac{0.0792 \pm \sqrt{(0.0792)^2 - 4 \times 0.062 \times 0.02043}}{2 \times 0.062} = \frac{0.0792 \pm 0.0347}{0,124}.$$

აქედან მივიღებთ ორ სიდიდეს $W_{A,1}$=0,92 და $W_{A,2}$=0,38.

ამის შემდეგ აუცილებელია ბ), გ) და დ) ეტაპების გამეორება რამდენჯერმე. W_B-სათვის რამდენიმე მნიშვნელობისათვის. მაგალითად, W_B=0,2; W_B=0,3 და ა.შ. ყოველთვის W_B-ს არჩეული მნიშვნელობისათვის ჩვენ მივიღებთ W_A ფირმა „არკტურის" აქციის წონის ორ მნიშვნელობას. თუკი ამ წერტილებს გადავიტანთ გრაფიკზე (ნახ. 25.8.), მაშინ მათი შეერთებით მივიღებთ ელიფსს.

ამის შემდეგ საჭიროა ახალი მნიშვნელობა მიეცეს $\sigma^2_{პორტფ}$-ს, დავუშვათ $\sigma^2_{პორტფ}$=0,02-ს და

გრაფიკზე ახალი წერტილების მისაღებად გაიმეოროთ ეტაპები ბ), გ), დ).. ამ წერტილების შეერთე-



ნახ.25.8. რისკის სხვადასხვა დონის ელიფსები

თუ პორტფელის დისპერსიას $\sigma^2_{პორტ} > \sigma^2_{MVP}$ მოცემთ რაიმე მნიშვნელობას, მაგ., $\sigma^2_{პორტ}$=0,01, გამოუთვლით W_A და W_B, რომელთა რისკის დონე არ იცვლება, ამ სიდიდეებს გადაიტანთ გრაფაზე, მიიღებთ ელიფსს. $\sigma^2_{პორტ}$-თვის სხვა მნიშვნელობის მიცემით, მაგალითად, $\sigma^2_{პორტ}$=0,02, და W_A და W_B სიდიდეების გამოთვლის პროცედურების გამეორებით (რომელთა დროს რისკის დონეები არ იცვლება), — მიიღებთ მორიგ ელიფსს.

ბით ვღებულობთ ახალ ელიფსს. რისკის ყოველი დონისათვის, ანუ $\sigma^2_{პორტ}$-ის სხვადასხვა მნიშვნელობისათვის მიიღება თავისი ელიფსი. ამ კონცენტრირებული ელიფსების ცენტრი MVP პორტფელის შესაბამის წერტილში.

5) მეხუთე ეტაპზე იხაზება კრიტიკული ხაზი და დგინდება ეფექტიანი პორტფელების საზღვრები. ამისათვის აუცილებელია ერთ გრაფიკზე ერთნაირი უკუგების ხაზების და ერთიანი რისკის ელიფსების შეთავსება (ნახ. 25.9.).

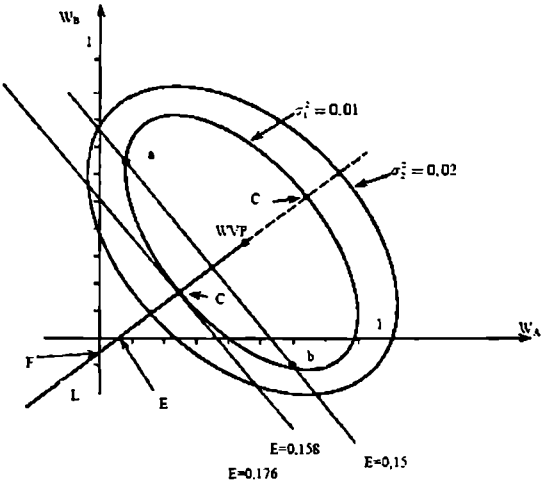
განვიხილოთ a და b წერტილები ნახ. 25.9.-ზე, რომელიც მდებარეობს ერთიანი უკუგების მქონე ხაზების $E(r_{პორტ})$=0,15 გადაკვეთაზე და ერთიანი რისკის $\sigma^2_{პორტ}$=0.01 ელიფსზე. რამდენადაც ეს წერტილები მდებარეობენ ერთნაირი რისკის ელიფსზე და ერთნაირი უკუგების ხაზებზე, მაშინ მოცემულ წერტილების შესაბამისი პორტფელები წერტილისათვის A: W_A=0.14; W_B=0.7; W_C=0,16 და წერტილისათვის b: W_A=0,68; W_B=0,06; W_C=0,38, — აქვთ ერთნაირი შემოსავლიანობა $E(r_{პორტ})$=0.15 და რისკის ერთნაირი დონე $\sigma^2_{პორტ}$=0,02-ს. მაგრამ თუ ჩვენ ავიღებთ ერთნაირი უკუგების ხაზს $E(r_{პორტ})$=0,158-ს, მაშინ აღმოაჩენთ, რომ იგი ეხება ელიფსს $\sigma^2_{პორტ}$=0,01.

ე.ი. პორტფელი, რომელიც შეესაბამება C-ს წერტილს, აქვს უმაღლესი შემოსავლიანობა $E(r_{პორტ})$=0,158-ს რისკის მოცემულ დონეზე ($\sigma^2_{პორტ}$=0.01). შესაბამისად, ასეთი პორტფელი აკმაყოფილებს პორტფელების ეფექტიანი საზღვრების შესახებ თეორიის პირობას, ე.ი. არის ეფექტიანი. როგორც 25.9. ნახაზიდან ჩანს, ამ პორტფელს აქვს W_A=0,265; W_B=0,187; W_C=0,547.

თუკი ავიღებთ სხვა ელიფსს, მაგალითად $\sigma^2_{პორტ}$=0.02. მაშინ შეიძლება ვიპოვოთ წერტილი D, სადაც მოცემული ელიფსი ეხება პირდაპირ უკუგებას $E(r_{პორტ})$=0.176, შესაბამისად, ეს წერტილი ასევე შეესაბამება პორტფელს, რომელიც მოცემული რისკის პირობებში $\sigma^2_{პორტ}$=0.02 უზრუნველყოფს მაქსიმალურ შემოსავლიანობას $E(r_{პორტ})$=0, 76, ე.ი. ეფექტიან პორტფელს.

რამდენადაც შესაძლებელია დაიხაზოს ტოლი უკუგების უამრავი ელიფსი, ამდენად ყოველი მათგანისათვის მოიძებნება წერტილი, სადაც ტოლი უკუგების შესაბამისი სწორი ხაზი შეეხება ელიფსს.

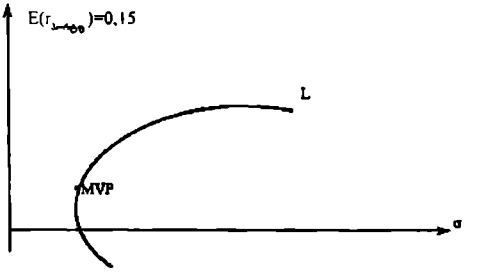
ასეთი წერტილების მთლიანი ერთობა განლაგდება ერთ L წრფეზე, — ე.წ. კრიტიკულ წრფეზე. ე.ი. კრიტიკული წრფის ნებისმიერი წერტილი იძლევა ძიებულ თანაფარდობას W_A, W_B და W_C ეფექტიან პორტფელებს შორის. შესაბამისად, ჩვენ შეგვასრულეთ დასმული ამოცანა – ვიპოვეთ სამი კომპანიის აქციების „წონათა“ ყველა შესაძლო შეთანწყობა, რომლის დროსაც ამ აქციებიდან ფორმირებული პორტფელები უზრუნველყოფენ მაქსიმალურ უკუგებას, რისკის ერთი და იმავე დონეზე.



ნახ.25.9. კრიტიკული ხაზი

ეფექტიანი პორტფელები შეესაბამებიან MVP წერტილზე და ერთნაირი უკუგების ხაზების და ერთიანი რისკის ელიფსების შეხების წერტილებზე L ხაზის წერტილებს.

თუკი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის სიდიდე $E(r_{პორტ})$ და სტანდარტული გადახრა $\sigma = \sqrt{\sigma^2}$ კრიტიკული წრფის ყველა წერტილისათვის გადატანილი იქნება გრაფიკზე. მაშინ ჩვენ მივიღებთ ეფექტიანი პორტფელების გრაფიკს (ნახ. 25.10.).



ნახ. 25.10. ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი

L მრუდის ყველა წერტილი შეესაბამება ეფექტიან პორტფელს, ე.ი. გვიჩვენებს, როგორი მაქსიმალური უკუგების მიღება შეიძლება მოცემული რისკის დონის პირობებში

თუკი დაუშვებთ, რომ ეფექტიანი პორტფელების შემოსაზღვრის ფორმირება MVP წერტილიდან მოძრაობისას ქვევით და მარცხნივ. თეორიული მიმართულება დამოკიდებულია ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის $E(r_i)$ და დისპერსიის σ^2 დამოკიდებულებაზე პორტფელში, რამდენადაც ეს სიდიდეები განსაზღვრავენ სხვადასხვა რისკის ელიფსების კონფიგურაციას და ბოლოს ტოლი უკუგების მრუდების დახრას.

თუ დაუკავშირდებით, ყოველ ელიფსს აქვს ტოლი უკუგების წრფესთან შეხების კიდევ ერთი წერტილი – მაგალითად, წერტილი C^1 ელიფსისათვის $\sigma^2_{პორტ}=0{,}01$ ასეთი წერტილები შეესაბამებიან პორტფელებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ მინიმალურ უკუგებას რისკის მოცემული დონისათვის და სურათზე ქმნიან MVP ქედა წერტილში მდებარე ეფექტიანი პორტფელების ქედა საზღვარს. ასევე მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნა, რომ ფირმების: „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციების ყველა „წონა" E წერტილთან მიღწევამდე დადებითია და ინვესტორები არ იყენებენ მოკლე გაყიდვებს. ყველა პორტფელისათვის EF მონაკვეთზე W_A დებულობს უარყოფით მნიშვნელობას. F წერტილის მარცხნივ W_A და W_B უარყოფითია, ე.ი. მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მაღალი მნიშვნელობის პირობებში ინვესტორისათვის მიზანშეწონილია სწრაფად გაყიდოს „არკტურისა" და „ვეგას" — აქციები, ხოლო აქედან მიღებული ფული დაამატოს „სირიუსის" აქციების შესაძენ თანხას.

მათემატიკური ხერხი

W_A, W_B და W_C საჭირო სიდიდეების გათვლისათვის გამოიყენება ლაგრანჟის მამრავლი. განვიხილოთ მოქმედებების თანმიმდევრობა ამ მეთოდის მიხედვით ფირმების — „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" მაგალითზე. ჩაუსვათ ამ აქციების შემოსავლიანობისათვის ადრე გათვლილი σ_i^2-ის, $\sigma_{i,j}^2$-ის და $E(r_i)$-ის მნიშვნელობები (25.11.) და(25.12) გამოსახულებებში. მაშინ ჩვენი ამოცანა მდგომარეობს შემდეგში: უნდა ვიპოვოთ სიდიდის:

$$\sigma^2_{პორტ} = 0{,}014W_A^2 + 0{,}019W_B^2 + 0{,}036W_C^2 - 0{,}024W_AW_B - 0{,}012W_AW_C + 0{,}012W_BW_C$$

მინიმალური მნიშვნელობა.

შემდეგი საწყისი პირობების დროს:

$$0{,}105W_A + 0{,}128W_B + 0{,}194W_C = E^*$$

$$W_A + W_B + W_C = 1.$$

ამ ამოცანის გადასაწყვეტად აიგება ლაგრანჟის L **ფრჩე**:

$$L = 0{,}014W_A^2 + 0{,}019W_B^2 + 0{,}036W_C^2 - 0{,}024W_AW_B - 0{,}012W_AW_C + 0{,}012W_BW_C +$$
$$+\bar{A}_1(0{,}105W_A + 0{,}128W_B + 0{,}194W_C - E^*) + \bar{A}_2(W_A + W_B + W_C - 1)$$

(Γ_1 და Γ_2 ამ პოლუნომში იწოდება ლაგრანჟის მამრავლებად). ამის შემდეგ გამოითვლება პოლინომის კერძო წარმოებულები W_A, W_B, W_C, Γ_1 და Γ_2 ყოველი უცნობი სიდიდისათვის და უტოლდება ნულს.

$$\frac{\partial L}{\partial W_A} = 0{,}028W_A - 0{,}024W_B - 0{,}015W_C + 0{,}105\Gamma_1 + \Gamma_2 = 0; \qquad \frac{\partial L}{\partial \Gamma_1} = 0{,}105W_A + 0{,}128W_B + 0{,}194W_C - E^* = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial W_B} = -0{,}024W_A + 0{,}038W_B + 0{,}012W_C + 0{,}128\Gamma_1 + \Gamma_2 = 0; \qquad \frac{\partial L}{\partial \Gamma_2} = W_1 + W_B + W_C - 1 = 0.$$

$$\frac{\partial L}{\partial W_3} = -0{,}012W_A + 0{,}012W_B + 0{,}072W_C + 0{,}194\Gamma_1 + \Gamma_2 = 0;$$

მატრიცული ფორმით ეს ტოლობები ასე ჩაიწერება:

$$\begin{bmatrix} 0{,}028 & -0{,}024 & -0{,}12 & 0{,}105 & 1 \\ -0{,}024 & 0{,}038 & 0{,}012 & 0{,}128 & 1 \\ -0{,}012 & 0{,}012 & 0{,}072 & 0{,}194 & 1 \\ 0{,}105 & 0{,}128 & 0{,}194 & 0 & 0 \\ 1 & 1 & 1 & 0 & 0 \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} W_A \\ W_B \\ W_C \\ \Gamma_1 \\ \Gamma_2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ E^* \\ 1 \end{bmatrix}$$

თუკი პირველ მატრიცას აღვნიშნავთ T-თი, მეორეს W-თი, ხოლო მესამეს – E-თი, მაშინ ეს ტოლობა ასე შეიძლება ჩაიწეროს მატრიცული ტოლობის სახით: T×W=E. W მატრიცას მნიშვნელობის საპოვნელად აუცილებელია განისაზღვროს მატრიცა T^{-1}, რომელიც არის T მატრიცას შებრუნებული სიდიდე, მაშინ $W=T^{-1}\times E$. T^{-1}-ის განსაზღვრისათვის არსებობს სპეციალური კომპიუტერული პროგრამები. თუკი გავითვალისწინებთ T^{-1} მატრიცას უკანა წევრს და T^{-1} მატრიცას გადავამრავლებთ E-ზე, მივიღებთ გამოსახულებებს W_A, W_B და W_C-თვის:

$$W_A=-6,8230\times0,1208-1,3442=0,5196;$$
$$W_B=-5,9503\times0,1208+1,1267=0,4077;$$
$$W_C=+12,7737\times0,1208-1,4609=0,0727;$$

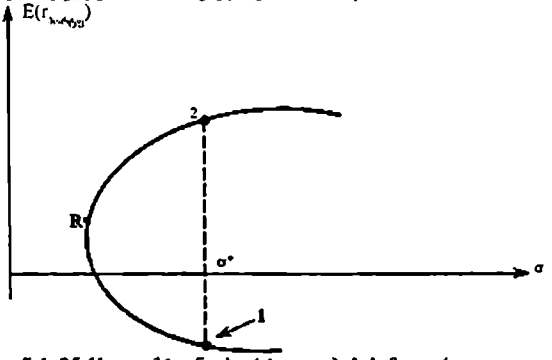
ამ გამოსახულების გამოყენებით ჩვენ შეგვიძლია ვიპოვოთ ფასიანი ქაღალდების წონა ზემოთაღნიშნული ფირმების აქციების მიხედვით, მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ნებისმიერი მნიშვნელობის შემთხვევაში. თუკი E*-ს მივანიჭებთ სხვადასხვა მნიშვნელობას და ყოველთვის გავითვალით (25.25.) ფორმულის მიხედვით W_i-ის მნიშვნელობას, ჩვენ ამ გზით შეძლება ვიპოვოთ ეფექტური პორტფელური და ყოველ შემთხვევაში განვსაზღვროთ მათი დისპერსია და სტანდარტული გადახრა. ცხრილი 25.5-ში მოტანილია მოსალოდნელი შემოსავლიანობის და სტანდარტული გადახრის მნიშვნელობები ფირმების „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციებისაგან შედგენილი ეფექტიანი პორტფელებისათვის.

სხვადასხვა ეფექტიანი პორტფელებისათვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა

ცხრილი 25.5.

$E(r_{პორტ})$ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა	0,1208	0,1300	0,1400	0,1500	0,1600	0,1700	0.1940
σ სტანდარტული გადახრა	0.0440	0,0500	0.0654	0.0857	0,1081	0,1316	0,1894

რამდენადაც ცხრილ 25.5-ში მოტანილი მონაცემები შეესაბამებიან ეფექტიან პორტფელებს. მათ საფუძველზე შეიძლება აიგოს ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი (ნახ. 25.11).



ნახ.25.11. ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი

L მრუდის ყველა წერტილი შეესაბამება ეფექტიან პორტფელს, ე.ი. გვიჩვენებს, როგორი მაქსიმალური უკუგების მიღება შეძლება მოცემული რისკის დონის პირობებში

როგორც 25.11. ნახაზიდან ჩანს, პორტფელის რისკის მოცემული მნიშვნელობის პირობებში დაუშვათ რომ σ* შეესაბამება ორი, 1 და 2 ეფექტიანი პორტფელი. გ. მარკოვიცის თეორიების

თანაბრად, ინვესტორმა უნდა შეარჩიოს 2 პორტფელი. ანალოგიურად იქცევა ინვესტორი $\sigma^2_{\text{პორტ}}$ სხვა მნიშვნელობების შემთხვევაშიც. მაშინ, ცხადია, რომ ინვესტორისათვის აზრი არა აქვს ააგოს R წერტილის ქვემოთ მდებარე ეფექტიანი პორტფელების სიმრავლის ქვედა განშტოება. R შეესაბამება მინიმალური დისპერსიის (MVP) პორტფელს. ამასთან დაკავშირებით ეფექტიანი პორტფელის ზღვრის აგებისას რეკომენდირებულია წინასწარ გამოითვალოს MVP-ის მახასიათებლები. ხოლო ამის შემდეგ 25.25 გამოსახულებაში გამოთვლილი აქციების „წონების" სიდიდეები ჩასმება $E^* \geq E\left(r_{MVP}\right)$ გამოსახულებაში.

ადრე იყო გათვლილი $E\left(r_{MVP}\right)=0,1208$. $\sigma^2_{MVP}=0,001946$ და „წონები" $W_A=0,5196$; $W_B=0,4077$; $W_C=0,0727$ „არკტურის", „ვეგას" და „სირიუსის" აქციების მიხედვით. მინიმალური დისპერსიის W_i პორტფელისათვის ასეთი მნიშვნელობები მიიღება, თუკი „წონებისათვის" ფორმულაში (25.25) ჩავსვამთ E*=0,1208.

$$W_A=-6,8230\times 0,1208+1,3442=0,5196$$
$$W_B=-5,9503\times 0,1208+1,1267=0,4077$$
$$W_C=+12,7737\times 0,1208-1,4709=0,0727.$$

განხილულ გრაფიკულ მეთოდთან ერთად MVP-ის „წონების" მდებარეობის ხერხით (პორტფელის კერძო წარმოებული დისპერსიის გამოყენებით) შეიძლება ვიპოვოთ ეს „წონები" შემდეგი გზით: ამისათვის T მატრიცაში გამოირიცხოს E*-ის შესაბამისი სვეტი და სტრიქონი (ჩვენს შემთხვევაში ეს არის მეოთხე სტრიქონი და მეოთხე სვეტი); და მიღებული მატრიცისათვის (T-1) უნდა მოიძებნოს შებრუნებული მატრიცა $(T-1)^{-1}$. ამ შებრუნებული მატრიცის უკანასკნელი სვეტის პირველ სამ სტრიქონში კოეფიციენტები შეადგენს პორტფელის „წონას" მინიმალური დისპერსიით.

მოკლე გაყიდვების როლი ეფექტიანი პორტფელების ფორმირებაში

დაუბრუნდეთ ნახ. 25.9-ს. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ნებისმიერი ეფექტიანი პორტფელი, რომელიც შეესაბამება კრიტიკული ხაზის ნაწილს MVP წერტილიდან E წერტილამდე. შეიცავს ამა თუ იმ პროპორციით სამივე ფირმის აქციებს, ვინაიდან კრიტიკული ხაზის ეს მონაკვეთი მთლიანად მოთავსებულია სამკუთხედში OAB. E წერტილზე მიღწევის შემთხვევაში (სადაც W_A=0,55; W_B=0; W_C=0,945 და E*=0,189; $\sigma^2_{\text{პორტ}}$=0,178, ინვესტორს აქვს ორი პრინციპული არჩევანი: ან მოახდინოს მოკლე გაყიდვები და მაშინ რომელიმე აქციის „წონა" იქნება უარყოფითი, ან არ მიმართოს ამ ხერხს და ოპერირებდეს მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების დადებითი წონებით.

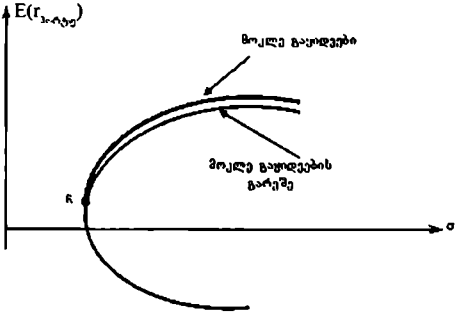
პირველ შემთხვევაში ინვესტორი აგრძელებს პორტფელის შერჩევას. რომელიც შეესაბამება კრიტიკულ ხაზს. EF მონაკვეთზე W_A და W_C სიდიდეები იქნება დადებითი, ხოლო W_B<0.

L წრფეზე შემდეგი გადაადგილება ქვევით და მარცხნივ განაპირობებს იმას, რომ W_A გახდება <0. ე.ი. თუკი ინვესტორი ისწრაფვის ძალზე მაღალი მოსალოდნელი შემოსავლიანობისაკენ, მან „არკტურის" და „ვეგას" აქციები მოკლედ უნდა გაყიდოს (W_A და W_B სიდიდეებს შეესაბამება იანხოთი), ხოლო გაყიდვიდან მიღებული ფული დამატებით წარმართოს „სირიუსის" აქციების შეძენაზე.

თუკი ინვესტორი შეარჩევს მეორე გზას (შევიხსენებთ, რომ ყველა ინვესტორი რიდი იანხოდება მოკლე გაყიდვაზე), მაშინ E წერტილზე მიღწევის შემთხვევაში მან უნდა გადაწყვიტოს, შემდგომში როგორ მოახდინოს ფასიანი ქაღალდების თანაფარდობა პორტფელში. თეორიულად იგი შეიძლება ნებისმიერი ტრაექტორიით გადაადგილდეს როგორც OAB სამკუთხედის შიგნით, ასევე სამკუთხედის მხარეების მიხედვით (ორივე შემთხვევაში W_A, W_B და $W_C \geq 0$). ოღონდ ნახ. 25.9-ზე ცხადი არ არის იმაში დარწმუნება, რომ მოძრაობა EO მონაკვეთზე შეიძლება მაქსიმალურად გადიდდეს E(r) სიდიდე. ე.ი. როცა ინვესტორი ღებულობს გადაწყვეტილებას არ მიმართოს მოკლე გაყიდვებს, იგი საბოლოო ჯამში მიაღწევდა 0 წერტილს და მისი პორტფელი შედგება მხოლოდ ფირმა „სირიუსის" აქციებისაგან (W_A=W_B=0 W_C=1) $E(r_{\text{პორტ}})$=0.194 და $\sigma_{\text{პორტ}}$=0.1897, დისპერსიით.

აღვნიშნავთ, რომ ეფექტიანი პორტფელის შექმნა მოკლე გაყიდვებით იწვევს რისკის შემცირებას

იგივე მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პირობებში. მაგალითად, თუკი არ შეიზღუდება მოკლე გაყიდვების შესაძლებლობით, მაშინ იგივე $E(r_{პორტ})$=0.194 მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პირობებში ეფექტიან პორტფელს აქვს აქციების შემდეგი „წონები“: W_A=0.021; W_B=-0.027; W_C=1.006 და $\sigma^2_{პორტ}$=0,1894, რაც ნაკლებია $\sigma_{პორტ}$=0,1897. ამასთან დაკავშირებით ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი მოკლე გაყიდვების გამოუყენებით ყოველთვის მდებარეობს მაღალი საზღვრის მარცხნივ-მაღლა მოკლე გაყიდვების გარეშე, რაც ასახულია ნახ. 25.12-ზე.



ნახ. 25.12. მოკლე გაყიდვების გაფლენა ეფექტიანი პორტფელების ზღვარზე

პორტფელები, რომლებიც იქმნება და გამოიყენება მოკლე გაყიდვებით შეესაბამება ეფექტიანი პორტფელების საზღვარს, რომელიც მდებარეობს ეფექტიანი პორტფელების საზღვრის მაღლა და მარცხნივ, რომელიც ყალიბდება მოკლე გაყიდვების გამოუყენების გარეშე.

ოპტიმალური პორტფელის მდებარეობა

როგორც მარკოვიცის თეორიაში იყო აღწერილი, ინვესტორები მაქსიმალური სარგებლიანობის მისაღებად ცდილობენ ჩამოაყალიბონ ფასიანი ქაღალდების პორტფელი. სხვა სიტყვებით ყოველ ინვესტორს სურს ჩამოაყალიბოს პორტფელი, რათა მოსალოდნელმა შემოსავლიანობამ $E(r_{პორტფ})$ და რისკის დონემ მას მოუტანოს მოთხოვნების მაქსიმალური დაკმაყოფილება და რისკის მინიმიზაცია სასურველი შემოსავლიანობის პირობებში. სხვადასხვა ინვესტორს ერთიმეორესაგან განსხვავებული შეხედულებები გააჩნია $E(r_{პორტფ})$ და $\sigma_{პორტფ.}$-ის ოპტიმალური შეხამების შესახებ, რამდენადაც ერთი ინვესტორის დამოკიდებულება რისკისადმი არ ჰგავს მეორე ინვესტორის რისკისადმი მიდრეკილებას. ამიტომ, როცა საუბარია ოპტიმალურ პორტფელზე, მხედველობაში უნდა იქნას მიღებული ის გარემოება, რომ ეს კატეგორია ერთობ ინდივიდუალურია და სხვადასხვა ინვესტორის ოპტიმალური პორტფელები ძალიან განსხვავდებიან ერთიმეორისაგან. და მაინც, ყოველი ოპტიმალური პორტფელი უცილობლად ეფექტიანია ე.ი. ინვესტორები ეფექტიანი პორტფელებიდან ირჩევენ დამაკმაყოფილებელ (ოპტიმალურ) პორტფელებს.

ოპტიმალური პორტფელის განსაზღვრის მეთოდი ემყარება ეფექტიანი პორტფელების ობიექტურად მიღებული საზღვრების შეხამებასა და ცალკეული ინვესტორების მხრიდან, ამა თუ იმ პორტფელის სარგებლიანობის, ანუ $E(r_{პორტფ})$-ისა და $\sigma_{პორტფ.}$-ის ამა თუ იმ კომბინაციის სუბიექტურ შეფასებას. როგორც მიკროეკონომიკის კურსიდანაა ცნობილი, საქონლის სარგებლიანობის შეხამების ნაირს სურათს ძალეძა განურჩეველობის მრუდები. განურჩეველობის მრუდების კონცეფცია შეიძლება გამოყენებული იქნას ფასიანი ქაღალდების სარგებლიანობის შეფასებისასაც (მოსალოდნელი შემოსავლიანობის $E(r_{პორტფ})$ და $\sigma_{პორტფ.}$ რისკის შეხამება). განურჩეველობის მრუდის აგებისას უნდა გვახსოვდეს, რომ ყოველი ინვესტორი თავისებურად, ინდივიდუალურად აფასებს პორტფელის სარგებლიანობას შემოსავლიანობისა და რისკის თვალსაზრისით. ამიტომ, ერთი ინვესტორის განურჩეველობის მრუდების

მოხაზულობა შეიძლება განსხვავდებოდეს მეორისაგან.

ავიღოთ რომელიმე X ინვესტორი და დავინტერესდეთ, რაგორი პორტფელი, $E(r_{პორტფ.})$ და $\sigma_{პორტფ.}$-ის რაგორი შეჯამება არის ერთნაირად მისაღები მისთვის, ე.ი. მოიტანს დადებით შედეგს. ამ გამოკითხვის შედეგები შეიტანოთ ცხრილი 25.6-ში.

$E(r_{პორტფ})$ და $\sigma_{პორტფ}$-ების შეთანაწყობის ორი შესაძლო კომბინაცია, რომელიც A ინვესტორს მთლიანად დააკმაყოფილებს

ცხრილი 25.6.

$E(r_{პორტფ})$ და $\sigma_{პორტფ}$-ების შეხამება, რომელიც X ინვესტორს მოუტანს იგივე დაკმაყოფილებას			
კომბინაცია 1		კომბინაცია 2	
$E(r_{პორტფ})$	$\sigma_{პორტფ}$	$E(r_{პორტფ})$	$\sigma_{პორტფ}$
0,127	0,035	0.135	0.035
0,130	0,042	0,140	0,045
0.140	0,065	0,140	0.060
0.150	0,080	0.160	0.070
0,160	0,086	0,170	0,080
0,170	0,090	0,180	0.084

ცხრილი 25.6-ში მოტანილი მონაცემები შემდეგნაირად უნდა გაიგოთ: X მოშპარებლისათვის ფასიანი ქაღალდების პორტფელს, რომელიც შედგება ფირმების: „არკტურის", „ეეგას" და „სირიუსის" აქციების ფასიანი ქაღალდებისაგან, შემოსავლიანობით $E(r_{პორტფ.})$=0,127 და სტანდარტული გადახრით $\sigma_{პორტფ.}$=0,035, აქვს იგივე სარგებლიანობა, რაც პორტფელს შემოსავლიანობით $E(r_{პორტფ})$=0,13 და $\sigma_{პორტფ.}$=0,065 ან $E(r_{პორტფ})$=0,15 და $\sigma_{პორტფ}$=0,080 და ა.შ. (პირველი კომბინაცია).

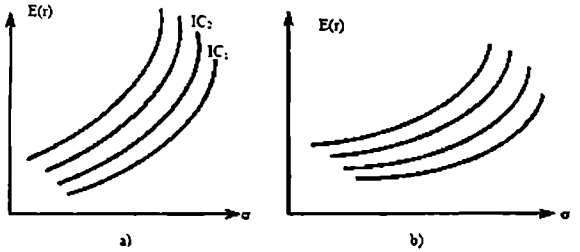
თავდაპირველად X ინვესტორს შევთავაზოთ პორტფელის სარგებლიანობა შეაფასოს $E(r_{პორტფ})$=0.135 და $\sigma_{პორტფ}$=0,035: შემდეგ ჩატარდეს ახალი გამოკითხვა: აღმოჩნდება, რომ ამ შემთხვევაში ერთნაირ სარგებლიანობას მოიტანს პორტფელები $E(r_{პორტფ})$=0.14 და $\sigma_{პორტფ}$=0,045 ან $E(r_{პორტფ})$=0.15 და $\sigma_{პორტფ}$=0,060 ან $E(r_{პორტფ})$=0,16 და $\sigma_{პორტფ}$=0,070 და ა.შ. (მეორე კომბინაცია). თუკი ამ მონაცემებს გადავიტანთ გრაფიკზე, მაშინ მივიღებთ განურჩევლობის ორ მრუდს IC_1 და IC_2 (ნახ. 25.12).

X ინვესტორის მსგავსი გამოკითხვები შეიძლება ჩატარდეს რამდენჯერმე და ყოველ შემთხვევაში დაიხაზოს განურჩევლობის მრუდი. შედეგად ვღებულობთ განურჩევლობის მრუდების რუკას.

განურჩევლობის მრუდების კონფიგურაცია (ჩაზნექილი აღმავალი სახე) ასახავს ზღვრული **სარგებლიანობის შემცირების კანონის მოქმედებას**: რომელიც არ არის მიდრეკილი ზედმეტი რისკისადმი, ინვესტორი $E(r_{პორტფ})$ მცირე მნიშვნელობის პირობებში მზად არის გარისკოს პორტფელის უკუგების გადიდების მიზნით. ოღონდ $E(r_{პორტფ})$-ის ზრდის გამო მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მორიგი ზრდა მცირდება, ამიტომ ინვესტორი არც თუ ისე ხალისიანად გაზრდის რისკს, რადა მიღწეული იქნას უფრო მაღალი $E(r_{პორტფ})$. რისკისადმი მიდრეკილი ინვესტორისათვის, განურჩევლობის მრუდები იქნება დახრილი (ნახ. 25.13.).

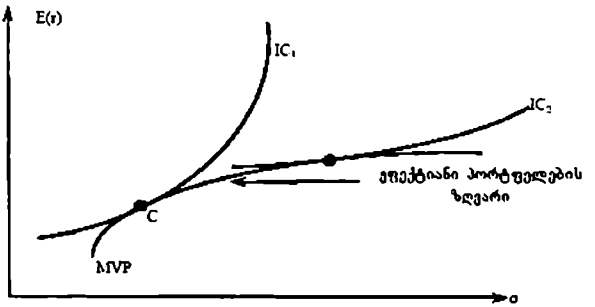
დავუბრუნდეთ „არკტურის", „ეეგას" და „სირიუსის" აქციების პორტფელს და ვეცადოთ ვიპოვოთ ოპტიმალური პორტფელი X ინვესტორისათვის, რომელიც არ არის მიდრეკილი ზედმეტი რისკისადმი. ამ მიზნით აუცილებელია ერთ გრაფიკზე მოთავსდეს მოცემული ინვესტორის განურჩევლობის მრუდების რუკა (კიდევ ერთხელ აღვნიშნავთ, რომ იგი ინდივიდუალური ხასიათისაა) და ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი (ნახ. 25.14.). იქ სადაც ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების მრუდი ეხება შესაბამის განურჩევლობის მრუდს (წერტილი C), ეს ინვესტორი ახდენს აქციების „არკტურის" „ეეგას" და „სირიუსის" პორტფელის ოპტიმიზაციას, რამდენადაც დამოკიდებულება

$E(r_{პორტ.})$=0,14 შემოსავლიანობასა და რისკის დონეს $\sigma_{პორტ.}$=0,0654 შორის მას მოუტანს მაქსიმალურ სარგებლიანობას.



ნახ. 25.13. განურჩევლობის მრუდების რუკა

განურჩევლობის ყოველი მრუდი აღგება X ინვესტორის მოთხოვნის საფუძველზე. ნებისმიერი პორტფელი, რომელიც შეესაბამება განურჩევლობის ერთსა და იმავე მრუდს, X ინვესტორისათვის მოაქვს ერთნაირი შედეგი. ნახ. 25.13. ა-ზე წარმოდგენილია ინვესტორის განურჩევლობის მრუდების რუკა, რომელიც ცდილობს თავი დააღწიოს ზედმეტ რისკს, ხოლო 25.13 ბ-ზე – ინვესტორი მიდრეკილია რისკისადმი.



ნახ.25.14. ოპტიმალური პორტფელის მდებარეობა X ინვესტორისათვის

ოპტიმალური პორტფელი X ინვესტორისათვის შეესაბამება C წერტილს, სადაც ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი ეხება შესაბამის განურჩევლობის მრუდს IC_1. ხმა ინვესტორებისათვის, რომელიც უფრო მიდრეკილია რისკისაკენ, ოპტიმალური პორტფელი შეესაბამება R წერტილს.

პრაქტიკაში კონკრეტული ინვესტორი შეიძლება არ მიმართავდეს განურჩევლობის მრუდების აგებას, მაგრამ ეს არ ნიშნავს ოპტიმალური პორტფელის შერჩევის არსის შეცვლას. აგებს რა ზღვარს ეფექტური პორტფელების მიმართ, ინვესტორმა თავის თავს უნდა დაუსვას კითხვა — რა შემოსავლიანობას მოელის იგი ამ პორტფელიდან? დავუშვათ, რომ ასეთია $E(r_{პორტ})$=0,15 ამის შემდეგ ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის მრუდების აგების შემდეგ იგი განსაზღვრავს ასეთი პორტფელის რისკის დონეს: $\sigma_{პორტი}$=0,0857. ამის შემდეგ ინვესტორმა უნდა შეაფასოს, აკმაყოფილებს თუ არა მას რისკის ასეთი დონე. თუკი ინვესტორი მზადაა წაიდეს უფრო მაღალი დონის რისკზე. მაშინ მისთვის მიზანშეწონილია შეარჩიოს პორტფელი $E(r_{პორტი})$=0,16 და $\sigma_{პორტ.}$=0,1018. ის პორტფელი, რომლისთვისაც ინვესტორის მიერ დადგენილი $E(r_{პორტ.})$ შემოსავლიანობა მოგეცემს $E(r_{პორტ.})$-სა და $\sigma_{პორტ.}$-ის საუკეთესო შეხამებას, იქნება ოპტიმალური.

ოცდამეექვსე თავი. შარპის მოდელი

26.1. შარპის მოდელის საერთო აღწერა

მარკოუიცის მიერ შემუშავებული ეფექტიანი პორტფელების აგების წესი საშუალებას იძლევა შეირჩეს ოპტიმალური (ინვესტორის თვალსაზრისით) პორტფელი ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი რაოდენობით. ძირითადი სირთულე მარკოუიცის მეთოდის გამოყენებასას არის გათვლების სიმრავლე, რაც აუცილებელია ყოველი ფასიანი ქაღალდის W_i წონების განსაზღვრისათვის. მართლაც, თუკი პორტფელი აერთიანებს n ფასიან ქაღალდებს, მაშინ ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის ასაგებად აუცილებელია მიახლოებით გამოითვალოს ყოველი ფასიანი ქაღალდის $E(r_i)$ მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) შემოსავლების n მნიშვნელობები, ყველა შემოსავლების σ^2 დისპერსიის სიდიდე, და $n(n-1)/2$ გამოსახულების σ_{ij} კოვარიაცია პორტფელის აქციებისათვის. ამასთან პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვის ზრდის შემთხვევაში კოვარიაციების აუცილებელი მნიშვნელობების რაოდენობა განუზომლად დიდი ხდება. მაგალითად, თუკი ინვესტორს სურს შეადგინოს პორტფელი 30 აქციისაგან, მაშინ მან აუცილებლად უნდა გათვალოს 430 კოვარიაცია, 30 მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და 30 დისპერსია. ე.ი. თითქმის 500-მდე სიდიდე. თუკი ფასიანი ქაღალდების რიცხვს გავაორმაგებთ (60-მდე), მაშინ ინვესტორს დასჭირდება 1770 კოვარიაციის მნიშვნელობა, პლუს 120 $E(r_i)$-ს და σ^2-ის სიდიდე. ხოლო 100 ფასიანი ქაღალდისათვის პორტფელში აუცილებელი მონაცემების რაოდენობა 5000-ს გადააჭარბებს.

1963 წელს ამერიკელმა ეკონომისტმა უ. შარპმა (William Sharpe) შემოგვთავაზა ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების აგების ახალი მეთოდი, რამაც შესაძლებელი გახადა შემცირებულიყო საჭირო გათვლების ოდენობა. შემდგომში ამ მეთოდმა მოდიფიცირება განიცადა და დღეისათვის ცნობილია როგორც შარპის ერთინდექსიანი მოდელი (ერთფაქტორიანი). ქვემოთ მოგვყავს ამ მოდელის აგების ძირითადი ეტაპები.

აქვე საინტერესოა აღვნიშნოთ ერთი გარემოება, კერძოდ: გ. მარკოუიცმა შეიმუშავა პორტფელის ჩამოყალიბების ძირითადი პრინციპები. მათ საფუძველზე შეიქმნა ის ძრავალი ნაშრომი, რომლებიც რისკსა და შემოსავლიანობას შორის კავშირს აღწერენ. მაგრამ მისმა ნაშრომებმა თეორეტიკოსი და პრაქტიკოსი ეკონომისტების განსაკუთრებული ყურადღება ვერ მიიპყრო. ამავე დროს, გამოთვლელი ტექნიკის განუვითარებლობა და მარკოუიცის მიერ შემოთავაზებული ალგორითმების, პროცედურების და ფორმულების სირთულე მისი იდეების პრაქტიკულად რეალიზების შესაძლებლობას არ იძლეოდა. ამიტომ შემთხვევითი არაა, რომ მარკოუიცის დამსახურება მისი ნაშრომების გამოსულიდან გაცილებით გვიან დააფასეს, ეკონომიკის დარგში ნობელის პრემია კი მას მხოლოდ 1990 წ. მიანიჭეს.

1960-იანი წლების დასაწყისში მარკოუიცის მოწაფემ უ. შარპმა შეიმუშავა კაპიტალების ბაზრის ე.წ. ერთფაქტორიანი მოდელი, რომელშიც პირველად გამოჩნდა აქციების შემდგომში კარგად ცნობილი „ალფა" და „ბეტა" მახასიათებლები. ერთფაქტორიანი მოდელის საფუძველზე შარპმა შექმნა ოპტიმალური პორტფელის შედგენის გამარტივებული მეთოდი. ამ გამარტივებამ შესაძლებელია გახადა პორტფელების ოპტიმიზაციის მეთოდების პრაქტიკულად გამოყენება. 70-იან წლებში დაპროგრამების განვითარებამ, აგრეთვე, ცალკეული ფასიანი ქაღალდების „ალფა" და „ბეტა" მაჩვენებლების და, მთლიანად, ბაზრის შემოსავლიანობის ინდექსის შეფასების სტატისტიკური ტექნიკის გაუმჯობესებამ განაპირობა ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვის ამოცანების გადასაჭრელი პროგრამების პირველი პაკეტების გაჩენა.

შარპის მოდელის თეორიის ძირითადი პრინციპები

შარპის დასკვნები ცნობილი გახდა, როგორც გრძელვადიანი აქტივების შეფასების მოდელება. ამ ვარაუდზე დაყრდნობით, რომ რისკისთვის დაწესებული მოსალოდნელი პრემია კონკურენტულ ბაზარზე იცვლება ბეტა კოეფიციენტის (რისკის სტანდარტული ზომის) პირდაპირპროპორციულად. შარპმა

განაკითარა მარკოვიცის დებულებები ინვესტიციების ოპტიმალური პორტფელების შერჩევის კუთხით. პორტფელების თეორიაში მის მიერ შეტანილი მეცნიერული წვლილი კი შემდეგი პრინციპების სახით შეგვიძლია ჩამოუყალიბოთ:

1. ინვესტორები უპირატესობას ანიჭებენ ინვესტიციების მაღალ მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და დაბალ სტანდარტულ გადახრას. იმ ჩვეულებრივი აქციების პორტფელს, რომლებიც უმაღლეს მოსალოდნელ შემოსავლიანობას უზრუნველყოფენ მოცემული სტანდარტული გადახრისას, ეფექტიან პორტფელს უწოდებენ.
2. თუკი საჭიროა პორტფელის რისკზე აქციის ზღვრული გავლენის ცოდნა, მაშინ უნდა ვითვალისწინებდეთ არა თავისთავად აქციის რისკს, არამედ მის წვლილს პორტფელის რისკში. ეს წვლილი პორტფელის ღირებულების ცვლილების მიმართ აქციის მგრძნობელობაზე დამოკიდებული. საბაზრო პორტფელის ღირებულების ცვლილების მიმართ აქციის მგრძნობელობას ბეტა კოეფიციენტით აღნიშნავენ. მაშასადამე, ბეტა საბაზრო პორტფელის რისკში აქციის ზღვრულ რისკსაც ზომავს.
4. თუკი ინვესტორებს შეუძლიათ სესხები აიღონ ან კრედიტები გასცენ პროცენტის ურისკო განაკვეთით, მაშინ მათ ყოველთვის უნდა ჰქონდეთ ურისკო ინვესტიციების კომბინაცია და ჩვეულებრივი აქციების პორტფელი. აქციების ამგვარი პორტფელის შედგენილობა მხოლოდ იმაზეა დამოკიდებული, თუ როგორ აფასებს ინვესტორი თითოეული აქციის პერსპექტივებს და არა რისკის მიმართ მის დამოკიდებულებას.

რისკისთვის დაწესებული პრემიები ყოველთვის ასახავს პორტფელის რისკში წვლილს. ზოგიერთი აქცია გაზრდის პორტფელის რისკს. ამიტომ მათ მაშინ უნდა ვიძენდეთ, თუკი ისინი თან მოსალოდნელ შემოსავალსაც გაზრდიან. მაგალითად, თუ ერთი აქცია მეორეზე მეტ გავლენას ახდენს პორტფელის რისკზე, მაშინ პირველს პროპორციულად უფრო მაღალი მოსალოდნელი შემოსავალი უნდა მოჰქონდეს. თუ პორტფელი ეფექტიანია, მაშინ ყოველი აქციის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და პორტფელის რისკში მის ზღვრულ წვლილს შორის კაეშირი წრფივი უნდა იყოს.

მარკოვიცის, ტობინის და შარპის მოდელების შედარებისათვის

მარკოვიცი ამტკიცებს, რომ პორტფელის არჩევის გადაწყვეტილებაა ინვესტორმა უნდა დაასაბუთოს მხოლოდ და მხოლოდ მოსალოდნელი შემოსავლიანობითა და სტანდარტული გადახრით. ეს იმას ნიშნავს, რომ ინვესტორმა უნდა შეაფასოს თითოეული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა, შემდეგ კი ამ ორი პარამეტრის თანაფარდობაზე დაყრდნობით შეარჩიოს მათგან საუკეთესო. ამ დროს განმსაზღვრელ დროს თამაშობს ინტუიცია. მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, შესაძლოა წარმოდგენილი იყოს როგორც პოტენციური საზღაურის საზომი, რომელიც კონკრეტულ პორტფელს უკავშირდება, სტანდარტული გადახრა კი — როგორც ამ პორტფელით დაკავშირებული რისკის საზომი. ამგვარად, მისთვის ყველაზე უფრო შესაფერისი პორტფელი ინვესტორმა მხოლოდ მას შემდეგ უნდა შეარჩიოს, რაც თითოეული პორტფელი იქნება შესწავლილი რისკისა და პოტენციური შემოსავლის კუთხით.

დღეს მარკოვიცის მოდელს ძირითადად აქტივების პორტფელის ჩამოყალიბების პირველ ეტაპზე იყენებენ, როდესაც საინვესტიციო კაპიტალს ანაწილებენ სხვადასხვა ტიპის აქტივებად — აქციებად, ობლიგაციებად, უძრავ ქონებად და ა.შ. **შარპის ერთფაქტორიან მოდელს იყენებენ მეორე ეტაპზე, როდესაც აქტივების ბაზრის გარკვეულ სეგმენტში საინვესტიციო კაპიტალს შერჩეული სეგმენტის შემადგენელ ცალკეულ კონკრეტულ აქტივებს შორის ანაწილებენ** (ე.ი. კონკრეტულ აქციებზე, ობლიგაციებზე და ა.შ.).

მარკოვიცის „პორტფელების თეორიის" გავლენა მნიშვნელოვნად გაძლიერდა 50-იანი წლების ბოლოსა და 60-იანი წლების დასაწყისში დ. ტობინის შრომების გამოსვლის შემდეგ. აქ აღსანიშნავია მარკოვიცისა და ტობინის მიდგომებს შორის არსებული ზოგიერთი განსხვავება. მარკოვიცის მიდგომა მიკროეკონომიკურ კალაპოტშია მოქცეული, რადგან ყურადღებას ამახვილებს იმ ცალკეული

ინვესტორის ქცევაზე, რომელიც მისი (ამ ინვესტორის) აზრით ოპტიმალურ პორტფელს აყალიბებს შესარჩევი აქტივების შემოსავლიანობისა და რისკის საკუთარი შეფასების საფუძველზე. თანაც, მარკოვიცის მოდელი თავდაპირველად ეხებოდა ძირითადი აქციების, ე.ი. სარისკო აქტივების, პორტფელს. ტობინმა ანალიზში ურისკო აქტივებიც ჩართო, მაგალითად, სახელმწიფო ობლიგაციები. მისი მიდგომა, არსებითად, მაროეკონომიკურია, რადგან მისი შესავლის ძირითადი ობიექტია ქვონომიკაში კაპიტალის განაწილება მისი ორი ფორმით: ნაღდი (ფულადით) და უნაღდო (ფასიანი ქაღალდების) სახით. მარკოვიცი ნაშრომებში ყურადღებას ამახვილებდა არა თეორიის ამოსავალი პოსტულატების ეკონომიკურ ანალიზზე, არამედ მაძი შედეგების მათემატიკურ ანალიზზე და ოპტიმიზაციის ამოცანების გადაწყვეტის ალგორითმების დამუშავებაზე. ტობინის მიდგომაში მთავარ თემადაა ქცეული იმ ფაქტორების ანალიზი, რომლებიც აიძულებენ ინვესტორებს აქტივების პორტფელი ჩამოაყალიბონ და არ შეინახონ კაპიტალი ერთი რომელიმე ფორმით, მაგალითად — ნაღდი ფულით. გარდა ამისა, ტობინმა გაანალიზა აქტივებისა და პორტფელის იმ რაოდენობრივი მახასიათებლების ადეკვატურობა, რომლებიც მარკოვიცის თეორიაში ამოსავალ მონაცემებს შეადგენენ.

შარპის მოდელის საფუძველი

ამრიგად, შარპის მოდელის საფუძველია წრფივი რეგრესიული ანალიზის მეთოდი, რომელიც საშუალებას იძლევა ერთმანეთს დაუკავშირდეს ორი შემთხვევითი დამოკიდებული ცვლადის X და Y-ის სიდიდე შემდეგი ტიპის წრფივი გამოსახულებით:

$$Y = \alpha + \beta x. \qquad (26.1)$$

შარპის მოდელში X ცვლადი არის რომელიმე საბაზრო მაჩვენებლის სიდიდე. ასეთები შეიძლება იყოს მაგალითად, მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპი, ინფლაციის დონე, ფასების ინდექსი სამომხმარებლო საქონელზე და ა.შ. თვითონ შარპი მოდელში ასეთ ცვლადად განიხილავდა საბაზრო პორტფელის r_m შემოსავლიანობას, რომელიც გაითვლება Standart and Poor's (S&P500) ინდექსის საფუძველზე. Y ცვლადად აიღება პორტფელის რომელიმე i-ური აქციის r_i-უკუგება. (26.1.) ფორმულას ეწოდება წრფივი რეგრესიის განტოლება ხოლო α და β კოეფიციენტებს წრფივი რეგრესიის პარამეტრები.

ნებისმიერი ქვეყნის პირობებში საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა r_m შეიძლება შეფასდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ადგილობრივი ინდექსების გამოყენებით. თუკი ცნობილია ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობის სიდიდე და მოცემულია I ინდექსების ღირებულება ჰოლდინგური პერიოდის დასაწყისში $I_{\text{საწყისი}}$ და ბოლოს $I_{\text{ბოლო}}$, მაშინ საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა ამ პერიოდში გაითვლება ფორმულით:

$$r_m = \frac{I_{\text{ბოლო}} - I_{\text{საწყისი}}}{I_{\text{საწყისი}}}$$

რეგრესიული მოდელის აგება

შარპის მოდელის შინაარსის თვალსაჩინოდ გადმოცემისათვის დაუშვათ, რომ პორტფელის ფორმირება ხდება აღრე განხილული ფირმების: „არკტურის", „ვეგას" და „სირიუსის" აქციებით. მოცემულია მომავალი ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობა (მარკოვიცისა და შარპის მოდელების შემდგომი შედარებისათვის დაუშვათ, რომ ეს ხანგრძლივობა ემთხვევა მარკოვიცის მოდელში გამოყენებულ შერჩეულ ხანგრძლივობას); მოცემულია აგრეთვე, N=10 ბიჯი წარსულში გაუთვლით საბაზრო ინდექსის ცვლილებების მონაცემების საფუძველზე (რომელიც მიღებულია და წყაროებიდან – ინტერნეტიდან ან პერიოდული გამოცემებიდან) გათვლით საბაზრო პორტფელის $r_{m,i}$ შემოსავლიანობას. N ბიჯების გათვლით მიღებული მონაცემები შევიტანოთ ცხრილი 26.1.-ში, სადაც ასევე მოტანილია აღრე გათვლილი C აქციების $r_{c,i}$ შემოსავლიანობა.

საბაზრო პორტფელის და C აქციების პირობითი შემოსავლიანობა

ცხრილი 26.1.

ანგარიშგების ბიჯი	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
$r_{m,t}$	$r_{m,1}$=0.121	$r_{m,2}$=0,292	0,148	-0,056	0,182	0,132	0,181	0,160	0,202	0,113
$r_{c,t}$	$r_{c,1}$=0,110	$r_{c,2}$=0,320	0,540	0,160	0,240	-0,010	0,080	-0,070	0,410	0,180

ამ შემთხვევაში C აქციების წრფივი რეგრესიის ტოლობა (26.1.) მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$r_{c,t}=\alpha_c+\beta_c\times r_{m,t}.$$

ქვემოთ გამოვთვალოთ წრფივი რეგრესიის პარამეტრები C აქციებისათვის α_c=0,1165 და β_c=0,5256. ამ აქციებისათვის წრფივი რეგრესიის განტოლებას უნდა ჰქონდეს ასეთი სახე:

$$r_{c,t}=0,1165+0,5256\times r_{m,t}.$$

შევუდაროთ ამ ფორმულით მიღებული $r_{c,t}$ თეორიული სიდიდეები და 26.1. ცხრილში მოტანილი $r_{c,t}$-ს რეალური მნიშვნელობები:

$$r_{c.1ფორმ}=0,1165+0,5256\times r_{m,1}=0,1165+0,5256\times 0,121=0,1802,$$

რაც განსხვავდება $r_{c.1ფორმ}$=0,110 დაკვირვებადი მნიშვნელობისაგან. იმისათვის, რომ თეორიული და რეალური დონეები ერთმანეთს გაუტოლოთ, ამისათვის უნდა მოვახდინოთ $r_{c.1ფორმ}$ თეორიული სიდიდის კორექცია. ეს მიიღწევა $r_{c.1ფორმ}$ სიდიდის მნიშვნელობისათვის $\varepsilon_{c,1}$ ცდომილების მნიშვნელობის დამატება, რომელიც $\varepsilon_{c,1}$=-0,0702:(0,1802-0,0702=0,110) შეადგენს.

შეიძლება დავასაბუთოთ, რომ გათვლის მეორე ბიჯისათვის:

$$r_{c.1ფორმ}=0,1165+0,5256\times 0,292=0,270$$

დაკვირვებად სიდიდეს ასევე არ ემთხვევა $r_{c,2}$=0,320. ამიტომ საჭიროა მოვახდინოთ $r_{c.2ფორმ}$-ის კორექტირება $\varepsilon_{c,2}$= +0.050 ცდომილებასთან.

რამდენადაც $r_{m,t}$ და $r_{c,t}$ შემთხვევითი სიდიდეებია, ამდენად, წრფივი რეგრესიის განტოლების გამოყენებით მიღებული $r_{c,t}$-ს სხვა დანარჩენი თეორიული მნიშვნელობები. განსხვავდება რეალურად დაკვირვებადი $r_{c,t}$ სიდიდეებისაგან, რომლებიც მოტანილია 26.1. ცხრილში. ამასთან დაკავშირებით, სიდიდე $r_{c.1ფორმ}$ აუცილებელია კორექტირებული იქნას $\varepsilon_{c,t}$ ცდომილებით, გათვლების ყოველ ბიჯზე. ვინაიდან $r_{m,t}$ და $r_{c,t}$ სიდიდეები შემთხვევითი სიდიდეებია, მაშინ $\varepsilon_{c,t}$ ცდომილების სიდიდეც უნდა წარმოადგენდეს შემთხვევით სიდიდეს. საბოლოოდ C აქციისათვის წრფივი რეგრესიის განტოლებას უნდა ჰქონდეს ასეთი სახე:

$$r_{c,t}=\alpha_c+\beta_c\times r_{m,t}+\varepsilon_{c,t},$$

სადაც $\varepsilon_{c,t}$ — შემთხვევითი ცდომილებაა.

საერთო შემთხვევებში თუკი პორტფელში ჩართულია n აქცია, მაშინ ნებისმიერი i აქციისათვის წრფივი რეგრესიის განტოლებას ექნება შემდეგი სახე:

$$r_{i,t}=\alpha_i+\beta_i\times r_{m,t}+\varepsilon_{i,t}, \qquad (26.2.)$$

სადაც $r_{i,t}$ —პორტფელის i-ური აქციის შემოსავლიანობაა t ბიჯის დროს;

α_i-რეგრესიის პარამეტრი, სახელწოდებით კოეფიციენტი „ალფა“ — იგი გვიჩვენებს პორტფელის I აქციის შემოსავლიანობის რა ნაწილი არ არის დაკავშირებული საბაზრო პორტფელის $r_{m,t}$-ს შემოსავლიანობის ცვლილებებთან;

β_i — წრფივი რეგრესიის პარამეტრი, სახელწოდებით „ბეტა“ კოეფიციენტი, რომელიც გვიჩვენებს პორტფელის i-ური აქციის შემოსავლიანობის მგრძნობელობას საბაზრო შემოსავლიანობის $r_{m,t}$-ს ცვლილების მიმართ.

$r_{m,t}$ — საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა t მომენტისათვის.

$\varepsilon_{i,t}$ — შემთხვევითი ცდომილება, რომელიც იმაზე მეტყველებს, რომ $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$-ს რეალური, ნამდვილი მნიშვნელობები გადაიხრებიან (26.2) წრფივი დამოკიდებულებიდან.

26.2. განტოლება არის ძირითადი წრფივ რეგრესულ ანალიზში და საფუძვლად ედება შარპის მოდელს. წრფივ რეგრესულ ანალიზში დასაშვებია, რომ $E(\varepsilon_{i,t})=0$. ე.ი. $r_{i,t}$-ს ფაქტიური სიდიდეები საშუალოდ თანაბრად ნაწილდებიან იმ მნიშვნელობის ზევით და ქვევით, რომელიც მიიღება წრფივი რეგრესიისას.

თუ რამდენად სუსტად შეესაბამება წრფივი რეგრესია $r_{i,t}$-სა და $r_{m,t}$-ს ფაქტიურ დამოკიდებულებას, განისაზღვრება შემთხვევითი ცდომილების $\varepsilon_{i,t}$-სიდიდით, რაც უფრო ნაკლებია ეს სიდიდე, მით უფრო ახლოსაა თეორიული მონაცემები ფაქტიურთან. ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის, შემთხვევითი ცდომილებები ინდივიდუალურია ე.ი. $\varepsilon_{i,t} \neq \varepsilon_{j,t}$. შემთხვევითი ცდომილების $\sigma^2_{\varepsilon_i}$ დისპერსია არ უდრის ნულს და მისი გამოთვლისათვის $r_{i,t}$-ს და $r_{m,t}$-ს დაკვირვების შედეგების გამოყენება.

პარამეტრი „ბეტა“

განსაკუთრებული მნიშვნელობა უნდა დაეთმოს პარამეტრ „β“-ს, რამდენადაც იგი განსაზღვრავს პორტფელის i აქციის შემოსავლიანობის მგრძნობელობას საბაზრო შემოსავლიანობის ცვლილებების მიმართ. როგორც ფორმულა (26.2)-დან ირკვევა, შემოსავლიანობა $r_{i,t}$ დამოკიდებულია როგორც β^i საბაზრო უკუგებასთან დაკავშირებული $r_{m,t}$ შესაკრებზე, ასევე საბაზრო შემოსავლიანობისგან დამოუკიდებელ $(\alpha_i + \beta_{i,t})$ შესაკრებზეც. დავუშვათ, მაგალითად, რომ $\beta_i=1,5$, ხოლო საბაზრო შემოსავლიანობა $r_{m,t}$ გათვლილი საბაზრო ინდექსის მეშვეობით (მაგ., ინდექსი PTC) გაიზარდა რაღაც ბიჯზე ტოლია 6% (0,06). ამ შემთხვევაში შემოსავლიანობის ნაწილი $r_{i,t}$, რომელიც გათვლილია საბაზრო უკუგების $r_{m,t}$-ს გათვალისწინებით, შეადგენს 1,5 6%=9%-ს. თუკი $r_{m,t}$ გაიზრდება 1%-ით და გაუტოლდება 7%-ს (0,07), მაშინ i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის ნაწილი საბაზრო ინდექსებთან $(\beta_i \times r)$ დაკავშირებულია გაიზრდება 1,5%-ით — β×6%-დან β 7%-მდე. ე.ი. 9%=(1,5 6%)-დან 10,5%=(1,5 7%)-მდე. თუკი β_i კოეფიციენტი იქნებოდა 1-ზე ნაკლები, ვთქვათ, $\beta_i=0.8$. მაშინ ასეთ შემთხვევაში $r_{m,t}$-ს ანალოგიური გადიდების შემთხვევაში 1%-ით $r_{m,t}$-ზე დამოკიდებული $r_{i,t}$ წილი გაიზრდება მხოლოდ 0.8%-მდე. **ამრიგად, ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის β_i კოეფიციენტი გვიჩვენებს, რამდენი პროცენტით შეიცვლება ბაზრის ზემოქმედებით $(\beta_i \times r_{m,t})$ განსაზღვრული $r_{i,t}$ წილი (ფასიანი ქაღალდის i-ური შემოსავლიანობა), — საბაზრო შემოსავლიანობის 1%-ით ცვლილებისას.**

საერთოდ კი, როცა β>1-ზე, მაშინ მოცემული ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა უფრო მგრძნობიარედ ექვემდებარება დიდ რყევებს, ვიდრე r_m. საბაზრო შემოსავლიანობა შესაბამისად, β<1-ის შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდისათვის დამახასიათებელია შემოსავლიანობის r_i-ის ნაკლები გადახრები $E(r_i)$ საშუალო (მოსალოდნელი) არითმეტიკული სიდიდისგან, ვიდრე საბაზრო შემოსავლიანობა. ამასთან დაკავშირებით ფასიანი ქაღალდები კოეფიციენტით β>1 კლასიფიცირდება როგორც უფრო რისკიანები, ვიდრე ბაზარი მთლიანად. ხოლო როცა β<1, მაშინ ნაკლებ რისკიანია, ვიდრე ბაზარი მთლიანად.

როგორც კვლევები გვიჩვენებენ ფასიანი ქაღალდების უმეტესობისათვის β>0, თუმცა შეიძლება შეგვხვდეს ფასიანი ქაღალდები, რომლებისთვისაც β არის უარყოფითი სიდიდე. უკანასკნელ შემთხვევაში ამ ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა უარყოფითად არიან კორელირებულები საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობასთან. გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ β-ს უარყოფითი მნიშვნელობის შემთხვევაშიც, თუ ამ კოეფიციენტის სიდიდე მოდულის მიხედვით მეტია ერთზე, ე.ი. |β|>1 (მაგ., β=-1,5), მაშინ აქციები ითვლება უფრო რისკიანად, ვიდრე ბაზარი მთლიანად.

რამდენადაც β კოეფიციენტი აქციების შემოსავლიანობასა და საბაზრო პორტფელს შორის დამოკიდებულებას გამოხატავს, ამდენად, ცხადია, რომ მოცემული კოეფიციენტი ასახავს რისკის მხოლოდ სისტემატიზებულ, არადივერსიფიცირებულ ნაწილს.

რეგრესიული მოდელების α_i და β_i-ს პარამეტრების განსაზღვრა

დაკვირვების შედეგების მიხედვით α_i და β_i-ს პარამეტრების განსაზღვრისათვის გამოიყენება **უმცირეს კვადრატთა მეთოდი**. ამ მეთოდის მიხედვით α და β პარამეტრებად აღებულ იქნა ისეთი მნიშვნელობები, რომლებიც მინიმიზირებას უკეთებენ $\varepsilon_{j,t}$ ცდომილების კვადრატების სიდიდეს. შესაბამისად, თუკი ჩვენ განვიხილავთ რეგრესიულ მეთოდს, რომელიც აღწერს დამოკიდებულებას რომელიმე ფასიანი ქაღალდის $r_{i,t}$-შემოსავლიანობასა და საბაზრო პორტფელის $r_{m,t}$-ს შორის ანგარიშსწორებას ადრინდელი ბიჯების N-ის მიხედვით, მაშინ α_2 და β_2 პარამეტრებად აღებული უნდა იქნას ისეთი მნიშვნელობები, რომლის დროსაც სადიდე

$$\sum_{t=1}^{N}\left(\varepsilon_{i,t}\right)^2=\sum_{t=1}^{N}\left[r_{i,t}-\left(\alpha_i+\beta_i\times r_{m,t}\right)\right]^2 \qquad (26.3.)$$

აღწევს მინიმუმს.

თუკი განვახორციელებთ აუცილებელ გაანგარიშებებს (აქ ამას არ ვახდენთ), მაშინ აღმოჩნდება, რომ (26.3.) გამოსახულება მინიმალურ მნიშვნელობას იძენს, როცა α და β პარამეტრები ღებულობენ შემდეგ სახეს:

$$\alpha_i=E\left(r_i\right)-\beta_i\times E\left(r_m\right) \qquad (26.4.)$$

$$\beta_i=\frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} \text{ ან } \beta_i=\frac{P_{i,m}\times\sigma_i}{\sigma_m}. \qquad (26.5.)$$

ახლა რომ თავისუფალი წევრი α_i რეგრესიულ მოდელში (26.2.) გაითვლება, როგორც სხვაობა $E(r_i)$-ის მოსალოდნელ სიდიდეს, $r_{i,t}$-ს სიდიდის N ბიჯის შემთხვევაში და $E(r_i)$-ის შეწონილ მოსალოდნელ მნიშვნელობას შორის, სადაც წონის როლში გამოდის β პარამეტრი. ამაყდროულად, პარამეტრი β_i მიიღება $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$ შემოსავლიანობის $\sigma_{i,m}$ კოვარიაციის გაყოფით საბაზრო შემოსავლიანობის σ_m დისპერსიაზე. თუკი ჩვენ გვეცოდინება N წლის განმავლობაში $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$ სიდიდეები, მაშინ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის კოვარიაციისა და დისპერსიის ცნობილი გამოსათვლელი ფორმულების გამოყენებით შეიძლება ვიპოვოთ $E(r_i)$, $E(r_m)$, $\sigma_{i,m}$ და σ_m^2, ჩავსვათ (26.4.) და (26.5.) ფორმულებში და გავთვალოთ α_i და β_i რეგრესიის პარამეტრები.

განვიხილოთ რეგრესიის პარამეტრების გათვლის კონკრეტული მაგალითი. ავიღოთ ადრე განხორციელებული ფირმების „არკტურის", „ვეგას" და „სირიუსის" — დაკვირვების მასალები 10 ბიჯის გათვლების მიხედვით. ამავდროულად დავუშვათ, რომ საბაზრო პორტფელის $r_{m,t}$-ს შემოსავლიანობის ცვლილება შეესაბამება ცხრილი 25.1.-ის მონაცემებს.

პირველად გავთვალოთ საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე

$$E\left(r_m\right)=\frac{1}{10}\sum_{t=1}^{10}r_{m,t}=0.1475$$

და დისპერსია

$$\sigma_m^2=\frac{1}{9}\sum_{t=1}^{10}\left[r_{m,t}-E\left(r_m\right)^2\right]=0.0078.$$

შესაბამისად, სტანდარტული გადახრა $\sigma_m=\sqrt{\sigma_m^2}=\sqrt{0.0078}=0.0883$.

გამოვიყენოთ ფირმა „სირიუსის" მოსალოდნელი შემოსავლიანობის $E(r_i)=0.194$-ის მონაცემები და შემოსავლიანობის $r_{i,t}$ მნიშვნელობები, 10 ბიჯზე გათვლილი (ცხრილი 26.1.) იგივე ფირმისათვის კოვარიაციის $\sigma_{i,m}$ სიდიდის და საბაზრო შემოსავლიანობის — $r_{m,t}$-ს და $r_{i,t}$-ს გასათვლელად:

$$\sigma_{r_A r_m} = \frac{1}{9}\sum_{i=1}^{10}\left[r_{A,i} - E(r_A)\right]\times\left[r_{m,i} - E(r_m)\right] = \left|(0,110-0.194)\times(0,1212-0,1475)+\right.$$
$$+(0,320-0,194)\times(0,2924-0,1475)-(0.540-0,194)\times(0.1479-0.1475)-$$
$$+(0,160-0,194)\times(-0,0564-0,1475)+(0,240\ -0,194)\times(0.1821-0,1475)+$$
$$+(-0.010-0,194)\times(0,1323-0,1475)+(0.060-0.194)\times(0.1807-0.1475)+$$
$$+(-0,070-0,194)\times(0,1598-0,1475)+(0,410-0.194)\times(0.2022-0,1475)+$$
$$\left.+(0,180-0,194)\times(0,1129-0,1475)\right|/9 = 0,0041$$

ამ სიდიდის გამოყენებით ჩვენ შეგვიძლია ვიპოვოთ α_c-ს და β_c- რეგრესიის პარამეტრები $r_{m,t}$ და $r_{c,t}$ შემოსავლიანობისათვის:

$$\beta_c = 0,0041/0,0078 = 0,5256;$$
$$\alpha_c = 0,194 - 0,5256\times 0,1475 = 0,1165$$

„არკტურის" და „ვეგას" კომპანიების აქციებისათვის საჭირო გათვლების ჩატარებით ვპოულობთ რეგრესიის კოეფიციენტების α-ს და β-ს პარამეტრების მნიშვნელობებს:

$\alpha_a = 0,2494$ და $\beta_a = -0,9787$. ფირმა „არკტურისათვის".

$\alpha_b = -0,0117$ და $\beta_b = -0,9470$. ფირმა „ვეგასთვის".

მიღებული მონაცემები იმაზე მეტყველებს, რომ კომპანია „არკტურის" აქციების შემოსავლიანობას r_A-ს აქვს უარყოფითი კორელაციის კოეფიციენტი r_m საბაზრო შემოსავლიანობასთან (რამდენადაც $\beta_A<0$). ამის გარდა, β_A-ს აბსოლუტური სიდიდის საიხლოვე ერთთან იმას მიუთითებს, რომ „არკტურის" შემოსავლიანობის ცვლილება თითქმის მსგავსად (ოღონდ შებრუნებული მიმართულებით) იმეორებს საბაზრო შემოსავლიანობის რყევას: r_m შემოსავლიანობის 1% გადიდება შეესაბამება ფირმა „არკტურის" აქციების შემოსავლიანობას თითქმის იგივე შემცირებას. კომპანია „ვეგას" აქციებისათვის პარამეტრი β_B ასევე ახლოსაა ერთთან, ამიტომ შემოსავლიანობა r_b-ს რყევა $E(r_A)=0,128$-ს საშუალო არითმეტიკული (მოსალოდნელი) სიდიდის მიმართ თითქმის იგივე სიზუსტით იმეორებს საბაზრო შემოსავლიანობის r_m-ის მოძრაობას $E(r_m)=0,1445$.

რეგრესიის შედეგების შეფასება

რეგრესიული მოდელის α და β-ს გაანგარიშება პარამეტრებს წარმოდგენას გვიქმნის საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობასა $r_{m,t}$ და შეფასებული აქციის $r_{i,t}$ შემოსავლიანობას შორის ურთიერთკავშირის საერთო ტენდენციებზე. თუმცა α და β სიდიდეები ამგვარი ურთიერთკავშირის ხარისხის არაერთგვაროვან ახსნას იძლევა. ჩვენ უკვე აღვნიშნეთ, რომ რეგრესიული მოდელის სიზუსტეზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ $\varepsilon_{i,t}$ ცდომილება. ე.ი. რეგრესიული მოდელის სიზუსტე, $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$ სიდიდეების ურთიერთკავშირის ხარისხი განისაზღვრება შემთხვევით ცდომილებების $\varepsilon_{i,t}$-ის გაფანტულობით, რომელიც შეიძლება შეფასდეს $\sigma^2_{\varepsilon_i}$ შემთხვევითი ცდომილების დისპერსიით. ამის გარდა, რეგრესიის სიზუსტე შეიძლება განისაზღვროს შემდეგნაირად: შეფასდეს თუ რამდენად ზუსტად განსაზღვრავს რეგრესიული მოდელი იმ ფასიანი ქაღალდის σ^2_i დისპერსიას, რომელთათვისაც რეგრესიული მოდელის შედგენა ხდება.

ქვემოთ ჩვენ ვაჩვენებთ, რომ i-ური ფასიანი ქაღალდის σ^2_i დისპერსია შეიძლება წარმოვადგინოთ ორი შესაკრების სახით:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \times \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2. \qquad (26.6)$$

როგორც ვხედავთ, პირველი შესაკრები მიუთითებს, რომ i-ური ფასიანი ქაღალდის რისკის ნაწილი განისაზღვრება თვითონ ბაზრის არასტაბილურობით, რამდენადაც აქ შედის σ^2_m – საბაზრო შემოსავლიანობის r_m-ს დისპერსია. მეორე შესაკრები $\sigma^2_{\varepsilon_i}$ გვიჩვენებს, რომ ფასიანი ქაღალდის ერთიან რისკში არის ასევე საკუთარი წილი, რომელიც არაა დამოკიდებული ბაზრის რყევაზე.

გავყოთ (26.6) ტოლობის ორივე ნაწილი σ^2_i-ზე. მივიღებთ:

$$\frac{\sigma_i^2}{\sigma_i^2} = 1 = \frac{\beta_i^2 \times \sigma_m^2}{\sigma_i^2} + \frac{\sigma_{\varepsilon_i}^2}{\sigma_i^2}.$$

მოვაქციოთ ყურადღება, რომ ამ შემთხვევაში პირველი შესაკრები გვიჩვენებს, ფასიანი ქაღალდის ერთიან რისკში რა წილი შეიძლება დავაბასიათოთ $= \alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} - \varepsilon_{i,t}$ რეგრესიული მოდელის გამოყენებით, ხოლო მეორე შესაკრები – რეგრესიული მოდელის უზუსტობის ხარისხი. ე.ი. რაც უფრო ახლოსაა $\frac{\beta^2 \times \sigma_m^2}{\sigma_i^2}$-ს სიდიდის მნიშვნელობა ერთთან, მით უფრო ზუსტია რეგრესიული მოდელი.

თუკი მოუბრუნდებით (26.5) ტოლობას, დავინახავთ, რომ $\frac{\beta_i^2 \times \sigma_m^2}{\sigma_i^2} = P_{i,m}^2$, მხედველობაშია მისაღები, რომ P^2 კორელაციის კოეფიციენტის კვადრატი არის წრფივი რეგრესიის საზუსტის შეფასების საერთოდ მიღებული საზომი. ე.ი. იმის საზომი, თუ რეგრესიის განტოლება რამდენად ზუსტად მიესადაგება $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$ რეალური მონაცემების დამოკიდებულების აღწერას. გაუთვალისწინ P^2 სიდიდე „არკტურის", „ეეგასა" და „სირიუსის" აქციებისათვის. გავიხსენოთ ადრე გათვლილი მნიშვნელობები: $\sigma_a^2 = 0.014$; $\sigma_b^2 = 0.019$; $\sigma_c^2 = 0.036$:

$$P_a^2 = \frac{(-0.9787)^2 \times 0.0078}{0.014} = 0.5337$$

$$P_b^2 = \frac{(-0.9470)^2 \times 0.0078}{0.019} = 0.3682$$

$$P_c^2 = \frac{(0.5256)^2 \times 0.0078}{0.036} = 0.0598.$$

ეს მონაცემები გვიჩვენებენ, რომ ყველაზე უკეთ წრფივი რეგრესია აღწერს კომპანია „არკტურის" აქციების ქცევას, რამდენადაც P_a^2-ის სიდიდე უფრო ახლოსაა ერთთან, ვიდრე სხვა კომპანიების. კომპანია „სირიუსისათვის" ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შერჩეული ინდექსის გამოყენება მოდელის წრფივი რეგრესიის შედგენისას გამართლებული არ არის, ვინაიდან მისი შემოსავლიანობის ცვლილების მხოლოდ 6% (0,0589) შეიძლება დავაკავშიროთ ბაზრის რყევასთან.

შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსიის გათვლა

ვინაიდან შარპის მოდელის გამოყენებით ოპტიმალური პორტფელის განსაზღვრისათვის დაგეჭირდება შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსიის $\sigma_{\varepsilon,t}^2$-ს მნიშვნელობა, ამისათვის ჩავატარ ოთ საჭირო გათვლები. შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსიის გათვლისათვის საჭირო ფორმულას აქვს ასეთი სახე:

$$\sigma_{\varepsilon,t}^2 = E\left[\varepsilon_{i,t} - E(\varepsilon_i)\right]^2$$

ვინაიდან $E(\varepsilon_i) = 0$-ს, გვექნება:

$$\sigma_{\varepsilon,t}^2 = E\left[\varepsilon_{i,t}\right]^2 = \frac{1}{N-2}\sum_{t=1}^{N}\left[r_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times r_{m,t})\right]^2$$

(მოცემულ შემთხვევაში საშუალო არითმეტიკული სიდიდე გაითვლება (N-2)-ზე გაყოფით, ვინაიდან თავისუფლების ორი ხარისხი დაიკარგა α_i და β_i-ს გათვლისას. ამით აიხსნება, რომ სიდიდე $\beta_i^2 \times \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon,t}^2$ აღემატება σ_i^2-ს საანგარიშო მნიშვნელობას. მაგალითად, „არკტურის" აქციისათვის $\beta_i^2 \times \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon,t}^2 = 0.0148$, ხოლო $\sigma^2 = 0.014$-ს).

„არკტურის" აქციისათვის გათვლები გვაძლევენ შემდეგს:

$$\sigma_{\varepsilon,t}^2 = \Big|(0,120 - 0,2694 + 0,9787 \times 0,1212)^2 + (-0,040 - 0,2694 + 0,9787 \times 0,2924)^2 +$$

$$+ (0,010 \times 0,2694 - 0,9787 \times 0,1479)^2 + \text{და ა.შ მთელი 10 წლისათვის}\Big| / 8 = 0,0073$$

შესაბამისად: $\sigma_{\varepsilon,b}^2 = 0.0136$ და $\sigma_{\varepsilon,c}^2 = 0,0378$.

ოვალსაჩინოებისათვის მოვიტანოთ რეგრესიული ანალიზის მონაცემები „არკტურის“, „ეგეას“ და „სირიუსის“ აქციებისათვის 26.2. ცხრილიდან

რეგრესიული მოდელის გამოყენებით მიღებული მონაცემები

ცხრილი 26.2.

კომპანია	α_i	β_i	σ^2_i	$\beta^2_0 \times \sigma^2_0$	$\sigma^2_{\varepsilon i}$	ρ^2
„არკტური„	0,2494	-0,9787	0,014	0,0075	0,0073	0,5397
„ეგეა“	-0,0117	0,9470	0,019	0,0070	0,0136	0,3682
„სირიუსი“	0,1165	0,5256	0,036	0,0022	0,0378	0,0598

* გათვლილია ადრე რეგრესული ფორმულების გარეშე

26.2. შარპის მოდელის გამოყენება ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად

შარპის მოდელის ერთ-ერთი ღირსება არის ის, რომ იგი შესაძლებელს ხდის მნიშვნელოვნად შემცირდეს გათვლების ოდენობა ოპტიმალური პორტფელის განსაზღვრისას და ამაჟდრიულად მისი შედეგები ახლოსაა მარკოვიცის მოდელის გამოყენებით მიღებულ შედეგებთან. ვინაიდან შარპის მოდელის საფუძველია წრფივი რეგრესია, ამიტომ მისი გამოყენებისათვის საჭიროა შემოღებულ იქნას რიგი წინასწარი დაშვებები. თუკი დავუშვებთ, რომ ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს n ფასიანი ქაღალდებისაგან. მაშინ უნდა ჩავთვალოთ რომ:

1) პორტფელის ყველა აქციისათვის, ე.ი. i=1,2,... n-სათვის შემთხვევითი ცდომილებების საშუალო არითმეტიკული (მოსალოდნელი) სიდიდე $E(\varepsilon_i)=0$, ;

2) შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსია $\sigma^2_{\varepsilon i}$ ყველა ფასიანი ქაღალდისათვის მუდმივია;

3) პორტფელის ყველა აქციისათვის არ არსებობს კორელაცია გათვლილი შემთხვევითი ცდომილებებს შორის N ბიჯების განმავლობაში ე.ი.

$$E\left[\varepsilon_{i,t} \times \sigma_{i,t+1}\right] = 0 \quad (t = 1.2.....N);$$

4) არ არსებობს კორელაცია შემთხვევით ცდომილებებს შორის ნებისმიერი ორი ფასიანი ქაღალდის პორტფელში, სხვა სიტყვებით:

$$E\left[\varepsilon_{i,t} \times \sigma_{i,t}\right] = 0;$$

5) არ არსებობს კორელაცია შემთხვევით ცდომილება $\sigma^2_{\varepsilon,i}$ და საბაზრო შემოსავლიანობას შორის. ე.ი.

$$E\{\varepsilon_{i,t} \times [r_{m,t} - E(r_m)]\} = 0$$

პორტფელის სალქვეული აქციებისათვის შემოსავლიანობისა და რისკის განსაზღვრა

ზემოთაღნიშნული დაშვებების გამოყენებით პორტფელში ნებისმიერი აქციისათვის, შეიძლება გამოვთვალოთ $E(r_i)$, σ^2_i-ს და $\sigma^2_{i,j}$-ს გამოსახულებები. მარტივად დავუბრუნდეთ რეგრესიული მოდელის ძირითად განტოლებას:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_i, \qquad (26.2.)$$

და გამოვიანგარიშოთ i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე:

$$E(r_i) = E\left(\alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_{i,t}\right) = \alpha_i + \vartheta \times E(r_m), \qquad (26.7.)$$

რამდენადაც $E(\alpha_i)=\alpha_i$ და $E(\varepsilon_i)=0$-ს.

როგორც ცნობილია, შემთხვევითი სიდიდეების r_i დისპერსია გაითვლება ფორმულით:

$$\sigma_i^2 = E\left[r_i - E(r_i)\right]^2$$

იუ აქ (26.2) ფორმულიდან ჩავსვამთ $r_{i,t}$ გამოსახულებას და $E(r_i)$ (26.7) ფორმულიდან, -E(r_i)-ს მოვიღებთ:

$$\sigma_i^2 = E\left\{\alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} - \left[\alpha_i + \beta_i \times E(r_m)\right]\right\}^2 = E\left[\beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} - \beta_i \times E(r_m)\right]^2 =$$

$$= E\left\{\beta_i \times \left[r_{m,t} - E(r_m)\right] + \varepsilon_{i,t}\right\}^2 = E\left\{\beta_i^2 \times \left[r_{m,t} - E(r_m)\right]^2 + 2\beta_i \times \left[r_{m,t} - E(r_m)\right] \times \varepsilon_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^2\right\} =$$

$$= \beta_i^2 + \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon,t}^2,$$

რაც უკვე შეგეხებოდა რეგრესიის შედეგების შეფასებისას.

ბოლოს, ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად უკანასკნელი საწყისი ელემენტი აუცილებელია $\sigma_{i,j}$ კოვარიაცია, პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის. საერთოდ, კოვარიაცია გაითვლება ფორმულით:

$$\sigma_{i,j} = E\left\{\left[r_{i,t} - E(r_i)\right] \times \left[r_{j,t} - E(r_j)\right]\right\}$$

ამ ფორმულაში ჩავსვათ (26.2) ფორმულიდან გამოსახულება $r_{i,t}$ და ჩავატაროთ საჭირო გათვლები, მოვიღებთ:

$$\sigma_{i,j} = E\left\{\alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} - E\left(\alpha_i + \beta_i \times r_{m,t} + \varepsilon_{i,t}\right)\right] \times$$

$$\times\left[\alpha_j + \beta_j \times r_{m,t} + \varepsilon_{j,t} - E\left(\alpha_j + \beta_j \times r_{m,t} + \varepsilon_{j,t}\right)\right]\Big\} =$$

$$= E\left\{\left[\beta_i\left(r_{m,t} - E(r_m)\right) + \varepsilon_{i,t}\right] \times \left[\beta_j\left(r_{m,t} - E(r_m)\right) + \varepsilon_{j,t}\right]\right\} =$$

$$= E\left\{\beta_i \times \beta_j \times \left[r_{m,t} - E(r_m)\right]^2 + \beta_i\left[r_{m,t} - E(r_m)\right]\varepsilon_{i,t} + \beta_j\left[r_{m,t} - E(r_m)\right]\varepsilon_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \times \varepsilon_{j,t}\right\} =$$

$$= E\left\{\beta_i \times \beta_j \times \left[r_{m,t} - E(r_m)\right]^2\right\} = \left(\beta_i \times \beta_j\right) E\left[r_{m,t} - E(r_m)\right]^2 = \beta_i \times \beta_j \times \sigma_m^2.$$

მე-4 და მე-5 საწყისი პირობების თანახმად, რამდენადაც დანარჩენი წევრები მოცემულ ტოლობაში:

$$E\left\{\beta_i\left[\left(r_{m,t} - E(r_m)\right)\right]\varepsilon_{j,t}\right\} = E\left\{\beta_j\left[\left(r_{m,t} - E(r_m)\right)\right]\varepsilon_{i,t}\right\} = E\left(\varepsilon_{i,t} \times \varepsilon_{j,t}\right) = 0$$

ამგვარად, კოვარიაცია $\sigma_{i,j}$ ორი ფასიანი ქაღალდის პორტფელში r_i და r_j შემოსავლიანობას შორის ყოველი ფასიანი ქაღალდის საბაზრო შემოსავლიანობის „ბეტა" რეგრესიის პარამეტრების ნამრავლის ტოლია:

$$\sigma_{i,j} = \beta_i \times \beta_j \times \sigma_m^2. \qquad (26.8)$$

შეჯამოთ შედეგები: თუ ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს n ფასიანი ქაღალდებისაგან, მაშინ α_i-ს და β_i წრფივი რეგრესიის პარამეტრების გამოყენება შესაძლებელს ხდის გამოვხატოთ მათი მეშვეობით ყველა საწყისი ელემენტი – პორტფელში ყოველი ფასიანი ქაღალდის $E(r_i)$ შემოსავლიანობა ამავე ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის σ_i^2 დისპერსიები და $\sigma_{i,j}$ კოვარიაციები:

$$E(r_i) = \alpha_i + \beta_i \times E(r_m) \qquad (26.9)$$

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \times \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon,t}^2 \qquad (26.10)$$

$$\sigma_{i,j} = \beta_i \times \beta_j \times \sigma_m^2 \qquad (26.11)$$

26.9, 26.10 და 26.11 გამოსახულებები აუცილებელია ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად. ამასთან ერთად ინვესტორმა წინასწარ უნდა გაითვალოს α_i–ს n სიდიდე, β_i n სიდიდე და n $\sigma^2_{\varepsilon_i}$ მნიშვნელობა, ასევე შესაბამისად $E(r_m)$ და σ^2_m. ე.ი. საჭიროა ეიპოოთ (n+n+n+2)=3n+2 საწყისი მონაცემები, რაც არსებითად მცირეა მარკოვიცის მოდელისათვის საჭირო გათვლებთან შედარებით.

ასე მაგალითად, 30 ფასიანი ქაღალდისაგან შემდგარი პორტფელის ფორმირებისას ეფექტიანი პორტფელის ზღვრის დასადგენად საჭიროა 3×30+2=90 საწყისი მონაცემის გამოთვლა შარპის მოდელის მიხედვით და 495 (5-ჯერ მეტი) მონაცემის გათვლა მარკოვიცის მოდელის მიხედვით.

გათვლების სიდიდის შემცირება შარპის მოდელში ხდება იმიტომ, რომ ყველა წყვილის $\sigma_{i,j}$ კოვარიაცია პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის ნულის ტოლია. ერთი ფასიანი ქაღალდის რისკის მეორე ფასიანი ქაღალდის რისკზე ურთიერთგავლენის ასახვისათვის შარპმა შემოგვთავაზა ეს კოვარიაციული ეფექტები პორტფელის ფასიანი ქაღალდების ურთიერთკავშირთან რომელიმე საბაზრო ინდექსთან, ვთქვათ S&P500. სხვა სიტყვებით პორტფელში ფასიანი ქაღალდებს შორის კორელაცია გამოიხატება საბაზრო ინდექსის მეშვეობით.

პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის და დისპერსიის განსაზღვრა

როგორც უკვე დადგენილია, n ფასიანი ქაღალდებისაგან შედგენილი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა გაითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$E(r_n)=\sum_{i=1}^{n} W_i \times E(r_i),$$

W_i-არის პორტფელში ცალკეული ფასიანი ქაღალდის წონა. (26.10) ფორმულიდან ჩავსვათ ამ ფორმულაში $E(r_i)$ გამოსახულება, მივიღებთ:

$$E(r_n)=\sum_{i=1}^{n} W_i \times \left[\alpha_i + \beta_i \times E(r_m)\right].$$

ამ ტოლობაში გამოვყოთ შესაკრები, რომელზეც გავლენას ვერ მოახდენს ბაზრის ცვლილებები და ასევე ის შესაკრები, რომელიც დამოკიდებულია საბაზრო მაჩვენებლებზე.

$$E(r_n)=\sum_{i=1}^{n} W_i \times \alpha_i + \left(\sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i\right) \times E(r_m). \qquad (26.12.)$$

ამ ფორმულისაიანი კომპაქტურობის მინიჭების მიზნით, შარპი გვთავაზობს (n+1) აქციის პირობების მახასიათებელ საბაზრო ინდექსს პორტფელში. ასეთ შემთხვევაში (26.9) ტოლობის მეორე შესაკრები შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$\left(\sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i\right) \times E(r_m) = W_{n+1} \times E(\alpha_{n+1}),$$

სადაც

$$W_{n+1} = \sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i. \qquad (26.13.)$$

$$E(\alpha_{n+1}) = E(r_m) \qquad (26.14.)$$

ამასთან ითვლება, რომ (n+1) ცდომილების დისპერსია საბაზრო შემოსავლიანობის ტოლია: $\sigma^2_{\varepsilon_{n+1}} = \sigma^2_m$. (26.13) გამოსახულება წარმოადგენს ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის β_i (ბეტას) შეწონილი სიდიდეების ოდენობას (სადაც წონის როლში გამოდის W_i) და იწოდება **პორტფელურ ბეტად** (β_n). (26.13) და (26.14) გამოსახულებების გათვალისწინებით (26.12) ფორმულა ასე შეიძლება ჩაიწეროს:

$$E(r_n)=\sum_{i=1}^{n+1} W_i \times \alpha_i.$$

ასე, რომ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_n)$ შეიძლება წარმოვიდგინოთ ორი შემადგენელი ნაწილის სახით:

ა) შეწონილი პარამეტრების ჯამის სახით, ყველა ფასიანი ქაღალდისათვის $W_1\alpha_1 + W_2\alpha_2 + \ldots + W_n\alpha_n$.

რომელიც ასახავს ფასიანი ქაღალდის წილს $E(r_i)$-ში და

ბ) კომპონენტებას $W_{n-1} \times \alpha_{n-1} = \left(\sum_{i=1}^{n-1} W_i \times \beta_i\right) \times E(r_m)$. ე.ი. წარმოდგენილია პორტფელური „ბეტას" და მოსალოდნელი საბაზრო შემოსავლიანობის სახით, რაც ასახავს ურთიერთკავშირს ბაზარსა და ფასიანი ქაღალდების პორტფელს შორის.

პორტფელის დისპერსია

როგორც ცნობილია, პორტფელის დისპერსია შეიძლება წარმოვადგინოთ ასეთი სახით:

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 \times \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} W_i \times W_j \times \sigma_{i,j}.$$

თუკი ამ ფორმულაში σ_i^2-ს და $\sigma_{i,j}$-ს ნაცვლად ჩავსვამთ გამოსახულებებს:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \times \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_i}^2 \qquad (26.10.)$$

$$\sigma_{i,j} = \beta_i \times \beta_j \times \sigma_m^2 \qquad (26.11)$$

ჩატარებთ შესაბამის გათვლებს და ვისარგებლებთ (26.10) პირობებით, მაშინ შეიძლება ვაჩვენოთ, რომ პორტფელის დისპერსია წარმოდგენილია შემდეგი სახით:

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n+1} W_i^2 \times \sigma_{\varepsilon_i}^2. \qquad (26.16)$$

ამასთან აუცილებელია მხედველობაში იქნას მიღებული ის გარემოება, რომ $W_{n+1} = \sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i$. ე.ი. $(W_{n+1})^2 = (W_1\beta_1 + W_2\beta_2 + \ldots + W_n\beta_n)^2$, ხოლო $\sigma_{\varepsilon_{n+1}}^2 = \sigma_m^2$ ე.ი. n აქციისაგან შემდგარი პორტფელის დისპერსია შეიძლება ორი კომპონენტის ნაერთის სახით წარმოვიდგინოთ:

ა) ცდომილების საშუალო შეწონილი დისპერსია $\sum_{i=1}^{n-1} W_i^2 \times \sigma_{\varepsilon_i}^2$, სადაც წონების როლში გამოდის W_i, იგი ასახავს პორტფელის რისკის წილს, რაც დაკავშირებულია თვით ფასიანი ქაღალდების რისკთან (საკუთარი რისკი).

ბ) $\beta_n^2 \times \sigma_m^2$ საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის დისპერსიის შეწონილი სიდიდე σ_m^2. აქ წონის როლში გამოდის პორტფელური ბეტას კვადრატი და იგი ასახავს პორტფელის რისკის დონეს, რომელიც განისაზღვრება თვითონ ბაზრის არასტაბილურობით (საბაზრო რისკი);

ზემოთქმულიდან გამომდინარე, ანალოგიურად, ვაჩვენოთ, რომ პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რიცხვის გადიდებასთან ერთად პორტფელის რისკის პირველი ნაწილი $\left(\sum_{i=1}^{n} W_i^2 \times \sigma_{\varepsilon_i}^2\right)$ მაისწრაფვის ნულისაკენ. ამიტომ, პორტფელის დივერსიფიკაცია განაპირობებს იმ რისკის შემცირებას, რაც დაკავშირებულია თვითონ ფასიანი ქაღალდის არასტაბილურობასთან. რჩება მხოლოდ $\beta_n^2 \times \sigma_m^2$ კომპონენტი, რომელიც დამოკიდებულია თვითონ ბაზრის არასტაბილურობაზე.

ინვესტორის მიზნების ფორმულირება შარპის მოდელში

გავიხსენოთ, რომ მარკოვიცის მოდელში ინვესტორის მიზანი ყალიბდებოდა შემდეგნაირად: აუცილებელი იყო პორტფელის დისპერსიის მინიმალური მნიშვნელობის პოვნა.

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2 \times \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} W_i \times W_j \times \sigma_{i,j}$$

მოცემულ საწყის პირობებში:

$$E\left(r_{\text{პორტფ.}}\right) = \sum_{i=1}^{n} W_i E(r_i) = E^*; \qquad \sum_{i=1}^{n} W_i = 1$$

შარპის მოდელში ინვესტორის მიზანი ასე ყალიბდება: აუცილებელია ვიპოვოთ პორტფელის დისპერსიის მინიმალური მნიშვნელობა

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n+1} W_i^2 \times \sigma_{\varepsilon_i}^2 \qquad (26.17)$$

საწყისი პირობებით:

$$E(r_n) = \sum_{i=1}^{n} W_i \times \alpha_i = E^* \qquad (26.18)$$

$$\sum_{i=1}^{n} W_i = 1 \qquad (26.19)$$

$$\sum_{i=1}^{n} W_i \times \beta_i = W_{n+1}. \qquad (26.20)$$

ამრიგად, როგორც ვხედავთ, ორივე მეთოდის დროს ინვესტორი ცდილობს პორტფელის σ_n^2 დისპერსიის მინიმიზაცია. პორტფელის მოცემული შემოსავლიანობის E*-ს პირობებში (პირველი პირობა), იმის მხედველობაში მიღებით, ინვესტორის მიერ პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შესაძენად მიმართული საწყისი ინვესტიციების წილის ოდენობა ერთის ტოლია (მეორე პირობა). თუმცა მოდელებს შორის არსებობს არსებითი განსხვავება:

— ჯერ ერთი, სხვადასხვანაირადაა წარმოდგენილი σ_n^2-ის და $E(r_n)$-ის გასათვლელი ფორმულები;

— მეორეც, არის დამატებითი, მეოთხე შეზღუდვა, რომელსაც შეიცავს პორტფელური ბეტა, როგორც საბაზრო მაჩვენებლის წონა.

ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების აგება

აღვნიშნავთ ძირითად ეტაპებს, რომლებიც აუცილებლად უნდა შესრულდეს ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად შარპის მოდელში:

1. ვიღებთ n ფასიან ქაღალდებს, რომელთაგანაც ყალიბდება პორტფელი და განვსაზღვრავთ ისტორიული დროის მონაკვეთს, N წელს, რომლის განმავლობაშიც მოხდება დაკვირვება შემოსავლიანობის მნიშვნელობაზე ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის;

2. საბაზრო ინდექსის მიხედვით (მაგალითად, AK&M) გაითვალოს საბაზრო r_m, შემოსავლიანობა იგივე დროის მონაკვეთისათვის;

3. განისაზღვროს ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის საბაზრო შემოსავლიანობებით საბაზრო მაჩვენებლის დისპერსია σ_m^2, ასევე შემოსავლიანობების კოვარიაციების მნიშვნელობები σ , ასევე ვიპოვოთ, β_i-ს სიდიდე;

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2};$$

4. განისაზღვროს ყოველი ფასიანი ქაღალდის $E(r_i)$. მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, $E(r_m)$ საბაზრო შემოსავლიანობა და გამოითვალოს α_i პარამეტრიც;

$$\alpha_i = E(r_i) - \beta_i \times E(r_m)$$

5. გაითვალოს რეგრესიული მოდელის ცდომილებათა $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ დისპერსია;

6. ჩაისვათ ეს მნიშვნელობები (26.17-26.20) ტოლობებში.

ასეთი ჩასმების შემდეგ ირკვევა, რომ უცნობი სიდიდეებია პორტფელის აქციების წონა W_i. შეუარჩევთ რა E*, პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის სიდიდეს შეიძლება ამოიხსნას განტოლებების სისტემა (26.17-26.20). ლაგრანჟის მამრავლების გამოყენებით (რომლის შესახებ დაწვრილებითი იყო საუბარი წინა თავებში).

განვიხილოთ ეფექტიანი პორტფელების საზღვრის აგების მაგალითები ფირმების: „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" მაგალითზე. ასე, რომ ამ შემთხვევაში ინვესტორის ამოცანა მდგომარეობს შემდეგში — მინიმუმამდე იქნეს დაყვანილი განისახულება:

$$\sigma_n^2 = W_a^2 \times \sigma_{\varepsilon_a}^2 + W_b^2 \times \sigma_{\varepsilon_b}^2 + W_c^2 \times \sigma_{\varepsilon_c}^2 + W_d \times \sigma_m^2$$

შემდეგი საწყისი პირობებით:

$$W_a \times \alpha_a + W_b \times \alpha_b + W_c \times \alpha_c + W_4 \times E(r_m) = E^*$$

$$W_a + W_b + W_c = 1$$

$$W_a \times \beta_a + W_b \times \beta_b + W_c \times \beta_c = W_4,$$

ჩავსვათ აღრე გათვლილი α_i, β_i, σ^2_m, $\sigma^2_{\varepsilon m}$-ის და $E(r_m)$-ის მნიშვნელობები ამ გამოსახულებაში:

$$\sigma_n^2 = 0,0073 \times W_a^2 + 0,0136 \times W_b^2 + 0,0378 \times W_c^2 + 0,0078 \times W_4^2$$

$$0,2494 \times W_A - 0,0117 \times W_B + 0,1165 \times W_C + 0,1475 \times W_4 = E^*$$

$$W_A + W_B + W_C = 1$$

$$-0,9787 \times W_A + 0,9490 \times W_B + 0,5256 \times W_C = W_4.$$

ამ ამოცანის გადაწერა ლაგრანჟის მამრავლების გამოყენებით გვაძლევს ასეთ შედეგებს:

$$W_A = -8,27683 \times E^* + 1,53921$$

$$W_B = -3,98884 \times E^* + 0,86352$$

$$W_C = 12,26567 \times E^* - 1,40273$$

$$W_4 = 10,76503 \times E^* - 1,42538.$$

ასე, რომ ჩვენ გადავწყვიტეთ დასმული ამოცანა: **პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის E* ნებისმიერი შერჩეული დონისათვის ინვესტორს შეუძლია იპოვოს ყოველი ფასიანი ქაღალდის წონა და ჩამოაყალიბოს პორტფელი, რომელსაც ექნება მინიმალური რისკი.** ე.ი. ინვესტორს შეუძლია ააგოს ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი, შემდეგ, რაც მასზე დაიტანს განურჩეველობის მრუდეების რუკას და განსაზღვროს ოპტიმალური პორტფელი:

იმისათვის, რომ ვიპოვოთ ფასიანი ქაღალდების დონეები W_i, აუცილებლია წინასწარ შედგეს ლაგრანჟის პოლინომი.

$$L = 0,0073 \times W_a^2 + 0,0136 \times W_b^2 + 0,0378 \times W_c^2 + 0,0078 \times W_4^2 +$$
$$+ \Gamma_1 \times (0,2494 \times W_a - 0,0117 \times W_b + 0,1165 \times W_c + 0,1475 \times W_4 - E^*) +$$
$$+ \Gamma_2 \times (W_a + W_b + W_c - 1) + \Gamma_3 \times (-0,9787 \times W_a + 0,9479 \times W_b + 0,5256 \times W_c - W_4),$$

სადაც, $\Gamma_1, \Gamma_2, \Gamma_3$ – ლაგრანჟის მამრავლებია. შემდეგ აიღება L პოლინომის 7 კერძო წარმოებული ყოველი 7 უცნობი W_1, W_2, W_3, W_4, ასევე L_1, L_2, L_3 და უტოლდება 0-ს:

$$\frac{\partial L}{\partial W_a} - 0,0146 \times W_a + 0,2494 \times \Gamma_1 + \Gamma_2 - 0,9787 \times \Gamma_3 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial W_b} - 0,0271 \times W_b - 0,0117 \times \Gamma_1 + \Gamma_2 + 0,9470 \times \Gamma_3 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial W_c} - 0,0756 \times W_c + 0,1165 \times \Gamma_1 + \Gamma_2 + 0,5256 \times \Gamma_3 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial W_4} - 0,0156 \times W_4 + 0,1475 \times \Gamma_1 - \Gamma_3 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial \Gamma_1} - 0,2494 \times W_a - 0,0117 \times W_b + 0,1165 \times W_c + 0,1475 \times W_4 - E^0 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial \Gamma_2} - W_a + W_b + W_4 = 0;$$

$$\frac{\partial L}{\partial \Gamma_3} - 0,9787 \times W_a - 0,9471 \times W_b + 0,5256 W_c - W_4^0 = 0.$$

მატრიცული ფორმით ეს 7 ტოლობა ჩაიწერება ასეთი სახით:

$$\begin{vmatrix} 0.0146 & 0 & 0 & 0 & 0,2494 & 1 & -0,9787 \\ 0 & 0,0271 & 0 & 0 & -0,0117 & 1 & 0.9470 \\ 0 & 0 & 0,0756 & 0 & 0,1165 & 1 & 0,5256 \\ 0 & 0 & 0 & 0,0156 & 0,1475 & 0 & -1 \\ 0,2494 & -0,0117 & 0,1165 & 0,1475 & 0 & 0 & 0 \\ 1 & 1 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ -0,9787 & 0.9470 & 0,5256 & -1 & 0 & 0 & 0 \end{vmatrix} \times \begin{vmatrix} W_a \\ W_b \\ W_c \\ W_4 \\ \Gamma_1 \\ \Gamma_2 \\ \Gamma_3 \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ E^* \\ 1 \\ 0 \end{vmatrix}$$

წარმოვადგინოთ ეს მატრიცული ტოლობის სახით:

$C \times W = B$.

იმისათვის, რომ ვიპოვოთ W_i წონა აუცილებელია კომპიუტერით გაითვალოს C^{-1} მატრიცა, შებრუნებული C მატრიცა და ამოიხსნას ტოლობა $W = C^{-1} \times B$. ე.ი. შებრუნებული მატრიცას ყოველი სტრიქონი გამრავლდეს B სვეტზე. წონა MVP პორტფელისათვის გაითვლება შებრუნებული მატრიცის $\overline{C}^{-1}$-ის პუნსით, სადაც $\overline{C}$ არის მატრიცა 5-ე სვეტისა და 5-ე სტრიქონის გარეშე, და რომელიც შეესაბამება E*-შეზღუდვას.

26.3. შარპისა და მარკოვიცის მოდელების შედეგების შეფასება

მივაქციოთ ყურადღება, რომ მარკოვიცისა და შარპის მოდელები გვაძლევენ სხვადასხვა გამოსახულებებს ფასიანი ქაღალდების წონებისათვის ეფექტიან პორტფელებში, რომლებიც შექმნილია ფირმების: „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" ერთი და იგივე აქციებისაგან ერთნაირი საწყისი პირობებით. გავიხსენოთ, რომ მარკოვიცის მოდელის მიხედვით „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციების წონები ტოლია:

$$W_A = -6,8230 \times E^* + 1,3442$$
$$W_B = -5,9503 \times E^* + 1,1267$$
$$W_C = +12,7737 \times E^* - 1,4609.$$

გამოვთვალოთ ფასიანი ქაღალდის წონა პორტფელისათვის, რომელსაც აქვს. დავუშვათ, მოსალოდნელი შემოსავლიანობა E*=0,13. მივიღებთ:

მარკოვიცის მოდელის მიხედვით:

$W_{AM} = 0,45721$; $W_{BM} = 0,35316$; $W_{CM} = 0,18968$;

შარპის მოდელის მიხედვით:

$W_{AS} = 0,46322$; $W_{BS} = 0,34497$; $W_{CS} = 0.19181$; $W_{4S} = -0,02593$

შევამოწმოთ რამდენად აკმაყოფილებენ ეს მონაცემები მოდელებს. როგორც ცნობილია, მარკოვიცის მოდელში $\sum_{i=1}^{n} W_{iM} \times E(r_i) = E^*$. ჩავსვათ ადრე გაანგარიშებული $E(r_A) = 0.105$; $E(r_B) = 0.128$; $E(r_C) = 0.194$ ამ ფორმულაში და მივიღებთ:

$0,45721 \times 0,125 + 0,35316 \times 0,128 + 0,18968 \times 0,194 = 0,13$.

შარპის მოდელისათვის ჩვენ გვაქვს:

$$W_{AS} \times \alpha_a + W_{BS} \times \alpha_b + W_{CS} \times \alpha_c + W_{AS} \times E(r_m) = E^*.$$

შეეამოწმოთ:

$0,46322 \times 0,2494 + 0,34497 \times (-0,0117) + 0,19181 \times 0,1165 - 0,02593 \times 0,1475 = 0,13.$

საინტერესოა, რომ თუ ჩვენ შარპის მოდელში მიღებულ ფასიანი ქაღალდის W_{is} წონას, ჩავსვამთ ფორმულაში, რომელიც გამოიყენება პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის გასათველად მარკოვიცის მოდელის მიხედვით, მაშინ მივიღებთ ერთსა და იმავე შედეგს:

$$E(r_c) = \sum_{i=1}^{n} W_{is} \times E(r_i) = 0,46322 \times 0,105 + 0,34497 \times 0,128 + 0,19181 \times 0,194 = 0,13.$$

შეკრულად თუ ვიმსჯელებთ, აქ გასაკვირი არაფერია, უბრალოდ ჩვენ ვაჩვენეთ, რომ მარკოვიცის მოდელის მიხედვით გათვლილი პორტფელის შემოსავლიანობა

$$E(r_a) = W_{AM} \times E(r_A) + W_{BM} \times E(r_B) + W_{CM} \times E(r_C)$$

შეიძლება წარმოვადგინოთ შარპის მოდელით:

$$E(r_a) = W_{AS} \times \alpha_a + W_{BS} \times \alpha_b + W_{CS} \times \alpha_c + W_{AS} \times E(r_m).$$

ე.ი. მარკოვიცის მოდელის მიხედვით მიღებული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეიძლება დაიყოს ორ კომპონენტად – საკუთარი კომპონენტი $(W_{AS} \times \alpha_a + W_{BS} \times \alpha_b + W_{CS} \times \alpha_c)$ და ბაზრის ცვლილებასთან დაკავშირებული კომპონენტი $(W_{AS} \times E(r_m))$ [1].

ამ ორ მოდელს დისპერსიის გასათვლელად სხვადასხვა ფორმულები აქვს. ამიტომ ეფექტიანი პორტფელების დისპერსიის მნიშვნელობა ყოველი მოდელისათვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ერთი და იგივე მნიშვნელობისათვის განსხვავებულია. საქმე იმაშია, რომ როგორც აღვნიშნეთ, შარპის მოდელში ყველა წყვილური კოლერაციები ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მიხედვით პორტფელში მიღებულია 0-ის ტოლად, ხოლო ფასიანი ქაღალდების ურთიერთკავშირი გამოიხატება მათი დამოკიდებულებით საბაზრო შემოსავლიანობასთან. ამასთან დაკავშირებით შარპის მოდელის მიხედვით გათვლილი პორტფელის დისპერსია განსხვავდება მარკოვიცის მოდელის მიხედვით გათვლილი დისპერსიისაგან. ახლ, რომ „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციებისათვის — $E(r_a) = 0.13$.

$$\sigma_a^2(\text{შარპი}) = W_a^2 \times \sigma_a^2 + W_b^2 \times \sigma_b^2 + W_c^2 \times \sigma_c^2 - W_a \times \sigma_m^2 = (0,46322)^2 \times 0,0073 +$$
$$+ (0,34497)^2 \times 0,0136 - (0,19181)^2 \times 0,0378 + (-0,02593)^2 \times 0,0078 = 0,00458$$

$$\sigma_a^2(\text{მარკოვიცი}) = W_a^2 \times \sigma_a^2 - W_b^2 \times \sigma_b^2 + W_c^2 \times \sigma_c^2 + 2W_aW_b\sigma_{a,b} + 2W_aW_c\sigma_{a,c} + 2W_bW_c\sigma_{b,c} =$$
$$= (0,46322)^2 \times 0,014 + (0,34497)^2 \times 0,019 + (0,19181)^2 \times 0,036 + \text{და ა.შ.} = 0,0024786.$$

ამასთან მხედველობაშია მისაღები, რომ რამდენადაც შარპის მოდელი არის მიახლოებითი (26.13) ფორმულის მიხედვით გათვლილი პორტფელის დისპერსიის მნიშვნელობა გაცილებით ნაკლებად ზუსტია, ვიდრე მარკოვიცის მოდელის მიხედვით გათვლილი დისპერსიის მნიშვნელობა.

პრინციპში ჩვენ აუცილებლად უნდა შეეგასოთ, თუ რამდენი სიზუსტით უახლოვდება შარპის მოდელის მიხედვით მიღებული შედეგები მარკოვიცის მოდელის გამოყენებით მიღებულ შედეგებს, რამდენადაც ეს უკანასკნელი არის აბსოლუტურად ზუსტი (დაშვებული ცდომილების ფარგლებში).

---

[1] აღვნიშნავთ, რომ წონების W_{AM}, W_{BM} და W_{CM} პირდაპირი ჩართვა: (რომელიც გათვლილია მარკოვიცის მოდელით) $E(r_c) = W_{AS} \times \alpha_a + W_{BS} \times \alpha_b + W_{CS} \times \alpha_c + W_{AS} \times E(r_m)$ შარპის მოდელში, მოითხოვს ახალი მნიშვნელობების წინასწარ გათვლას $W_a = W_{AM} \times \beta_a + W_{BM} \times \beta_b + W_{CM} \times \beta_c$, რის შემდეგაც მარკოვიცის წონების ჩასმა გვაძლევს იგივე მოსალოდნელ შემოსავლიანობას.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, პორტფელის ერთი და იგივე მოსალოდნელი შემოსავლიანობისათვის ეს მოდელები იძლევიან სხვადასხვა წონებს W_i, ესე იგი $E(r_n)$–ის ერთი და იგივე მნიშვნელობისათვის შეიძლება ჩამოვაყალიბდეს პორტფელები როგორც მარკოვიცის, ასევე შარპის მოდელების მიხედვით. ცხადია, მარკოვიცის მოდელი – მიახლოებითს, მაგრამ ჩვენ შეგნებულად წავედით ნაკლებ ზუსტ შედეგზე, შარპის მოდელის გამოყენებით, გათვლების მოცულობის შემცირების მიზნით. ვინაიდან შარპის მოდელის მიხედვით გათვლილი დისპერსია (ფორმულა 26.16) ნაკლებ ზუსტია, ვიდრე დისპერსია, რომელიც გათვლილია (25.9.) ფორმულით, შარპის მოდელის სიზუსტის შეფასებისათვის მოყვანილით ასე: ყოველი შემოსავლიანობისათვის ჩამოვაყალიბებთ პორტფელს როგორც შარპის, ისე მარკოვიცის მოდელის გამოყენებით, ხოლო ორივე პორტფელის დისპერსიებს გავთვლით უფრო ზუსტი (25.9) ფორმულით. მიღებული შედეგები სხვადასხვა $E(r_n)$ -სათვის მოტანილია ცხრილი 26.3-ში.

პორტფელების შედარება მარკოვიცის და შარპის მოდელების მიხედვით

ცხრილი 26.3.

მარკოვიცის მოდელი					შარპის მოდელი			
$E(r_n)$	W_A	W_B	W_C	$\sigma^2_{პორტ}$	W_A	W_B	W_C	$\sigma^2_{პორტ}$*
0,13	0,452	0,3532	0,1896	0,0024786	0,4632	0,3450	0,1918	0,0024822
0,14	0,3896	0,2936	0,3174	0,0042787	0,3805	0,3051	0,3144	0,0042834
0,15	0,3208	0,2342	0,4450	0,0073462	0,2977	0,2652	0,4371	0,0073898
0,16	0,2525	0,1747	0,5728	0,0116906	0,2149	0,2253	0,5598	0,0118004
0,17	0,1843	0,1151	0,7006	0,0173066	0,1321	0,1854	0,6824	0,0175102
0,194	0,0210	-0,027	1,006	0,0338875	-0,067	0,0897	0,9768	0,0365378

***ორი მოდელის შედარებისათვის დისპერსიის სიდიდე შარპის მოდელისათვისაც გაითვალა (26.10) ფორმულით.**

როგორც 26.3 ცხრილიდან ჩანს, მარკოვიცის მოდელით შედგენილი პორტფელისათვის დისპერსიის მნიშვნელობა ყოველთვის დაბალია შარპის მოდელის გამოყენებით მიღებულ დისპერსიასთან შედარებით. მიუხედავად ამისა, ეს სხვაობა დიდი არ არის, ამიტომ შეიძლება ჩაითვალოს, რომ **შარპის მოდელი არის წარმატებული მიახლოებული ვარიანტი ეფექტიანი პორტფელების აგებისათვის.** თუკი გავთვლით სტანდარტულ გადახრებს პორტფელებისათვის ცხრილი 26.3-ის მიხედვით და ავაგებთ ეფექტიანი პორტფელების საზღვრებს, ჩვენ აღმოვაჩენთ, რომ მარკოვიცის მოდელით გათვლილი საზღვარი არის უფრო მარცხნივ შარპის მოდელთან შედარებით $E(r_n)$ -ის ნებისმიერი მნიშვნელობის შემთხვევაში, მაგრამ ეს განსხვავება საზღვრებს შორის უმნიშვნელოა. ამასთან დაკავშირებით **შარპის მოდელი ფართოდ გამოიყენება პრაქტიკაში და შესაძლებელს ხდის მნიშვნელოვანი გათვლების გარეშე წარმატებით მიუახლოვდეს ოპტიმალურ პორტფელს.** ამის გარდა, აუცილებელია გათვალისწინებული იქნას, რომ ბევრი ფასიანი ქაღალდისათვის სპეციალური პერიოდული გამოცემები (აქვეყნებენ α და β პარამეტრებს). ეს კიდევ უფრო ამარტივებს შარპის მოდელის გამოყენებას, რამდენადაც საწყისი პირობებიდან 2 უკვე ცნობილია, გვრჩება მხოლოდ გავითვალოთ σ^2_m, $E(r_m)$ და $\sigma^2_{\varepsilon_i}$-ს ი მნიშვნელობები.

შარპის მოდელის გამოყენებისას აუცილებელია ასევე გათვალისწინებული იქნას შემდეგი ორი

მნიშვნელოვანი გარემოება:

1) შარპის მოდელი აიგება 5 წინასწარი დაშვების გათვალისწინებით, რომელიც მოტანილია ამ პარაგრაფის დასაწყისში. პირველი სამი პირობა, რომელიც ეხება N წლის განმავლობაში რომელიმე i-ური ფასიანი ქაღალდის r_i–შემოსავლიანობის შემთხვევითი სასიათის გათვალისწინებით, ეჭვს არ იწვევს. 4-ე დაშვება კი, რომელიც ეხება ორი ფასიანი ქაღალდის შესთხვევითი ცდომილებებს შორის კორელაციის არარსებობას, და 5-ე დაშვება, რომლის მიხედვითაც არ არსებობს კორელაცია შემთხვევითი ცდომილების ε_i–სა და საბაზრო შემოსავლიანობას შორის, ბევრი ეკონომისტის მიერ უარყოფილია. ასე, მაგალითად, ზოგიერთი ამერიკელი ეკონომისტის მიერ ჩატარებული კვლევები ადასტურებენ დადებით კორელაციას საბაზრო კომპონენტებსა და პორტფელური რისკის შემთხვევით კომპონენტებს შორის.

ამ დადებით კორელაციის შედეგად, იმათ, ვისაც სურთ ჩამოაყალიბონ პორტფელი ფასიანი ქაღალდებისაგან β_i-ს მაღალი მნიშვნელობის პირობებში, პორტფელში უნდა ჩართონ ფასიანი ქაღალდების უფრო მეტი ოდენობა, ვიდრე იმ პორტფელის ფორმირებისას, რომელშიც შედის β_i–ს დაბალი მნიშვნელობის მქონე ფასიანი ქაღალდები.

2) ბრაუერიტეზიანი კვლევები ადასტურებენ, რომ სიდიდე „ბეტა“, როგორც ცალკეული ფასიანი ქაღალდებისათვის, ასევე პორტფელისათვის არ არის უცვლელი დროში. თუმცა პორტფელური „ბეტა“ უფრო სტაბილურია, ვიდრე ცალკეული ფასიანი ქაღალდების „ბეტა“ როგორც წესი, აღინიშნება შემდეგი ტენდენცია: ფასიანი ქაღალდების „ბეტა“ ამ პარამეტრის დაბალი მაჩვენებლითაც და ფასიანი ქაღალდების „ბეტა“ ამ პარამეტრის მაღალი მაჩვენებლით, ხანგრძლივი დროის მონაკვეთში (20-30 წელი) მუდმივად ერთდა საშუალო სიდიდეს, რომელიც 1-ის ტოლია. ამასთან დაკავშირებით, პორტფელის ფორმირებისას შარპის მოდელის მიხედვით აუცილებელია გამუდმებით თვალყური ვადევნოთ პარამეტრ „ბეტა“-ს და მისი სიდიდის ცვლილებების შემთხვევაში მოვახდინოთ კორექტირება.

✓ პორტფელის თეორიის ძირითადი პრობლემაა ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა, ე.ი. შემოსავლიანობის ყველაზე მეტი დონის მქონე აქტივების ნაკრების განსაზღვრა საინვესტიციო რისკის უმცირესი ან მოთხოვნილი დონის დროს. ამგვარი მიდგომა „მრავალგანზომილებიანია“, როგორც ანალიზში მოქცეული აქტივების რაოდენობის, ისე გასათვალისწინებელი მახასიათებლების მიხედვით, თანამედროვე თეორიაში არსებითი მომენტია აქტივების შემოსავლიანობებს შორის კორელაციური ურთიერთკავშირების გათვალისწინებაც.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელი – ეს არის გარკვეული წესით შერჩეული ფასიანი ქაღალდების სახეების ერთობლიობა, დასახული მიზნების მისაღწევად. ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული სახეების თანაფარდობა პორტფელში განსაზღვრავს პორტფელის სტრუქტურას.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ძირითადი უპირატესობა იმაში მდგომარეობს, რომ იგი თავის თავში მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობას. ისინი ფლობენ ისეთ საინვესტიციო მაჩვენებლებს, რომლებიც მიუღწეველია ცალ-ცალკე აღებული ფასიანი ქაღალდისათვის და შესაძლებელია მხოლოდ მათი კომბინაციის დროს.

✓ საერთოდ, საინვესტიციო პორტფელის ცნების ქვეშ მოიაზრება რამდენიმე საინვესტიციო ობიექტის ერთობლიობა, რომელიც იმართება როგორც დამოუკიდებელი საინვესტიციო ობიექტი მოგების ან სხვა სასარგებლო ეფექტის მიღების მიზნით. თეორიულად ასეთმა პორტფელმა შეიძლება მოიცვას რეალური საშუალებები (მიწა და სხვა უძრავი ქონება, ჩარხები, მოწყობილობა და ა.შ.), ფინანსური სახსრები (ხშირად ფასიანი ქაღალდები) და არაფინანსური საშუალებები (ანტიკვარული საგნები, ძვირფასი ქვები და ა.შ.), მაგრამ პრაქტიკაში „საინვესტიციო პორტფელის“ გამოყენებისას მხედველობაში აქვთ ფასიანი ქაღალდების პორტფელი.

✓ საინვესტიციო პორტფელის ჩამოყალიბების პრინციპებს მიეკუთვნება: უსაფრთხოების უზრუნველყოფა (შესაძლო რისკებისაგან და შემოსავლების მიღებაში სტაბილურობის დაზღვევა); ინვესტორისათვის მისაღები შემოსავლიანობის მიღება; ლიკვიდობის უზრუნველყოფა; ოპტიმალური თანაფარდობის მიღწევა შემოსავლიანობასა და რისკს შორის, მათ შორის პორტფელის დივერსიფიკაციის გზით.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი შეიძლება დაიყოს რიგ ეტაპებად. ესენია: 1) საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება; 2) ფასიანი ქაღალდების ანალიზი; 3) საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება; 4) საინვესტიციო პორტფელის რესტრუქტურიზაცია; 5) საინვესტიციო საქმიანობის შეფასება.

✓ საინვესტიციო პორტფელები შეიძლება კლასიფიცირებული იქნას მრავალი კრიტერიუმის მიხედვით. თუმცა ამ კლასიფიკაციის ძირითადი კრიტერიუმები შეიძლება იყოს: ა) შემოსავლის წყარო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მიხედვით; ბ) ინვესტირების რისკი ფასიანი ქაღალდების პორტფელში.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება – ეს არის პორტფელის განსაზღვრული სტრუქტურის შექმნის პროცესი, ე.ი. სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების კომბინაციის შედგენა განსაზღვრული მიზნით. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი შედგება შემდეგი ეტაპებისაგან: 1) პორტფელის შექმნის მიზეზების და ინვესტორების პრიორიტეტების განსაზღვრა. 2. პორტფელის შექმნა, პორტფელის მართვის ტაქტიკის შერჩევა. 3) იმ ფაქტორების მუდმივი შესწავლა და ანალიზი, რომელთაც შეუძლიათ პორტფელის სტრუქტურის შეცვლა (მონიტორინგი). 4) პორტფელის შეფასება, ანუ პორტფელის შემოსავლისა და რისკის შეფასება და ამ მაჩვენებლების შედარება ფასიანი ქაღალდების მთელი ბაზრის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბებისას ანალიტიკოსებს შეუძლიათ გამოიყენონ ფასების გამოთანაბრების მოდელი ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი. მოცემულ მოდელში აქციების მოსალოდნელი შემოსავალი მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. პრაქტიკაში ძალზე რთულია აიხსნას, კონკრეტულად რომელი ფაქტორის ჩართვაა საჭირო მოდელში. დღეისათვის ასეთი ფაქტორების

რანგში იყენებენ შემდეგ მაჩვენებლებს: სამრეწველო წარმოების განვითარება, საბანკო პროცენტების დონეთა ცვლილება, ინფლაცია, კონკრეტული საწარმოს გადახდისუუნარობის რისკი და ა.შ.

✓ იმისათვის, რომ საინვესტიციო პორტფელმა მოიტანოს საჭირო შემოსავლიანობა, იგი სწორად უნდა იმართოს. საინვესტიციო პორტფელის მართვა მოიზარება როგორც მეთოდების ერთობლიობა, რომლებიც უზრუნველყოფენ: ა) თუდაპირველად დაბანდებული სახსრების შენარჩუნებას; ბ) შემოსავლიანობის მაქსიმალურად შესაძლო დონის მიღწევას; გ) რისკის დონის შემცირებას.

ჩვეულებრივ გამოყოფენ პორტფელის მართვის ორ ხერხს: აქტიური და პასიური მართვა.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვის ქვეშ მოიაზრება სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების ერთიანობასთან მიმართებაში განსაზღვრული მეთოდებისა და ტექნიკური შესაძლებლობების გამოყენება, რომლებიც განაპირობებენ: თაედაპირველად დაბანდებული (ინვესტირებული) სახსრების შენარჩუნებას, შემოსავლის მაქსიმალური დონის მიღწევას პორტფელის საინვესტიციო მიმართულებების უზრუნველყოფას.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვისადმი ორი მიდგომა: ტრადიციული და თანამედროვე. ტრადიციული მიდგომა ემყარება ფუნდამენტალურ და ტექნიკურ ანალიზს. იგი აქცენტს აკეთებს ფასიანი ქაღალდების ფართო დივერსიფიკაციაზე დარგების მიხედვით. ძირითადად გამოიყენება ცნობილი კომპანიების ქაღალდები, რომელთაც აქვთ კარგი საწარმოო და ფინანსური მაჩვენებლები, ამავე დროს გაითვალისწინება მათი შედარებით მაღალი ლიკვიდობა, შესაძლებლობა იმისა, რომ შესყიდული ან გაყიდული იქნას დიდი ოდენობით ფასიანი ქაღალდები და დაზოგილი იქნას საკომისიო გადასახადები.

ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის მართვის თანამედროვე თეორია ემყარება პორტფელში ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის სტატისტიკური და მათემატიკური მეთოდების გამოყენებას.

✓ ინვესტორს შეუძლია ეცადოს თავიდან აიცილოს თავისი ზარალის მნიშვნელოვანი ნაწილი, რასაც დანაკარგების მინიმიზაცია ეწოდება. დანაკარგების მინიმიზაციის მეთოდებია დივერსიფიკაცია და ლიმიტირება.

დივერსიფიკაცია — ეს არის მეთოდი, რომელიც მიმართულია რისკის შემცირებისაკენ, რომლის დროსაც ინვესტორი თავის სახსრებს აბანდებს სხვადასხვა სფეროში (სხვადასხვა სახის ფასიან ქაღალდებში, ეკონომიკის სხვადასხვა დარგის საწარმოებში), რათა ერთ სფეროში დანაკარგების შემთხვევაში მოხდეს მისი კომპენსირება სხვა სფეროს ხარჯზე.

ლიმიტირება — ეს არის ზღვრული თანხების (ლიმიტის) დაწესება კაპიტალის დაბანდებისას გარკვეული სახეობის ფასიან ქაღალდებზე. ლიმიტების სიდიდის დადგენა არის მრავალბიჯიანი პროცედურა, რომელიც მოიცავს ლიმიტების ჩამონათვალის დადგენას, თითოეულის სიდიდის განსაზღვრას, მათ წინასწარ ანალიზს. დადგენილი ლიმიტების დაცვა უზრუნველყოფს ეკონომიკური პირობების შექმნას კაპიტალის შენარჩუნებისათვის, მყარი შემოსავლის მიღებას და ინვესტორთა ინტერესების დაცვას.

✓ თანამედროვე პირობებში არსებობს ბიზნესის სფერო, რომელსაც ეკაუტინგს უწოდებენ. იგი დაკავშირებულია სხვადასხვა სახის ფინანსური ინფორმაციის შეგროვებასთან, დამუშავებასთან, კლასიფიკაციასთან, ანალიზთან და გაფორმებასთან. ინვესტორებს შეუძლიათ ისარგებლონ ბიზნესის ამ სფეროს მომსახურებით.

✓ ჰეჯირება — ეს არის ვადიანი კონტრაქტების და გარიგებების დადების სისტემა, რომელიც ითვალისწინებს მომავალში ფასების სავარაუდო ცვლილებას, კურსების ცვლილებას და მიზნად ისახავს ამ ცვლილებების არასასურველი შედეგების თავიდან აცილებას. შედეგად ადგილი აქვს ფასების მკვეთრი რყევის შერბილებას. საბაზრო ეკონომიკაში ჰეჯირება არის რისკის შემცირების გავრცელებული წესი.

✓ მოცემული მოდელი განსაზღვრავს მაჩვენებლებს, რომლებიც ახასიათებენ ინვესტიციების სიდიდესა და რისკს, და შესაძლებელს ხდის ერთმეორეს შეუდარდეს კაპიტალის დაბანდების

სხვადასხვა ალტერნატივები. მარკოვიცმა შეიმუშავა ფასიანი ქაღალდების პორტფელის თანამედროვე თეორიისათვის მეტად მნიშვნელოვანი დებულება: პორტფელის მთლიანი რისკი შეიძლება გაიყოს ორ შემადგენელ ნაწილად. პირველი ეს არის სისტემატური რისკი, რომლის გამორიცხვა შეუძლებელია და რომელსაც ექვემდებარება ყველა ფასიანი ქაღალდი პრაქტიკულად თანაბარი ხარისხით. მეორე – ეს არის სპეციფიკური რისკი, რომელიც აქვს ყოველ კონკრეტულ ფასიან ქაღალდს და რომლის თაობაზე აცილება შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მართვისას. რისკის ასეთი დაყოფა ნებისმიერ ინვესტორს საშუალებას აძლევს გაანალიზოს ფასიანი ქაღალდები ყველა მხრიდან და განსაზღვროს მათი ძლიერი და სუსტი მხარეები პორტფელის ფორმირებისას.

მარკოვიცის მიერ შემუშავებული თეორია ინვესტორებს საშუალებას აძლევს გაზომონ რისკის დონე და განსაზღვრონ პორტფელის ეფექტიანობა, მაგრამ იგი არ აკონკრეტებს ურთიერთკავშირს რისკის დონესა და მოთხოვნილ შემოსავლიანობას შორის.

✓ შარპის დასკვნები ცნობილი გახდა, როგორც გრძელვადიანი აქტივების შეფასების მოდელები, იმ ვარაუდზე დაყრდნობით, რომ რისკისთვის დაწესებული მოსალოდნელი პრემია კონკურენტულ ბაზარზე იცვლება ბეტა კოეფიციენტის (რისკის სტანდარტული საზომის) პირდაპირ პროპორციულად. შარპმა განაცხადა მარკოვიცის დებულებები ინვესტიციების ოპტიმალური პორტფელების შერჩევის კუთხით.

ღღეს მარკოვიცის მოდელს ძირითადად აქტივების პორტფელის ჩამოყალიბების პირველ ეტაპზე იყენებენ, როდესაც საინვესტიციო კაპიტალს ანაწილებენ სხვადასხვა ტიპის აქტივებად — აქციებად, ობლიგაციებად, უძრავ ქონებად და ა.შ. შარპის ერთფაქტორიან მოდელს იყენებენ მეორე ეტაპზე, როდესაც აქტივების ბაზრის გარკვეულ სეგმენტში საინვესტიციო კაპიტალს შერჩეული სეგმენტის შემადგენელ ცალკეულ კონკრეტულ აქტივებს შორის ანაწილებენ (ე.ი. კონკრეტულ აქციებზე, ობლიგაციებზე და ა.შ.).

შარპის მოდელის ერთ-ერთი ღირსება არის ის, რომ იგი შესაძლებელს ხდის მნიშვნელოვნად შემცირდეს გათვლების ოდენობა ოპტიმალური პორტფელის განსაზღვრისას და ამაჟდროულად გვაძლევს შედეგებს, რომლებიც ახლოსაა მარკოვიცის მოდელის გამოყენებით მიღებულ შედეგებთან.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- რა არის ოპტიმალური შერჩევის ძირითადი პრობლემა?
- როგორი იყო ინვესტიციების თეორიის განვითარების საწყისი ეტაპი?
- დაახასიათეთ „ინვესტიციების თანამედროვე თეორია".
- რას ეწოდება ფასიანი ქაღალდების პორტფელი, რა მოიაზრება მისი ცნების ქვეშ?
- დაასახელეთ საინვესტიციო პორტფელის ჩამოყალიბების პრინციპები.
- რა თავისებურებები და უპირატესობები აქვს პორტფელურ ინვესტირებას?
- დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების ფორმირების პროცესის ეტაპები.
- რა არის ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მიმზიდველობა და მისი კრიტერიუმები?
- რა ნიშნების მიხედვით წარმოების საინვესტიციო პორტფელის კლასიფიკაცია?
- დაასახელეთ პოტენციური ინვესტორების ტიპები და მათი მიზნები.
- რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო პორტფელის შერჩევის სტრატეგია?
- რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედგენის მ.ო. ჰიგინის და გარდნერის მეთოდები?
- რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბების დროს გამოყენებული ფასების გამოთანაბრების მოდელი ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი?
- განმარტეთ საინვესტიციო პორტფელის მართვა, მისი ორი ხერხი: აქტიური და პასიური.
- რა არის პორტფელის მართვის პარამეტრები?
- რა არის ცარიელის კოეფიციენტი?
- რა არის კოვარიაცია და კორელაციის კოეფიციენტები?
- დაასახელეთ რისკის მართვის მეთოდები?
- დაასახელეთ ზარალის მინიმიზაციის მეთოდები და ზარალის ანაზღაურების მეთოდები.
- რას ეწოდება დანაკარგების მინიმიზაციის მეთოდი - დიურსიფიკაცია?
- რას ეწოდება ლიმიტირება?
- რას ეწოდება ეკაუტინგი?
- რა გზებით ხდება რისკის გადაცემა?
- რას ეწოდება ჰეჯირება?
- რას გულისხმობს რისკის გადაცემა?
- დაასახელეთ ინვესტორების ტიპები და ინვესტორთა მიზნები;
- რას ნიშნავს საინვესტიციო პროცესისადმი მარკოუიცისეული მიდგომა?
- რა ძირითადი დაშვებები გამოიყენა გ. მარკოუიცმა თავის მოდელში?
- რა არის ფასიანი ქაღალდების არსებობის საკმარისი პირობები?
- როგორ გაიანგარიშება პორტფელის შემოსავლიანობა?
- როგორ ხდება პორტფელის რისკის განსაზღვრა?
- როგორ ახსნით დიურსიფიკაციის ზემოქმედებას პორტფელის რისკზე?
- რაში მდგომარეობს შარპის მოდელის ძირითადი პრინციპები?
- რა არის შარპის მოდელის საფუძველი?
- რა არის შარპის მოდელის უპირატესობა ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად?

გამოყენებული ლიტერატურა

1. ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ვერჟე", 2007.
2. გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.
3. კოუზანაძე ი. საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა. 2002.
4. ფინანსები. ინვესტიციები. საბანკო საქმე. ენციკლოპედიური ტერმინოლოგია. შემდგენელი პროფ. ლ. ქოქიაური. თბ. 2009.
5. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სახლე" 2002.
6. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
7. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
8. ქოქიაური ლ. შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
9. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
10. **Алехин Б.И.** Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика". 1991.
11. **Аскиндзи В.М., Максимова В.Ф., Петров В.С.** Инвестиционное дело. М.: Маркет ДС. 2007.
12. **Бригхем Ю. Эрхардт М.** Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер. 2005.
13. **Гойло В.** Интеллектуальный капитал. «МЭиМО», 1998, №11, გვ. 68-77.
14. **Дятлов С.** Основы теории человеческого капитала. М., СПБ, 1994, გვ. 160.
15. **Флекснер К.** Просвещенное общество экономика с человеческим лицом. М., «Международные отношения». 1994.
16. **Игонина Л.** Инвестиции М.: Экономисть. 2004.
17. **Иноземцев В.В.** В поисках богатства общества. //«МЭиМО». 1998. №3, გვ. 151-153.
18. **Ковалев В.В.** Финансовый менеджмент. Пер. с англ. СПб.: Питер. 2006.
19. **Миловидов В. Д.** Паевые инвестиционные фонды. М., «ИНФРА-М», 1996, გვ.15, 20.
20. **Сакс Дж., Ларрен Ф.** Макроэкономика. Глобальный подход. М., «Дело», 1996. გვ.132.
21. **Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.** Инвестиции. М.: Инфра. 2001.
22. **Хайек Ф.** Прибыль, процент и инвестиции. М.: Прогресс. 1988.
23. **Bodi Z., Merton R. C.** Finance. Prentice Hall, a Pearson Edication Company. 2000. gv.229-260.
24. **Coleman I.S.** Foundations of Social Theory. Cambridge (Mass), 1990.
25. **Copeland E. Thomas, Weston J. Fred.** Financial Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons Inc., 2005.
26. **Downes J., Coodman J.e.** Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron`s Edicational Series. inc. New York. 1995.
27. **Elton E.J., Gruber M.J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. John Wiley & Sons, Inc.. 1991.
28. **Fabbozzi F.J.** Fixed income maThematics: 3rd ad. - New-York: McGraw-Hill Inc., 1997.
29. The Brooking Quarterly Econometric Model of United States. Chicago. 1965.
30. **Haugen R. A.** Modern Investment Theory. Prentle Hall, 1997.
31. **Kohn Meir.** Financial institutions and markets. New-York: McGraw-Hill Inc., 2004.
32. **Martellini L. Priaulet P.** Fixed-Income Serurities. John Wiley & Sons, LTD. 2001.
33. **Rosenberg Jerry M.** Dictionory of Investing. John Wiley & Sons, Inc. 1993.
34. **Qoqiauri L.** Teoretical Genesis of Investments. New York. 2009.
35. SecuritiesMarkets in OECD Countries. Organisation and regulation. OECD Documents. 1995.
36. **Moissin J.** Security Princes and Investment Criteria in Competitive Marcets American Economic Rev. 1969 Dec.
37. **Van Horne J.C.** Financial Managment and Policy, Prentice-Hall. 1995.
38. **Blake D.** Financial Market Analysis. McGraw-Hill Inc., 2001.

VII განყოფილება

ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნისა და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მეფასების პრობლემები

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- ფასწარმოქმნის არსი, ამოცანები, სტრატეგია და ფასების მექანიზმის ფუნქციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე;
- ფასიანი ქაღალდების ღირებულება და მათი საზღვები; ფასწარმოქმნის მეთოდები და ფაქტორები;
- ფასიანი ქაღალდების კურსის განმსაზღვრელი ფაქტორები;
- საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების ფინანსური ანალიზის მეთოდები: ფუნდამენტური, ინდუსტრიალური და კონკრეტული;
- ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები; საქმიანი აქტივობის, რენტაბელობის, აქციების კურსთან დაკავშირებული და ფუნდამენტური ანალიზის სხვა კოეფიციენტები;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები, მათი ამოცანები, კლასიფიკაცია და მათი გათვლის ძირითადი მეთოდები;
- უ. შარპის, ჯ. ლინტნერისა და ი. მოსინის მიერ შემოთავაზებული CAMP მოდელის ძირითადი არსი და მისი დამვებები;
- ფულის გასესხება და სესხად აღება ურისკო საბროცენტო განაკვეთით;
- CAMP მოდელის პრაქტიკული გამოყენება და მისი შედეგების შეფასება;
- ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი;
- საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების შეფასების ხერხები;
- საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების ძირითადი მდგენელების განსაზღვრა.

ოცდამეშვიდე თავი. ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორია

27.1. ფასნარმოქმნის ამოცანები და პრინციპები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

ფასწარმოქმნა – ეს არის ფასების ფორმირების პროცესი არსებული ეკონომიკური პირობების, მოქმედი საკანონმდებლო ნორმებისა და დამკვიდრებული პრაქტიკის გათვალისწინებით.

ფასი – ეს არის ფასიანი ქაღალდის ღირებულების ფულადი გამოხატულება. ღირებულება – პირველადია, ფასი – მეორადი. ღირებულება ეს არის საანგარიშსწორებო მაჩვენებელი. ხოლო დეკლარირებული ფასი, შეიძლება დავინახოთ კოტირებისას. ნებისმიერ კონკრეტულ მომენტში ფასი ერთმნიშვნელოვანია, ამასთან ღირებულების შეფასების ოდენობა დამოკიდებულია ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა ოდენობასა და მისი გათვლის მეთოდებზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასების ფორმირებაში მონაწილეობენ **ემიტენტები და ინვესტორები, გამყიდველები და მყიდველები, შუამავლები და სპეციალისტები.** ყოველ მათგანს აქვს თავისი ინტერესი და ორიენტირები. ასე მაგ. ემიტენტისათვის ფასიანი ქაღალდების ფასი არის მოგების მისაღებად გაღებული დანახარჯების რაოდენობრივი გამოხატულება. ინვესტორისათვის ფასი არის შეძენილი ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ფულადი გამოხატულება.

საფონდო ბაზარზე ფასი დამოკიდებულია კაპიტალთა ერთობლიობაზე, რომელიც ინვესტირებულია ფასიან ქაღალდებში (მოთხოვნა), და გაყიდვისათვის მიწოდებული ფასიანი ქაღალდების სიდიდეზე (მიწოდება).

ფასნარმოქმნის ამოცანები

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის ამოცანებია:

1. **მოთხოვნისა და მიწოდების რეალური თანაფარდობის ასახვა;**
2. **ფასწარმოქმნის კონკრეტული მიზნების განხორციელება;**
3. **სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება, რაც გავლენას ახდენს ფასების დადგენაზე;**
4. **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება.**

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის ძირითადი პრინციპებია:

- **მეცნიერული მიდგომა,** ანუ ფასწარმოქმნის მიზნების, ფასების სახეების და ფასების ცალკეული ელემენტების დასაბუთება;

  მიზნობრივი მიმართულება ფასისმიერი პოლიტიკისა და ფასისმიერი სტრატეგიის გათვალისწინებით;

  ფასწარმოქმნის სტრატეგიისა და ტაქტიკის შეთანაწყობა;

  შესაძლებლობა, ანუ სხვადასხვა პერიოდების ფასების შედარების შესაძლებლობა;

  ფასების დონის გათვალისწინება ანალოგიურ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე (სხვადასხვა კატეგორიის ფასიან ქაღალდებზე);

  რეალურობა, უტყუარობა, ანუ ფასიანი ქაღალდის ფასში ემისიაზე გაწეული ფაქტიური დანახარჯების ასახვა და საფონდო ოპერაციებზე დანახარჯების რეალური დონის ასახვა;

  სარგებლიანობა, ფასიანი ქაღალდების ფასში ფასიანი ქაღალდების ემისიის ანდა მათზე ოპერაციების მიზანშეწონილობის ასახვა;

  შემცირებადი სარგებლიანობა – ეს იმას ნიშნავს, რომ რაც უფრო მეტი ფასიანი ქაღალდია ბაზარზე, მით უფრო ნაკლებ ფასეულობას წარმოადგენს ყოველი დამატებითი ერთეული;

  ინვესტორების მოთხოვნა — ყოველი ინვესტორის მოთხოვნა ფასიან ქაღალდებზე დამოკიდებულია იმ თანხაზე, რომლის გადახდაზეც მზადაა ყოველი მათგანი. ანუ ფასი ფასიან ქაღალდებზე, განისაზღვრება მათი მოთხოვნის შესაბამისად;

ინვესტორების შემოსავლები, რომელიც გავლენას ახდენს მოთხოვნაზე. შემოსავლების გადიდებისას მოთხოვნა იზრდება და შესაბამისად, შემოსავლების შემცირებისას – მცირდება.

ფასწარმოქმნის სტრატეგია

ფასწარმოქმნის პრინციპები რეალიზდება ფასწარმოქმნის სტრატეგიაში. **ფასწარმოქმნის სტრატეგია დამოკიდებულია შერჩეულ მიზნებზე,** კერძოდ:

- გაყიდვებიდან მოგების სწრაფი მიღება;
  მაღალი საწყისი ფასის დაწესება („ნაღების მოხდის“ სტრატეგია);
  ბაზარზე შეღწევა;
  ბაზრის ნაწილის მოპოვება;
  საწყისი დაბალი ფასის დაწესება მეტი ინვესტორების მიზიდვის მიზნით;
  ფასების დაწესება დანახარჯების კალკულაციის მიხედვით;
  ანტიდანახარჯობრივი მიდგომა;
  ფასების დაწესება საბაზრო დონეზე;
- კლიენტებთან პერსონალური ურთიერთობა.

ფასიან ქაღალდებზე ფასების დაწესების თავისებურებანი განისაზღვრება ემიტენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებისა და დამუშავების ეტაპზე. სწორედ მაშინ დგინდება ფასიანი ქაღალდების გამოშვების პირობები და შეირჩევა მისი გაერცელების საბაზრო სეგმენტი. თუ კი ასეთი სეგმენტი ზედმეტად შეზღუდულია, მაშინ ფასი ფასიანი ქაღალდის გაყიდვის თარიღის მიხედვით დგინდება და მას შეიძლება ეწოდოს დაწესებული ფასი. საერთოდ ემიტენტს შეუძლია განსაზღვროს **პირველადი** განთავსების მხოლოდ საწყისი ფასი და დაფარვის ბოლო ფასი. შუალედური ფასები ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის მთელ ვადაში დგინდება ბაზრის და არა ემიტენტის მიერ. დაფარვის ბოლო ფასის განსაზღვრა ჩვეულებრივ აქციებს არ ეხება.

ფასების მექანიზმის ფუნქციები

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს:

- **საალრიცხვო**, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის პროცესში განსაზღვრულ ღირებულებას აფიქსირებს;
  საკონტროლო, რომელიც მდგომარეობს სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების ღირებულების მოძრაობაზე კონტროლში;
  მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსება – ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა სახეზე მოთხოვნის ზრდის და მიწოდების შემცირების შემთხვევაში მათზე ფასები იზრდება. შესაბამისად, მოთხოვნის შემცირებისა და მიწოდების ზრდის შემთხვევაში ფასები ეცემა;
  გადანაწილებითი. ფასების ღირებულებიდან გადახდის შედეგად ახლად შექმნილი ღირებულება გადანაწილდება დარგებსა და რეგიონებს შორის დაგროვებისა და მოხმარების შესაბამისად;
  მართვის – ფასი ბაზარზე განსაზღვრავს რა რაოდენობით და როგორი ინვესტიციური ხარისხით იქნება გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები, როგორ განხორციელდება მათი გამოშვება როგორი დანახარჯებით და როგორი მოგებით, ვინ და როგორ ფასიან ქაღალდებს შეიძენენ.

ფასები კლასიფიცირდება შემდეგი ნიშნების მიხედვით: 1) ფასიანი ქაღალდების სახეობა; 2) ემიტენტის ტიპი; 3) ბაზრის სეგმენტი; 4) ოპერაციის სახე ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე; 5) ფასწარმოქმნის ადგილი და დრო.

27.2. ფასიანი ქაღალდების ღირებულება და მათი სახეები

ფასიანი ქაღალდის ღირებულება – ეს არის გარკვეული საინვესტიციო ხარისხისა და მმართველობითი შესაძლებლობების ფულადი ეკვივალენტი, რომელიც დამოკიდებულია კონკრეტულ მიზნებზე და შეფასების მეთოდებზე. რაც უფრო მეტი უფლებები აქვს ფასიანი ქაღალდის მფლობელს, მით უფრო მაღალი უნდა იყოს მისი ღირებულება. ფასიანი ქაღალდის ღირებულების სიდიდე დამოკიდებულია მასზე მოთხოვნისა და მიწოდების ურთიერთმიმართებაზე.

ემისიის დროს ღირებულება განისაზღვრება როგორც დანახარჯების სიდიდე ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე, განთავსებაზე. მისი შეძენის დრო – როგორც შესაძლო შემოსავალი, რომელიც მიიღება ფასიანი ქაღალდის მომავალში მიმოქცევის შედეგად. კონვერტაციის დროს – როგორც გაცვლილი ფინანსური აქტივის ჩანაცვლების ღირებულება.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამოიყენება ღირებულების სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდები სხვადასხვაგვარი საფონდო ოპერაციების ჩასატარებლად. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ღირებულება — ეს არის საანგარიშგებო მაჩვენებელი და ყოველი სახის ფასიანი ქაღალდის ღირებულების განსაზღვრისათვის გამოიყენება თავისი მეთოდიკა.

ფასიანი ქაღალდების ღირებულების სახეები

შეიძლება გამოიყოს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების შემდეგი სახეები:

- **ნომინალური ღირებულება** – ეს არის ღირებულება, რომელიც აღნიშნულია ფასიანი ქაღალდის ბლანკზე, განისაზღვრება ემისიის პროცესში ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაში გაშვებისას დამფუძნებლების გადაწყვეტილებით (აქციონერები, ობლიგაციონერები). გარკვეულწილად ეს პირობითი სიდიდეა, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზეც კი ისინი შეიძლება არ გაიყიდოს ნომინალური ღირებულებით. ნომინალური ღირებულება გამოიყენება აქციებზე დივიდენდების განსაზღვრისას, სხვა ფასიანი ქაღალდების მიმართ პროცენტების დასადგენად (ობლიგაციები);

  საემისიო ღირებულება – ეს არის ფასიანი ქაღალდის გაყიდვის ფასი მისი პირველადი განთავსებისას. იგი შეიძლება იყოს ნომინალურ ღირებულებაზე მეტი, ნაკლები ან მისი ტოლი;

  საბალანსო ღირებულება – განისაზღვრება საწარმოს ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე, როგორც სააქციო საზოგადოების საკუთარი სახსრებით შექმნილი ქონების ღირებულების შეფარდება გამოშვებული აქციების რაოდენობასთან. საბალანსო ღირებულება გამოიყენება გადაფასებისას, დაზღვევისას, გაყოფისას, შერთებისას, ლისტინგის ჩატარებისას;

  საარჩიხვო ღირებულება – ეს არის ღირებულება, რომლის მიხედვითაც ფასიანი ქაღალდები ირიცხება საწარმოს ბალანსზე მოცემულ მომენტში. იგი განისაზღვრება როგორც ფაქტიური დანახარჯების თანხა ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე ანდა გამოშვებაზე. გამოიყენება აღრიცხვაზე აყვანის დროს;

  დისკონტირებული ღირებულება. ღირებულება, რომელიც განისაზღვრება ფულადი ნაკადების დისკონტირების საფუძველზე დისკონტირების კოეფიციენტისა და ინვესტირების ნორმის გამოყენებით. გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების სამომავლო ღირებულების პროგნოზირებისათვის;

  კონვერსირებული (გაცვლითი) ღირებულება – გაცვლის ღირებულება, რომელიც გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების კონვერტაციისას;

  საკურსო ღირებულება – ეს არის ღირებულება, რომელიც ასახავს კონკრეტულ მომენტში თანაფარდობას ფასიანი ქაღალდების მიწოდებასა და მოთხოვნას შორის და განისაზღვრება როგორც თანაფარდობა მოცემულ მომენტში მიმდინარე ფასსაბანუ შეძენის შესაძლო ფასსა და ნომინალურ ფასს შორის;

  საბაზრო ღირებულება განისაზღვრება როგორც ღირებულება მიმდინარე მომენტში, რომელიც

ასახავს ბაზრის ნამდვილ კონიუნქტურას მოთხოვნასა და მიწოდებაზე სრული და სარწმუნო ინფორმაციის პირობებში, ასევე საჭირო მარკეტინგის დროს. გამოიყენება ვაჭრობების, კონკურსების და თაეისუფალი ბაზრის სხვა ფორმების დროს ანდა მოთხოვნის (მიწოდების) საშუალო ფასის განსაზღერისას;

შიდა ღირებულება – ყველა მომავალი ფულადი სახსრების ნაკადების დაყვანილი ღირებულებაა, რომელსაც მიიღებს ფასიანი ქაღალდის მფლობელი შესაბამისი პერიოდის დროს. ფულადი სახსრების ნაკადებმა შეიძლება მოიცვას ან დივიდენდები, ან პროცენტები, ასევე შემოსავალი კაპიტალის ზრდიდან ან ზარალი, ან ორივე ერთად;

საბირჟო ღირებულება ეს არის ღირებულება, რომელიც განისაზღერება ბირჟაზე როგორც გარიგების საშუალო ფასი განსაზღერულ პერიოდში;

სადაზღვევო ღირებულება – განისაზღერება როგორც ფასიანი ქაღალდის ღირებულების სადაზღვევო ანაზღაურების სიდიდე;

საგირავნო ღირებულება – გირაოს უზრუნველყოფის შესაძლო ღირებულება ფასიანი ქაღალდის სწრაფი გაყიდვის დროს;

სალიკვიდაციო ღირებულება – განისაზღერება საწარმოთა ლიკვიდაციის დროს ფასიანი ქაღალდების გამოსასყიდად და დასაფარაეად. იგი გეიჩვენებს მატერიალური და არამატერიალური აქტიეების ღირებულების რა ნაწილი (შესაძლო რეალიზაციის ფასებით), დარჩება კრედიტორებთან ანგარიშსწორების შემდეგ ერთ ფასიან ქაღალდზე გაანგარიშებით.

შეიძლება გამოიყოს ასევე საშუალო საეუქციონო ღირებულება, შიდა კუთხნილებითი ღირებულება, ინფლაციური ღირებულება, საინვესტიციო ღირებულება, საბაზისო ღირებულება.

ასე რომ, ერთი და იგივე ფასიანი ქაღალდი შეიძლება გაითვალისწინებული ერთდროულად რამდენიმე ღირებულებით, რომლებიც სიდიდის მიხედვით არსებითად განსხვავდებიან ერთიმეორისაგან.

ღირებულება და ფასი მჭიდროდ არიან ერთიმეორესთან დაკავშირებული. თავდაპირველად განისაზღერება ფასიანი ქაღალდის ღირებულება, ამის შემდეგ გარიგების დადების მომენტში მის საფუძველზე წესდება ფასი.

27.3. ფასწარმოქმნის მეთოდები და ფაქტორები.

ფასწარმოქმნა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხორციელდება განსაზღერული წესების მიხედვით, კონკრეტული მეთოდების გამოყენებით, საერთოდ აღიარებული პრინციპების საფუძველზე და ცალკეული ფაქტორების გათვალისწინებით. მათ შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზის საზღვრებისა და დროითი ინტერვალების დადგენა;**
- **ძირითადი კრიტერიუმების გამოვლენა;**
- **საანალიზო პერიოდის ძირითადი მოვლენების კვლევა;**
- **ბაზრის გაეერების დონის განსაზღვრა;**
- **მოთხოვნისა და მიწოდების ურთიერთდამოკიდებულების განსაზღვრა;**
- **კონკურენტული გარემოს მდგომარეობის ანალიზი და შეფასება;**
- **ფასების დონის ზრდისა და დაცემის, მოთხოვნისა და მიწოდების დონეთა ცვლილებების მიზეზების აღმოჩენა და შესწავლა.**

ფასწარმოქმნის ძირითადი მეთოდები

ძირითადი მეთოდები, რომელთა საფუძველზეც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხდება ფასწარმოქმნა,

არის შემდეგი: **საექსპერტო, ანალიტიკური, სტატისტიკური, ნორმატიულ-პარამეტრული** (ქულებრივი), **საბალანსო და ეკონომიკურ-მათემატიკური მოდელირების მეთოდები.**

საექსპერტო მეთოდი ემყარება სპეციალისტი-ექსპერტების გამოცდილებას, ინტუიციას. ექსპერტები არიან მაღალკვალიფიციური სპეციალისტები, რომელთაც აქვთ დიდი პროფესიონალური და პრაქტიკული გამოცდილება (აღიარებული სპეციალისტები). ისინი იძლევიან არგუმენტირებულ დასკვნებს ამა თუ იმ ფასიანი ქაღალდის რეალური ღირებულების დონეზე, ანდა ცალკეულ საფონდო ოპერაციის ფასზე. მეთოდის რისკულია, რადგან საჭიროებს ექსპერტების გულდასმით შერჩევას და საანალიზო მდგომარეობის დეტალური დადგენას.

ანალიზური მეთოდი წარმოადგენს ბაზრის კონიუნქტურის დეტალურ ანალიზს. მისაგანი კაეშირების და მოვლენების ურთიერთმიმართების შეცნობას. განვითარების პროგრესული ტენდენციების და სრულყოფის შესაძლებლობების განსაზღვრის მიზნით. ანალიზისას ფასების განსაზღვრისათვის გამოიყენება ისეთი მეშა მეთოდები, როგორიცაა, **შედარება, დიაგნოსტიკური ფაქტორული ანალიზი, მონიტორინგი, სისტემური ანალიზი.** სისტემური მიდგომა გულისხმობს ფასიანი ქაღალდის ღირებულების შემადგენელი ელემენტების და სხვადასხვა მიმართულების ფაქტორების ანალიზს, რომლებიც ერთდროულად მოქმედებენ ყოველი ელემენტის დონეზე. ამ მეთოდის შრომატევადობა მდგომარეობს იმაში, რომ გასათვალისწინებელია ინფორმაციის სხვადასხვა წყაროების დიდი სიმრავლე.

სტატისტიკური მეთოდი ემყარება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტატისტიკურ ანალიზს საშუალო სიდიდეების გამოყენები. ინდექსების, დისპერსიების (საშუალო სიდიდეებისაგან აბსოლუტური გადახრა), ვარიაციის (საშუალო სიდიდეებისაგან შეფარდებითი გადახრა). **კორელაციური და რეგრესიული** ანალიზის გამოყენებას. შედარებით აქტიურად გამოიყენება საფონდო ინდექსები, რომლებიც საშუალებას იძლევიან განისაზღვროს ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილების ტენდენციები ფასიანი ქაღალდების განსაზღვრული სახეების მიხედვით. სტატისტიკური ანალიზის სირთულე მდგომარეობს იმის აუცილებლობაში, რომ სწორად განისაზღვროს სტატისტიკური დამოკიდებულების სახე და შეირჩეს ანალიზის ხერხი.

საინდექსო მეთოდი — მდგომარეობს განსაზღვრული სახის ფასიანი ქაღალდის ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილების საერთო ტენდენციის განსაზღვრაში. ამ მეთოდის სირთულე მდგომარეობს საფონდო ინდექსის შერჩევაში არაკონვერტირებადი ფასიანი ქაღალდებისათვის.

ნორმატიულ-პარამეტრული (ქულებრივი) მეთოდი. ფასიანი ქაღალდების ან საფონდო ოპერაციის ანალიზისას განისაზღვრება ყველა საინვესტიციო მახასიათებელი, რაც დამახასიათებელია მოცემული ფასიანი ქაღალდის ანდა ოპერაციისათვის.

ფასიანი ქაღალდის ყოველ საინვესტიციო მახასიათებელს ანდა საფონდო ოპერაციის პარამეტრს, ანიჭებენ ნორმატიული მნიშვნელობის განსაზღვრულ დიაპაზონს. ნორმატიული ერთეული ფასდება ქულათა განსაზღვრული რაოდენობით. ყველა მიღებული ქულა ჯამდება და ქულათა საერთო რაოდენობა მრავლდება ერთი ქულის წინასწარ მიღებულ ღირებულებით შეფასებაზე. შედეგად მიიღება ფასის განსაზღვრული ღირებულებითი დონე. აღნიშნული მეთოდის ნაკლია ცალკეული პარამეტრების არატოლფასობა, ნორმატიული მნიშვნელობების დიდი დიაპაზონი, ქულობრივი შეფასების სუბიექტურობა.

საბალანსო მეთოდი – გულისხმობს ფასიანი ქაღალდის საბალანსო ღირებულების გამოყენებას, რომელიც განისაზღვრება ოფიციალურ ანგარიშგებაში საწარმოს მიერ დაფიქსირებული ქონების საერთო ღირებულების გაყოფით აქციების საერთო რაოდენობაზე. ქონების ღირებულება პერიოდულად იცვლება ძირითადი ფონდების გადაფასებისას, რაც ართულებს ამ მეთოდის გამოყენებას. ბალანსის მიხედვით განსაზღვრავენ აქციის ნომინალურ ღირებულებას (საწესდებო კაპიტალი), ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას (მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სესხები), საბაზრო ღირებულების (საემისიო შემოსავალი) და გამოსყიდვის ფასს (წმინდა აქტივები). ამ მეთოდის ნაკლია ის, რომ

შეუძლებელია ფასწარმოქმნის სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება.

ეკონომიკურ-მათემატიკური მეთოდები და მოდელები

ეკონომიკური — მათემატიკური მეთოდები და მოდელები წარმოადგენს ანალიზის სპეციფიკურ ხერხს იმიტაციური მოდელების ანდა დინამიკური მოდელირების სახით გრაფიკული ან ლოგიკური მოდელების საფუძველზე კომპიუტერული ტექნოლოგიების გამოყენებით. ისინი ემყარებიან რაგი სქემების (მოდელების) აგებას, რომლებიც აფიქსირებენ გარკვეულ დამოკიდებულებას და ითვალისწინებენ კონკრეტულ ფაქტორებს, რომლებიც ახდენენ როგორც დადებით, ასევე უარყოფით გავლენას. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შეიძლება გამოყენებული იქნას კონცეპტუალურ-მათემატიკური, ტრენდული, კომპონენტური ანალიზი, სტრუქტურული, სტატისტიკური, ფაქტორული, გრაფიკული, ლოგიკური და იმიტაციური მოდელები. ეს მოდელები წარმოადგენენ ფასების დინეზე სხვადასხვა ფაქტორების გავლენის სქემატურ ასახვას.

კონცეპტუალური მოდელი ითვალისწინებს გარკვეულ მიდგომებს, კონცეფციებს (ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასების ფორმირების პროცესზე შეხედულებათა სისტემას). ასე მაგალითად, ღირებულებითი კონცეფციის თანახმად ფასი მოდელირდება როგორც ფასიანი ქაღალდების ნამდვილი საბაზრო ღირებულების ფულადი გამოსახულება. წონასწორობითი კონცეფცია გამოდის იქედან, რომ ფასი საფონდო ბაზარზე ასახავს მოთხოვნისა და მიწოდების წონასწორობას განსაზღვრულ ფასიან ქაღლადზე საფონდო ოპერაციის განხორციელების მომენტში. **მათემატიკული მოდელები** გამოდიან მკაცრად განსაზღვრული მათემატიკური დამოკიდებულებიდან, რაც ღირებულების შეფასების პროცესს ახასიათებს. **ტრენდული მოდელები** აიგება ღირებულების რამდენიმე სიდიდეზე დამოკიდებულების საფუძველზე, რომლებიც ახასიათებენ საფონდო ბაზარზე მყარ ტენდენციებსა და რყევებს.

კომპლექსური ანალიზის მოდელები აელენენ ღირებულების დონის დამოკიდებულებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განსაზღვრულ. დასახელებულ კომპონენტებთან. **სტრუქტურული მოდელები** მოიცავენ კონკრეტული ღირებულების შემადგენელი სტრუქტურული ელემენტების ანალიზს, ურთიერთკავშირს მათ შორის და მათ გავლენას ფასების დონის ცვლილებაზე. სტატისტიკური მოდელები დაფუძნებულია სტატისტიკური კანონზომიერების აღდგენაზე (ხელახლა შექმნაზე) და მათგან გადახრაზე. ამ მეთოდის გამოყენება თაედაპირველად თეორიულად ემყარება დამოკიდებულების შერჩევას და ფასდება მოდელის პარამეტრები სტატისტიკური დაკვირვების დინამიკური მწკრივების აგების საფუძველზე. ხოლო ამის შემდეგ მოწმდება შერჩეული ტიპის მოდელის შესაბამისობა შეფასების კონკრეტულ პირობებთან.

ფაქტორული მოდელები ეფუძნება ფაქტორულ ანალიზს, ღირებულების დონის დამოკიდებულებას ბარისხის განსაზღვრის რიგ კონკრეტულ ფაქტორებზე. **გრაფიკული მოდელები** არის ტექნიკური ანალიზის საფუძველი და გრაფიკების სახით ასახავს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ცვლილების დინამიკის განსაზღვრულ ტენდენციებს. **იმიტაციური მოდელები** აიგება ღირებულების სხვადასხვა დონის ვარიანტების არჩევის ფორმით ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხელსაყრელი, არახელსაყრელი და საშუალო კონიუნქტურის პირობებში სხვადასხვა ფაქტორების ერთიანობის დროს. მოდელებს შეიძლება ჰქონდეთ სტატისტიკური და დინამიკური ხასიათი, იყონ წრფიეი და მრავალგანზომილებიანი, დამუშავდეს კომპიუტერული ტექნილოგიების გამოყენებით.

მეთოდის სირთულეა საუკეთესო მოდელის შერჩევა კონკრეტული სახის ფასიანი ქაღალდის და საფონდო ოპერაციისათვის.

რეიტინგები

ფასწარმოქმნის მეთოდებს შორის განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს რეიტინგს. ბევრი ინსტიტუციონალური და კერძო ინვესტორები ითვალისწინებენ ფასიანი ქაღალდების რეიტინგს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში თავიანთი ფასიანი ქაღალდების პორტფელების შესადგენად. რეიტინგულ კვლევებს ატარებენ როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალი

მონაწილეები, ასევე ცალკეული ანალიტიკოსები.

ყველა რეიტინგული კომპანია სარგებლობს თითქმის ერთნაირი სიმბოლოებით. ყოველი სიმბოლო ასახავს მიახლოებით იგივეს, რასაც საინვესტიციო რეიტინგი:

- **უმაღლესი დონე — AAA;**
- **მაღალი დონე — AA;**
- **საშუალოზე მაღალი დონე, ინვესტიციები საიმედოა — A;**
- **საშუალო დონე, გარკვეული განუსაზღვრელობა — BBB+,BBB-;**
- **შუალედური დონე, მაღალი განუსაზღვრელობა — BB;**
- **სპეკულაციური — B;**
- **სპეკულაციური, ვალდებულებათა შეუსრულებლობის მაღალი რისკი — CCC;**
- **სპეკულაციური, ვალდებულებათა შეუსრულებლობა ეჭვს არ იწვევს — CC,C;**
- **ვადაგადაცილებული, ნათელი ღირებულება არა აქვს — DDD,DD;**

რანჟირება, ანუ რეიტინგში განსაზღვრული ადგილის მინიჭება ყოველთვის ობიექტურად არ ხდება. უფრო მიზანშეწონილია მათი შედეგები განხილული იქნას როგორც სავარაუდო, მაგრამ არა აბსოლუტური.

რეიტინგის ამაღლება იწვევს ფასიანი ქაღალდის ფასის ზრდას, შემცირება განაპირობებს მის დაცემას. თუკი აქციების რეიტინგი აწეულია ერთდროულად რამდენიმე ფირმის მიერ, მაშინ აქციების ფასი შეიძლება გაიზარდოს რამდენიმე წუთში 10%-ით და მეტად. მოსაზრებები, რომლის მიხედვითაც იცვლება აქციების რეიტინგი, არის სრულიად განსხვავებული: კომპანიის პროდუქციის გაყიდვათა შემცირების მოლოდინი, ზედნადები ხარჯების ზრდა, ტრანსპორტზე, ნედლეულზე ფასების ზრდა და ა.შ.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების შეფასების **მულტიპლიკაციური მეთოდი.** იგი ემყარება სხვადასხვა კოეფიციენტების (მულტიპლიკატორების) გამოყენებას. ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ჯამური სიდიდე განისაზღვრება ღირებულების შეწონილი საშუალო არითმეტიკული მნიშვნელობის გათვლის გზით ანდა მათი ხვედრითი წილის განსაზღვრით, რომელიც განისაზღვრება სხვადასხვა მეთოდებით.

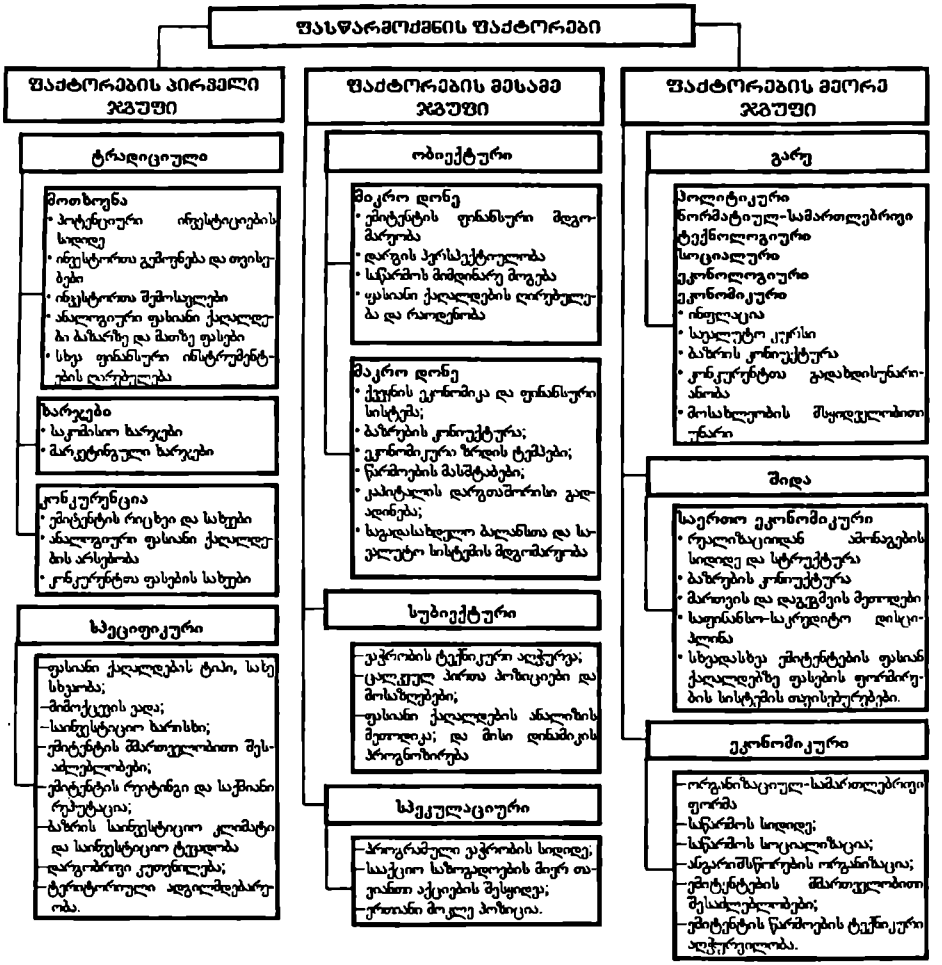
ფასიანი ქაღალდის ფასის განსაზღვრის მეთოდის შერჩევა დამოკიდებულია: ფასიანი ქაღალდის სახეზე, სტატუსზე, ემიტენტის ტერიტორიულ და დარგობრივ კუთვნილებაზე, საინვესტიციო მახასიათებლებზე: მიმოქცევის ხასიათზე (კოტირებადი, არაკოტირებადი), ლიკვიდურობაზე (მაღალლიკვიდური, საშუალო ლიკვიდური, მცირედლიკვიდური, არალიკვიდური); გამოშვების ფორმაზე (ემისიური, არაემისიური); შემოსავლიანობაზე, ფასიანი ქაღალდის საიმედოობაზე და უსაფრთხოებაზე, მათ რაოდენობაზე, გარიგებათა რეგისტრაციის ფორმებსა და ანაზღაურების პირობებზე. ასევე შეფასების მიზნებზე.

27.4. ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲔᲑᲘᲡ ᲙᲣᲠᲡᲘᲡ ᲒᲐᲜᲛᲡᲐᲖᲦᲕᲠᲔᲚᲘ ᲤᲐᲥᲢᲝᲠᲔᲑᲘ

საფონდო ბაზარზე ფასების ფორმირებაზე გავლენას ახდენს ფაქტორთა დიდი რაოდენობა, რომლებიც პირობითად შეიძლება დაიყოს სამ ჯგუფად. თითოეულ ამ ჯგუფს აქვს თავისი ქვეჯგუფები (ნახ. 27.1). ასე მაგ. **პირველი ჯგუფი მოიცავს ტრადიციულ და სპეციფიკურ ფაქტორებს, მეორე ჯგუფი — ობიექტურ, სუბიექტურ და სპეკულაციურ ფაქტორებს; მესამე ჯგუფი — გარე და შიდა ფაქტორებს.**

ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნის პროცესზე და კურსზე გავლენას ახდენს ორი გარემო: თვით საწარმო-ემიტენტის შიდა გარემო; საწარმო-ემიტენტის გარე გარემო.

ამიტომ იმ ფაქტორების კვლევა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქ-



ნახ. 27.1. ფასწარმოქმნის პროცესზე მოქმედი ფაქტორები

მნასა და კურსზე, უნდა ჩატარდეს, პირველ რიგში, საწარმოს შიგნით ეკონომიკური პროცესების ანალიზსა და შეფასებასთან კავშირში, ამასთანავე, საწარმოს გარე გარემოს ფაქტორების ანალიზსა და შეფასებასთან მიმართებაში, ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური პოლიტიკის გათვალისწინებით.

ასეთი დაყოფა შესაძლებელს ხდის, რომ ყველა ფაქტორი, რომელიც გავლენას ახდენს საწარმო-ემიტენტის ფასწარმოქმნის პროცესზე, დაიყოს ორ დიდ ჯგუფად. აღვნიშნავთ, რომ ეს დაყოფა არის წმინდა, პირობითი მეთოდოლოგიური ხერხი. რომელიც შესაძლებელს ხდის უფრო ზუსტად განისაზღვროს ფასიანი ქაღალდების ფასზე და კურსზე ზემოქმედების მიმართულება. რეალურ პირობებში ეს ფაქტორები ურთიერთდაკავშირებული და ურთიერთდამოკიდებულია, ძნელია მათი ერთიმეორისაგან გამოყოფა.

ᲞᲘᲠᲕᲔᲚᲘ ᲯᲒᲣᲤᲘᲡ ᲤᲐᲥᲢᲝᲠᲔᲑᲘ

პირველი ჯგუფი აერთიანებს ფაქტორებს, რომლებიც დაკავშირებულია ემიტენტი-საწარმოს გარე გარემოსთან. მას მიეკუთვნება ქვეყნის ეკონომიკური, სოციალური, პოლიტიკური, სამართლებრივი, საერთაშორისო, სამეცნიერო-ტექნიკური და სხვა მდგომარეობა, რომლებიც სერიოზულ გავლენას ახდენს ფასწარმოქმნის პროცესზე თვით საწარმოს შიგნით და მთლიანად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. თანამედროვე პირობებში ფაქტორების ეს ჯგუფი იძენს განსაკუთრებულ მნიშვნელობას, რამდენადაც შიდა ფაქტორები უმეტესწილად კონტროლდება საწარმოს მიერ და მათი გადაწყვეტა აუცილებლობის შემთხვევაში მას დამოუკიდებლად შეუძლია. გარე გარემო შედგება ფაქტორებისაგან, რომელზედაც საწარმოს შეუძლია მცირეოდენი ზემოქმედების მოხდენა. ასევე იმ ფაქტორებისაგან, რომლებიც არ იმართებიან საწარმოს მხრიდან. ამიტომ გარე გარემო ფარავს შიდა სისტემას და ზღუდავს მას.

ეკონომიკური ზრდის ტემპების შემცირება, საგადასახადო, საბანკო, საკრედიტო, და სხვა სისტემების პრობლემები და ინფლაცია დაუყოვნებლივ აისახება ინვესტორების მსყიდველობით უნარზე, და შესაბამისად, კაპიტალიზაციაზე, საწარმოს ფინანსურ-ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, დაბანდებათა რისკზე და საწარმოს რეიტინგზე, და საბოლოოდ, — საწარმოს ფასიანი ქაღალდების კურსზე.

სახელმწიფო კანონმდებლობა და პოლიტიკური ძალების თანაფარდობა გავლენას ახდენს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაზე, ეს აისახება საწარმოზე სამართლებრივ ზემოქმედებაში შესაბამისი ნორმატიული აქტების გამოცების გზით, რომლებიც პირდაპირ ანდა ირიბად ზემოქმედებას ახდენენ და არეგულირებენ ამ საქმიანობას. გარე გარემოსთან დაკავშირებული შედარებით მნიშვნელოვანი ფაქტორია ქვეყნის საგადასახადო სისტემა. სახელმწიფო ფინანსური რეგულირების ბერკეტებს შორის გადასახადები არის ძირითადი. მათი მეშვეობით რეგულირდება რენტაბელობის დონე და ფულადი დაგროვების სიდიდე, რაც რჩება საწარმოს და ორგანიზაციის განკარგულებაში. სამეურნეო სუბიექტის საგადასახადო დაბეგვრის მაღალი დონე ზღუდავს მათ ფინანსურ შესაძლებლობებს ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდის, მათი საინვესტიციო პროცესში ჩართვის თვალსაზრისით.

ფასწარმოქმნის ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით ბაზარზე სიტუაციის ობიექტურად შეფასება და შემდგომი საქმიანობის შესაძლო მიმართულებების განსაზღვრა შესაძლებელია მხოლოდ ყველა ფაქტორის ანალიზის საფუძველზე. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საწარმოს მუშაობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კვლევის მიმართულებით. ერთი ფაქტორის იგნორირებაც კი არასარწმუნო შედეგებს იწვევს და ამახინჯებს დანარჩენი ფაქტორების გავლენის მიმართულებასა და ძალას.

საწარმოს გარე გარემოს ფაქტორები ძნელად ექვემდებარება მართვას ანდა საერთოდ არ რეგულირდება საწარმოს მხრიდან. მათი ნეიტრალიზება პრაქტიკულად შეუძლებელია, შეიძლება მხოლოდ ვეცადოთ თავიდან აცილება, შევამციროთ ნეგატიური ზემოქმედება ანდა გავაძლიეროთ გარე გარემოს პროცესების დადებითი ზემოქმედება განვითარების ტენდენციების შესახებ ინფორმაციის გამუდმებული შეკრების და ანალიზის გზით, ასევე საწარმოს გარე გარემოს შესაძლო ცვლილებების პროგნოზის გზით.

ᲛᲔᲝᲠᲔ ᲯᲒᲣᲤᲘᲡ ᲤᲐᲥᲢᲝᲠᲔᲑᲘ

მეორე ჯგუფის ფაქტორები შეადგენენ საწარმოს შიდა გარემოსთან დაკავშირებულ ფაქტორებს. ეს არის პრობლემები, რომლებიც განპირობებულია საწარმოს ძირითადი ფუნქციებისა და ამოცანების შესრულებით. პირველ რიგში ნებისმიერი საწარმოს მთავარი ამოცანაა საწარმოს სოციალურ-ეკონომიკური პოტენციალის, ე.ი. საწარმოს მთელი სამეურნეო შეკანიზმის და საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანი მართვა.

განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება საწარმოს ფინანსურ მდგომარეობას, მის იმიჯს და ნდობას ფინანსური ინსტიტუტების მხრიდან, რომლებიც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს მოთხოვნასა და ფასიანი ქაღალდების ფასზე.

ფასწარმოქმნის პროცესზე პირველ რიგში გაცლენას ახდენს შიდასამეურნეო ინფრასტრუქტურა, რომელიც შედგება საწარმოს სამსახურებისაგან (ბუღალტერია, საფინანსო-ეკონომიკური, კომერციული, შრომითი რესურსების სამსახური, საინფორმაციო-ანალიტიკური სამსახური და ა.შ.). შიდა სამეურნეო ურთიერთობების ფორმირების მოდელი (პერსონალის დაქირაების ფორმა, შრომის ანაზღაურების სისტემა, პასუხისმგებლობის სისტემა, სტიმულირების სისტემა, საწარმოს ორგანიზაციული კულტურა); ფინანსური პროგრამის ფორმირების მოდელები; ფასწარმოქმნის მოდელები; ურთიერთპასუხისმგებლობის მოდელები; შემოსაელის განაწილების მოდელები და სხვა.

საწარმოში შესაბამისი შიდასამეურნეო ინფრასტრუქტურის შექმნამ შეიძლება გადაწყვიტოს შემდეგი საკითხები: საწარმოს საფინანსო-ეკონომიკური პოლიტიკის შემუშავება; ორგანიზაციული განვითარების მართვა; შრომითი რესურსების მართვა; შიდა სამეურნეო ურთიერთობების კონტროლი და მართვა ფასწარმოქმნის პროცესში, შიდა აუდიტის განხორციელება, შიდასამეურნეო ეკონომიკური და სოციალური ინტერესების შეთანაწყობა, შიდასამეურნეო ურთიერთობების სამართლებრიეი რეგულირება; ინფორმაციული სისტემის კომპლექსური მართვა საწარმოს შიგნით; კომერციული საქმიანობის განხორციელება და რეგულირება; საწარმოს შიდა და საკრედიტო-ფინანსური პოლიტიკის გატარება; საექსპერტო-კონსულტაციური მომსახურების გაწევა; სარისკო სიტუაციების განჭვრეტა და ანალიზი; საწარმოს სავაჭრო – სამეურნეო საქმიანობის დაგეგმვა და ანალიზი.

ფასწარმოქმნის მმართველობითი ფაქტორები

ფასწარმოქმნის მმართველობითი ფაქტორებიდან შეიძლება გამოიყოს პროგნოზირებისა და დაგეგმვის ფაქტორები და საწარმოს საქმიანობაზე კონტროლის სისტემები ეკონომიკური, სამართლებრიეი, ადმინისტრაციულ-სამეურნეო და სხვა ბერკეტების გამოყენებით.

მმართველობითი ფაქტორია ფასწარმოქმნის ობიექტური ანალიზისა და ეფექტიანობის შეფასება. შეფასების სხვადასხვა მეთოდიკებისა და კრიტერიუმების გამოყენება, რომელიც საჭიროა ფასწარმოქმნის ყოველი ელემენტისათვის, იწვევს არაოპტიმალური გადაწყვეტილებების მიღებას, დიდ ეკონომიკურ დანახარჯებს. ამიტომ საჭირო ხდება განისაზღვროს პარამეტრები, შეფასებითი მაჩვენებლები, რომლებიც წარმოდგენას შეგვიქმნიდა ფასწარმოქმნის პროცესის ეფექტიანობაზე და რეზერვების და მიმართულებების განსაზღვრაზე მისი შემდგომი სრულყოფის მიზნით.

ფასწარმოქმნის ეფექტიანი მართვა მოითხოვს ფინანსური მუშაობის დონის გამუდმებით ამაღლებას, საჭირო, სწორად შერჩეული პერსონალის კვალიფიკაციას, მისი მეთოდიკისა და ტექნოლოგიის სრულყოფას. ეს კი შესაძლებელია კომპიუტერიზაციის შეშვეობით.

ისეთი **ფაქტორები,** როგორიცაა: **საკადრო რესურსების სიღიდე, პროფესიულ-კვალიფიციური შემადგენლობა, კადრების დაგეგმვა, გადაადგილება, როტაცია** და გადაშხადება გაცლენას ახდენს საწარმოს ფასწარმოქმნაზე. ფასიანი ქაღალდების ფასების შესახებ დასაბუთებული და ხარისხიანი გადაწყვეტილებების მისაღებად საჭიროა ადამიანები, რომელთაც ექნებათ განსაზღვრული თვისებები, პროფესიონალიზმისა და კომპეტენტურობის მაღალი დონე, რათა სწრაფი რეაგირება მოახდინონ სამუშაოს ცვალებად პირობებზე. ადამიანური რესურსები, მათი მოშზადება, კვალიფიკაცია, ცოდნა და გამოცდილება, მათი პიროვნული თვისებები ხელს უწყობენ არა მარტო ფასწარმოქმნის პროცესის ეფექტიან მართვას, არამედ ამაღლებენ საწარმოს კონკურენტულ პოზიციებს მოგების ფორმირებისა და ეფექტიანად გამოყენების მექანიზმის მეშვეობით.

სხვადასხვა საწარმოსათვის, რომლებიც განსხვაედებიან სიდიდით, საქმიანობის სფეროთი და ა.შ. ერთი და იგივე ობიექტებსა და მოვლენებს შეიძლება ჰქონდეთ განსხვაებული მნიშვნელობა. ასე მაგ.: ზოგიერთი საწარმოსათვის ქცევის ორიენტირია მოგების მიღება, სხვებისათვის სოციალური ფუნქციის ამაღლება, დანარჩენებისათვის — ბაზრის მოპოვება ანდა მისი საზღვრების გაფართოება და ა.შ.

თანამედროვე პირობებში ეფექტიანი ფასწარმოქმნისათვის ინფორმაციულ უზრუნველყოფას არანაკლები მნიშვნელობა აქვს, ვიდრე ფინანსური და საკადრო რესურსებით უზრუნველყოფას.

არსებობს მიღებული ინფორმაციის სწორი შერჩევის, დამუშავების, ანალიზის, შეფასებისა და გადაცემის პრობლემა. ეს თავის მხრივ, ესება გამოყენებითი ხასიათის პროგრამების პაკეტის ოპტიმალური შერჩევის პრობლემას, რომელთაც შეუძლიათ უმოკლეს დროში ხარისხიანად დაამუშაონ მთელი მიღებული ინფორმაცია.

ნორმატიული და სამართლებრივი უზრუნველყოფის გამოყენების პრობლემა

ერთ-ერთი ფაქტორი, რაც დაკავშირებულია ეფექტიან ფასწარმოქმნასთან, არის ნორმატიული და სამართლებრივი უზრუნველყოფის სწორი გამოყენების პრობლემა. თუკი გარე სამართლებრივი უზრუნველყოფა არ ექვემდებარება ცვლილებას, არ არის დამოკიდებული საწარმოს საქმიანობაზე. მიდა სამართლებრივი უზრუნველყოფა შეიძლება გაუმჯობესდეს რაციონალურად მიღებული და სწორად გაფორმებული მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების გზით.

ახალი საინფორმაციო ტექნოლოგიების აღმოცენება, მსოფლიო კომპიუტერულ ქსელზე ხელმისაწვდომობა, უნაღდო ანგარიშსწორების ახალი ფორმების შექმნა (ვირტუალური გადახდები) ხელს უწყობს საწარმოს ფასწარმოქმნის სტრუქტურაში ახალი ელემენტების შემოჭრას, რაც იწვევს ერთი პრობლემის გადაჭრას და მეორეს წარმოქმნას.

სხვადასხვა სახის ინფორმაციის შეგროვებისა და გადამუშავების კომპიუტერიზაციამ მკვეთრად გაზარდა შრომისნაყოფიერება, მიღებული გადაწყვეტილებების ოპერატიულობა. სამუშაოს დიდი ნაწილი შეიძლება შესრულდეს მცირე პერსონალის პირობებში. ოღონდ იმისათვის, რომ შენარჩუნებულ იქნას ტექნოლოგიური ელექტრონული სისტემები მუშა მდგომარეობაში, საწარმომ უნდა დაიქირაოს პროგრამისტები და ინჟინრები კომპიუტერებისათვის.

გარე და შიდა გარემოს ყველა შესაძლო ზემოქმედების კომპლექსური ანალიზი შესაძლებელია საწარმოს საქმიანობის სტრატეგიის შემუშავების დონეზე. სტრატეგიული დაგეგმვა შესაძლებელს ხდის ერთიმეორეს დაუკავშირდეს განხორციელებული პოლიტიკის სხვადასხვა მიმართულებები (საკადრო, ეკონომიკური, სოციალური, სარისკო, ფინანსური, საინვესტიციო). ეს განსაკუთრებით აქტუალურია საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში, სადაც ადგილი აქვს გარე გარემოს ძნელად რეგულირებადი ფაქტორების აღრიცხვის და გათვალისწინების აუცილებლობას. მათ გაუვლენას ინვესტორებისა და ემიტენტების ქცევაზე. მარკეტინგული ინფორმაციის დამუშავებას შედეგებზე დაყრდნობით, სტრატეგიული დაგეგმვა მნიშვნელოვანწილად ამცირებს არაეფექტიანი საინვესტიციო პროექტის შერჩევისა და რეალიზაციის რისკს, ინფორმაციის უმარისობის. ანდა არასაიმედობის შედეგად. ამავდროულად, სტრატეგიის შემუშავების პროცესში ადგილი აქვს განუსაზღვრელობის მოხსნას, რაც დაკავშირებულია ანალიტიკოსთა სუბიექტურ შეფასებასთან.

ზემოთ აღნიშნული ფაქტორები, რომლებიც გაუვლენას ახდენენ ფასწარმოქმნაზე, შესაძლებელს ხდიან გათვალისწინებული იქნას გარე და შიდა გარემოს ზემოქმედების მთელი მრავალსახეობა, მოძებნილი იქნას ყველა პრობლემის გადაჭრის ეფექტიანი შეთხდება და გზები. ეს საბოლოო ჯამში განაპირობებს ფასიან ქაღალდებზე ფასების ოპტიმალურად დაწესებას მინიმალური მატერიალური და დროითი დანახარჯების პირობებში.

ტრადიციული ფაქტორები

შემდეგი ფაქტორების ჯგუფი, **რომელიც გაუვლენას ახდენს ფასწარმოქმნაზე, არის ტრადიციული ფაქტორები** (მოთხოვნა, მიწოდება, დანახარჯები, კონკურენცია), ასევე **სპეციფიკური ფაქტორები** (ფასიანი ქაღალდის ტიპი, სახე, მიმოქცევის დრო, საინვესტიციო ხარისხი, მმართველობითი შესაძლებლობები, ემიტენტის რეიტინგი და საქმიანი რეპუტაცია, მისი დარგობრივი კუთვნილება, ტერიტორიული ადგილმდებარეობა, საინვესტიციო კლიმატი და ბაზრის საინვესტიციო ტევადობა).

პრაქტიკაში ფასების ფორმირების პროცესზე მოქმედებს და ამავდროულად გაითვალისწინება ტრადიციულ ფაქტორთა სიმრავლე, რომლებიც გაერთიანებულნი არიან 3 ჯგუფში: **მოთხოვნა, კონკურენცია, დანახარჯები.** მოთხოვნის ფაქტორებს მიეკუთვნება: პოტენციური ინვესტიციების

სიდიდე, ინვესტორების გემოვნება და თვისებები, მათი შემოსავლები, ბაზარზე ანალოგიური ფასიანი ქაღალდების არსებობა და მათზე ფასები, სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულება. კონკურენციას ფაქტორებს მიეკუთვნება ემიტენტების რიცხვი და სახეები, ანალოგიური ფასიანი ქაღალდების არსებობა, კონკურენტთა ფასები. დანახარჯების ფაქტორებია საემისიო, მარკეტინგული და სხვა დანახარჯები, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან და მიმოქცევასთან.

უნდა აღინიშნოს, რომ დასახელებულ ფაქტორებს შეუძლიათ ფასების დონის როგორც გადიდება, ასევე შემცირება. ფაქტორების შემდეგი ჯგუფი შედგება სამი ქვეჯგუფისაგან: ობიექტური, სუბიექტურ და სპეკულაციური. თავის მხრივ ზემოთ ჩამოთვლილი ფაქტორების ქვეჯგუფები მოიცავს ფაქტორებას ერთობლიობას. ასე მაგ.: ობიექტური ფაქტორების ჯგუფში გამოიყოფა ორი ქვეჯგუფი:

1. მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები;
2. მაკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები (იხ. ნახ. 27.2.).



ნახ. 27.2. ფასიანი ქაღალდების კურსის განმსაზღვრელი ფაქტორები

მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები

მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები ესაა ფაქტორები, რომლებიც გაელენას ახდენენ ფასებსა და აქციების გამოშვების დონეზე. მათ მიეკუთვნება:

- **ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობა.** ეს ფაქტორი გაელენას ახდენს, პირველ რიგში დაბანდებების რისკის ხარისხზე, რაც უფრო უკეთესია ფირმის ფინანსური მდგომარეობა, მით უფრო უსაფრთხოა ინვესტირება მის ფასიან ქაღალდებში, და მით უფრო დიდია ფასიანი ქაღალდების ფასი;
- **მფლობელთა ხელზე არსებული აქციების ღირებულება და რაოდენობა.** ეს ფაქტორი გაელენას ახდენს აქციების ლიკვიდობაზე, რაც უფრო მეტი ოდენობის აქციაა მიმოქცევაში, როგორც წესი, მით უფრო მაღალია მათი ლიკვიდობა;

სააქციო საზოგადოების მიმდინარე მოგება. მიმდინარე მოგება განსაზღვრავს დივიდენდების სიდიდეს, რასაც აქციების მფლობელებს უხდიან. ეს კი, თავის მხრივ, ზრდის ფასიანი ქაღალდის ღირებულებას;

- **დარგის პერსპექტიულობა,** რომელშიც ფუნქციონირებს მოცემული ემიტენტი. ინვესტორები შეიძლება ორიენტირებულნი იყვნენ არა მარტო დივიდენდების სიდიდეზე, არამედ პერსპექტივაში აქციების ფასის მოსალოდნელ ზრდაზე, რაც დამახასიათებელია მაღალტექნოლოგიური დარგებისათვის.

მაკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები

ფაქტორები, რომლებიც ზემოქმედებას ახდენენ მთელ საფონდო ბაზარზე განეკუთვნებიან მაკროდონის ფაქტორებს; ისინი ახასიათებენ ეკონომიკის საერთო მდგომარეობას. მათ მიეკუთვნება:

- ქვეყნის ეკონომიკური პოტენციალი: ეკონომიკის ზრდის მდგრადობა, დაბალანსებულობა და პერსპექტივები, საფინანსო სისტემის საიმედობა. ჩამოთვლილი ფაქტორები გაელენას ახდენენ ქვეყნის საინვესტიციო მიმზიდველობაზე და დაბანდებების რისკის ხარისხზე;
  სასაქონლო ბაზრების, იქრის ბაზრების, უმრავი ქონების ბაზრების კონიუნქტურა გაელენას ახდენს ინვესტირების მიმართულების შერჩევაზე. თავისუფალი ფულადი სახსრების მფლობელი აანალიზებს და ერთმანეთს უდარებს ინვესტირების ალტერნატიულ ფორმებს და თავისთვის ირჩევს შედარებით მომგებიანს.

აქციების კურსზე მნიშვნელოვან გაელენას ახდენენ სპეკულაციური და სუბიექტური ფაქტორები. ვ.ე. **ესპოვისა და გ.ა. მახოვიკოვას** აზრით, სპეკულაციურ ფაქტორებს შეიძლება მიეკუთვნოთ შემდეგი[1]:

- **პროგრამული ვაჭრობის მოცულობა. „პროგრამული ვაჭრობა" —** ეს არის მოგების მიღება აქციების კურსების ცვლილებასა და მათზე კონტრაქტების ფასებს შორის;
- **„ერთობლივი მოკლე პოზიციის"** მდგომარეობა საფონდო ბაზარზე ახასიათებს გაყიდული აქციების საერთო სიდიდეს. თუკი ეს მაჩვენებელი ძალზე მაღალია ეს ნიშნავს, რომ ბევრი ინვესტორი ერთდროულად თამაშობს კურსის შემცირებაზე;
  სააქციო საზოგადოების მიერ თავისი აქციების შესყიდვა. ეს ფაქტორი ადასტურებს ან სააქციო საზოგადოების მისწრაფებას გამოასწოროს თავისი ფინანსური მდგომარეობა (ნომინალურად, შესაძლო შეიანთქმასას), ანდა მაკონტროლებელი ჯგუფის განზრახვას განაძტკიცოს თავისი მდგომარეობა კომპანიაში.

სპეკულაციური ფაქტორების ზემოქმედების სპეციფიკა ისაა, რომ ისინი ფასწარმოქმნის ფაქტორების კომპლექსში ბალანსს კლავწარმოებითი პროცესის ობიექტური პირობებიდან გადაჰყავს მოლოდინის რეჟიმში. დღეისთვის საბირჟო კურსი უკვე განისაზღვრება არა უბრალოდ მოქმედი კაპიტალის მდგომარეობით, არამედ კურსის ცვლილების მოლოდინით ეინაიდან საფონდო ბაზარზე არსებობს სპეკულაციური კაპიტალის დიდი ოდენობა. პირველხარისხოვან მნიშვნელობას იძენს არა დივიდენდის სიდიდე, არამედ მოგების შესაძლებლობა კურსობრივ სხვაობაზე.

ფასიანი ქაღალდები ფუნქციონირებს გარემოში, რომელიც ხასიათდება პარამეტრების სიმრავლით და რომლებიც არ შეიძლება ყოველთვის რაოდენობრივად განისაზღვროს. ამიტომ საჭირო ხდება სუბიექტური ფაქტორების ანალიზი და კვლევა, რომლებიც გაელენას ახდენენ ფასწარმოქმნის პროცესზე. სუბიექტური ფაქტორები დაკავშირებულია:

- საფონდო ბაზრის ფუნქციონირების ტექნიკურ ასპექტებთან (ვაჭრობის ტექნიკური აღჭურვილობა);
- ფასიანი ქაღალდების ანალიზის მეთოდიკას და მისი დინამიკის პროგნოზირებასთან. სხვადასხვა მეთოდიკის ფასდება რეკლამა, სამეცნიერო, კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები, კადრების მომზადება, ხარჯების ეფექტიანობა და ა.შ.;
- ცალკეულ პირთა პოზიციები და შეხედულებები საფინანსო სპეციალისტების განცხადებები,

[1] იხ.: Есипов В.А. Маховикова Г.П. Целообразование на финансовом рынке. Учебное пособие. СПб.: Питер. 2001. გვ. 63

რომლებიც ინვესტორების ნდობით სარგებლობენ, კონფიდენციალური ინფორმაციის გამოყენება ბარჟის მონაწილეთა მიერ. ამან შეიძლება გამოიწვიოს აქციების კურსის სპეკულაციური აწევა ან დაწევა.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას შეიძლება გამოიყოს ფაქტორები, რომლებიც განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდების კურსს. ეს ფაქტორები შეიძლება დაიყოს ოთხ ჯგუფად: **საერთო ეკონომიკური, ინდუსტრიული** (დარგობრივი), **შიდა** (რომელიც დამახასიათებელია მოცემული საწარმოსათვის) და **ინდივიდუალური** (რომელიც დამახასიათებელია მოცემული ფასიანი ქაღალდისათვის).

დიდი მნიშვნელობა აქვს აქციის საკურსო ღირებულების მოძრაობისათვის: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოცულობას; საბირჟო შუამავლების საქმიანობის მასშტაბებს, ვაჭრობის ტექნიკურ აღჭურვილობას. რაც უფრო ტევადია ბაზარი, და რაც უფრო კარგადაა იგი აღჭურვილი, მით ნაკლებია საინვესტიციო საქმიანობის რისკი. ნებისმიერი ტექნიკური შეცდომა კოტირებაში და შეფერხებები სისტემაში შეიძლება გახდეს გაუთვალისწინებელი შედეგის მომტანი.

ფასიანი ქაღალდის კურსზე გავლენას ახდენენ: ემიტენტის დარგობრივი კუთვნილება და მისი განთავსების ტერიტორიული პირობები; ემიტენტის წარმოების ტექნიკური აღჭურვის ხარისხი; ფასიანი ქაღალდების ხარისხი; ცალკეული რეგიონების სპეციფიკა; ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო მახასიათებლები და მმართველობითი შესაძლებლობები; ფასების სახელმწიფო რეგულირების ღონისძიებები; ფასების გათვალისწინება ანალოგიურ ფასიან ქაღალდებზე და მომსახურებაზე საგარეო ბაზარზე; სხვადასხვა ემიტენტების ფასიან ქაღალდებზე ფასების ფორმირების სისტემის თავისებურებანი; კონკურენცია; მონოპოლია; საბაზრო ურთიერთობების განვითარების ხარისხი; მოთხოვნისა და მიწოდების თანაფარდობა, გადასახადების განაკვეთები.

საწარმო გამუდმებით უნდა აანალიზებდეს მყიდველთა მოთხოვნებს, რეალიზაციიდან მიღებულ ამონაგების სტრუქტურას; უნდა განავითაროს სარეკლამო – საინფორმაციო საქმიანობა; სრულყოს სავაჭრო-ტექნოლოგიური და საწარმოო პროცესი; უზრუნველყოს ხელშეკრულებების თავისდროული დადება მომწოდებლებთან და მყიდველებთან; განახორციელოს სტრატეგიის სწორი შერჩევა, რომელიც დაემყარება სპეციალისტების ცოდნასა და გამოცდილებას; სრულყოს გაყიდვის ფორმები, არეგულიროს მყიდველთა ნაკადები და ასე შემდეგ.

ითვალისწინებენ რა, რომ ყოველ მოცემულ მომენტში აქციების კურსი განისაზღვრება კომპანიაში ანდა მთლიანად ეკონომიკაში არა მარტო საქმეების რეალური მდგომარეობით, არამედ მოლოდინითაც, ინვესტორები დიდ ყურადღებას უთმობენ კოტირების ანალიზსა და პროგნოზირებას.

27.5. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების ფინანსური ანალიზის მეთოდები *

ფასიანი ქაღალდის საინვესტიციო თვისებების ანალიზი შეიძლება განხორციელდეს ორი მიმართულებით: მისი საბაზრო ღირებულებისა და შიდა ღირებულების გაანალიზება. პირველ შემთხვევაში იკვლევენ ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კონიუნქტურას, მათი კურსების დინამიკას. მეორე შემთხვევაში შეისწავლება ემიტენტის ფინანსურ-ეკონომიკური მდგომარეობა, დარგი, რომელსაც ეკუთვნის ფასიანი ქაღალდი. ზემოაღნიშნულის შესაბამისად ისტორიულად ჩამოყალიბდა **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზისადმი შემდგომი მეთოდოლოგიური მიდგომები:**

1) ტექნიკურ ანალიზზე დამყარებული მიდგომა;

* ფასიანი ქაღალდების ანალიზის მეთოდები ამ პარაგრაფში განიხილება ფინანსურ-ეკონომიკური მდგომარეობის კუთხით (**ავტ. შენიშვნა**).

2) ფუნდამენტურ ანალიზზე დამყარებული მიდგომა.

ფუნდამენტური ანალიზი — ეს არის ფაქტორების ანალიზი, რომელიც გავლენას ახდენს ფასიანი ქაღალდის ღირებულებაზე, ტექნიკური ანალიზი — ეს არის საფონდო ბაზრის მდგომარეობის შესწავლა.

1. ᲤᲣᲜᲓᲐᲛᲔᲜᲢᲣᲠᲘ ᲐᲜᲐᲚᲘᲖᲘ

ფუნდამენტური ანალიზი — ეს არის მაკროეკონომიკური ტენდენციების შესწავლა, რომელიც გავლენას ახდენს ფასების მოძრაობაზე; ფასიანი ქაღალდების ღირებულების დინამიკის, ემიტენტების საქმიანობის და ფასიანი ქაღალდებზე ფასების ცვლილების მიზეზების შესწავლა. ფასიანი ქაღალდების სამომავლო შემოსავლიანობის პროგნოზირება ფასების მოძრაობის ტენდენციების საფუძველზე. ანალიზის ძირითადი მიზანია იმ ფასიანი ქაღალდების განსაზღვრა, რომლებიც მოცემულ მომენტში არასწორადაა შეფასებული (რომელთა შეფასება გადამეტებულია ანდა შემცირებულია). ამის საფუძველზე პროგნოზირდება აქციების კურსების მოძრაობის საეარაუდო მიმართულება.

ფუნდამენტური ანალიზი ემყარება შემდეგ პრინციპებს:

1. **თითოეულ ფასიან ქაღალდს გააჩნია შიდა ღირებულება.** როგორიც არ უნდა იყოს ფასიანი ქაღალდის საბაზრო ფასი, იგი აუცილებლად ადრე თუ გვიან უნდა მიუახლოვდეს მის შიდა ღირებულებას.

2. **ნებისმიერი ეკონომიკური ფაქტორი,** რომელიც ამცირებს მიწოდებას ანდა ადიდებს მოთხოვნას ფასიან ქაღალდზე, იწვევს ფასების გაზრდას. და პირიქით, ნებისმიერი ფაქტორი, რომელიც ზრდის მიწოდებას და ამცირებს მოთხოვნას, როგორც წესი, ფასის შემცირებას იწვევს. ამის საფუძველზე წესდება ფასი, რომელიც შეესაბამება მოთხოვნისა და მიწოდების განსაზღვრულ თანაფარდობას.

ფუნდამენტური ანალიზი მოიცავს:

1) **საერთო ეკონომიკურ ანალიზს,** ანუ საერთო ეკონომიკური განვითარების ანალიზს და პროგნოზს. საპროცენტო განაკეთის ცვლილებას და ფულის მასის ცვლილებას სავალუტო კურსებისა და ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებას.

2) **დარგობრივი ანალიზი** მოიცავს შეკვეთების შემოსვლის და შესაბამისი დარგის წარმოების მოცულობის ანალიზს.

3) **ცალკეული კომპანიების ანალიზი** სწავლობს საქონელბრუნვის დინამიკის, დანახარჯებისა და შემოსავლების, ასევე კომპანიის ქონებასა და მდგომარეობას ბაზარზე.

4) **ფასიანი ქაღალდის ხარისხის კვლევა და მისი ფასების მოდელირება.**

1) **საერთო ეკონომიკური ანუ მაკროეკონომიკური ანალიზი** აიგება ვარაუდზე, რომ ფასიანი ქაღალდების კურსი განისაზღვრება კომპანიის მოსალოდნელი შემოსავლებით და აქციის დადგენილი შიდა ფასით. კომპანიის მოსალოდნელი შემოსავლები დამოკიდებულია საერთო ეკონომიკურ ზემოქმედებაზე. **ეკონომიკის მდგომარეობა ფასდება** ისეთი ფაქტორების გათვალისწინებით, როგორიცაა: **მთლიანი შიდა პროდუქტი, დასაქმება, ინფლაცია, საპროცენტო განაკეთი, ვალუტის კურსი და ა.შ. გათვალისწინებულია, ქვეყნის ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა** და მათი გავლენა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ამგვარად, განისაზღვრება სოციალური, პოლიტიკური, სამართლებრივი, საერთაშორისო სამეცნიერო-ტექნიკური და საფინანსო-ეკონომიკური ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ საინვესტიციო საქმიანობაზე, ფასიანი ქაღალდების მომგებიან ბაზარზე. დასაქმების გადიდება, ხელფასის ზრდა, გადასახადების შემცირება ხელს უწყობს ბაზარზე კაპიტალის მოდინებას, ხოლო ინფლაციის მაღალი დონე მოსახლეობას აიძულებს მთელი სახსრები მოხმარების მიზნით გამოიყენოს.

ფუნდამენტური ანალიზისას გამოიყენება და გაითვალისწინება ღირებულებითი მაჩვენებლები (წინმსწრები, თანმდევი და მომდევნო). **წინმსწრები მაჩვენებლები** მიუთითებენ ეკონომიკის მდგომარეობაზე უახლოეს მომავალში, მის შესაძლო ცვლილებებზე და ინფლაციის რყევაზე. **თანმდევი და მომდევნო მაჩვენებლები** ასახავენ ეკონომიკაში ცვლილებების ძირითად მიმართულებებს და ადასტურებენ ან უარყოფენ წინმსწრებ მაჩვენებლებს. ამ მაჩვენებლებს ინდიკატორებს უწოდებენ. მათგან ძირითადია: მთლიანი შიდა პროდუქტის დინამიკა, სამომხმარებლო ფასების ინდექსი,

ინფლაციის ინდექსი. რაც უფრო მაღალია წარმოებული ძალიანი შიდა პროდუქტი, მით უფრო მეტი ინვესტიციები იქნება მიმართული საფონდო ბაზარზე.

2. ინდუსტრიალური (დარგობრივი) ანალიზი

ინდუსტრიალური (დარგობრივი) ანალიზი გულისხმობს ეკონომიკის სხვადასხვა დარგებში საქმიანი ციკლის შესწავლას და იმ დარგების განთესვას, რომელიც მოცემულ მომენტში გეგმით არ არის გათვალისწინებული. დარგობრივი ანალიზი აუცილებელია, რამდენადაც დარგის ეკონომიკური განვითარება ყოველთვის არ ემთხვევა საერთო ეკონომიკურ განვითარებას. არის ისეთი დარგები, რომლებიც წინ უსწრებენ საერთო ეკონომიკურ კონიუნქტურას, ზოგი კი ჩამორჩება. ასევე არსებობენ დარგები, რომლებიც პარალელურად ვითარდება. **ინდუსტრიული ანალიზი** საშუალებას იძლევა დაჯგუფდეს დარგები საქმიანი აქტივობის დონის და განვითარების სტადიების მიხედვით. დარგის კონიუნქტურის მიხედვით დარგები ვითარდება წინმსწრები, პარალელური და ჩამორჩენილი კურსით, რაც, თავის მხრივ, მოქმედებს მათი ფასიანი ქაღალდების კურსის დინამიკაზე.

ფასიანი ქაღალდების კურსის ცვლილებაზე დარგობრივი მოგების გარდა, გავლენას ახდენს დარგობრივი შეკვეთების შემოსვლა და სამრეწველო წარმოების მოცულობა, რამდენადაც ამით ფასდება საქონელბრუნვის მოსალოდნელი დინამიკა და შესაბამისი დარგის მოგება. დარგობრივ შეკვეთათა მაჩვენებლების დინამიკაზე დამოკიდებულია მომავალი სამრეწველო წარმოების მაჩვენებლები, ისინი კი, თავის მხრივ, გავლენას ახდენენ ფასიანი ქაღალდების კურსის ცვლილებაზე. დარგის მოგება დამოკიდებულია ასევე საგალუტო კურსების ცვლილებაზე და იმაზე, დარგი ექსპორტზეა ორიენტირებული თუ იმპორტზე.

3. კონკრეტული სანარმოს ანალიზი

კონკრეტული საწარმოს ანალიზი. ეს არის ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი, დიაგნოსტიკა, ემიტენტის მენეჯმენტის მდგომარეობის ანალიზი და განვითარების პერსპექტივები.

ფინანსური ანალიზი წარმოადგენს სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური მდგომარეობის შეფასებას და პროგნოზირებას ფინანსური ინფორმაციის მაჩვენებლების დამოკიდებულებისა და დინამიკის შესწავლის საფუძველზე. იგი საშუალებას იძლევა შეფასდეს საწარმოს რეტროსპექტული, მიმდინარე და პერსპექტიული ფინანსური მდგომარეობა, გამოვლინდეს კრიტიკული წერტილები საწარმოს საქმიანობაში, გაირკვეს პრობლემების მიზეზები და დაიგეგმოს მოქმედებები მათ გადასაჭრელად.

ანალიზი მოიცავს: ბალანსის მოგებისა და ზარალის შესახებ, ანგარიშების და სხვა მასალების საფუძველიან შესწავლას, რომელსაც კომპანიები აქვეყნებენ. აგრეთვე, კონკრეტული კორპო-რაციის აქტივების, შემოსავლების. გაყიდვების მოცულობას, წარმოების მდგომარეობის შესახებ მონაცემების გულდასმით შესწავლას. იმ ბაზრის მდგომარეობის კვლევას, სადაც ემიტენტი თავისი პროდუქციით გამოდის. კორპორაციის შემოწმება ასევე მოიცავს მენეჯმენტის მდგომარეობის ანალიზსა და განვითარების პერსპექტივებს (ემიტენტი კომპანიის მართვის პრაქტიკის შესწავლა), შუშაობის ორგანიზაციულ და კომერციულ პირობებს.

ანალიზი შედგება ოთხი ძირითადი ბლოკისაგან:

1) იმ მაჩვენებლების შერჩევა, რომლებიც გამოდგებიან სტრატეგიული პრობლემების ანალიზისათვის;

2) ამ მაჩვენებლების გათვლა;

3) მიღებული სიდიდეების შედარება საწარმოს ანალოგიურ მაჩვენებლებთან წინა და საგეგმო პერიოდში, საშუალო დარგობრივ და კონკურენტულ სიდიდეებთან;

4) მაჩვენებლების გამოყენება საწარმოს საქმიანობის შესაძლო რეზერვების პრობლემათა გადაჭრის გზებისა და სამომავლო შესაძლებლობების გამოსავლენად.

საწარმოს ანგარიშგებების ანალიზისა და ფინანსური მდგომარეობის განსაზღვრისათვის გამოიყენებენ ფინანსური კოეფიციენტებს. გამოყოფენ შემდეგი სახის მაჩვენებლებს:

გადახდისუნარიანობის (ლიკვიდობის) მაჩვენებლები

ლიკვიდობა – ეს არის საწარმოს უუნარობა დაფაროს თავისი მოკლევადიანი ვალდებულებები. იგი აღნიშნავს საშუალოსვადიანი სუბიექტის უპირობო გადახდისუნარიანობას და გულისხმობს მუდმივ თანასწორობას აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის როგორც საერთო თანხის, ასევე ვადების მიხედვით. ბალანსის ლიკვიდობის ანალიზი მდგომარეობს აქტივების მიხედვით სახსრების შედარებაში, რომლებიც დაჯგუფებულია მათი ლიკვიდობის ხარისხის მიხედვით და დალაგებულია ლიკვიდობის კლების მიხედვით, პასივების ვალდებულებების მიხედვით, რომლებიც გაერთიანებულია მათი დაფარვის ვადების მიხედვით და ვადების ზრდის მიხედვით.

ლიკვიდობის ხარისხის მიხედვით ანუ ფულად სახსრებად გადაქცევის სისწრაფის მიხედვით სამეურნეო სუბიექტის აქტივები იყოფა შემდეგ ჯგუფებად:

A_1 — შედარებით ლიკვიდური აქტივები, (სამეურნეო სუბიექტის ყველა ფულადის ახსრები (ნაღდი და ანგარიშებზე), და მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები (ფასიანი ქაღალდები);

A_2 — სწრაფად რეალიზებადი აქტივები (დებიტორული დავალიანება და სხვა საბრუნავი აქტივები);

A_3 — ნელა რეალიზებადი აქტივები;

A_4 — ძნელად რეალიზებადი აქტივები (ძირითადი საშუალებები, არამატერიალური აქტივები. დაუმთავრებელი კაპიტალური დაბანდებები, დასადგმელი მოწყობილობა).

ბალანსის პასივები ჯგუფდება მათი გადახდის სისწრაფის ხარისხის მიხედვით:

P_1 — შედარებით სწრაფი პასივები (კრედიტორული დავალიანება და სხვა პასივები);

P_2 — მოკლევადიანი პასივები (მოკლევადიანი კრედიტები და ნასესხები სახსრები. გარდა მუშაკთა ბანკის კრედიტებისა);

P_3 — გრძელვადიანი პასივები (გრძელვადიანი კრედიტები და ნასესხები სახსრები);

P_4 — მუდმივი პასივები.

ბალანსი ითვლება აბსოლუტურად ლიკვიდურად, თუ კი

$$A_1 \geq P_1;\ A_2 \geq P_2;\ A_3 \geq P_3;\ \text{და } A_4 \leq P_4.$$

გამოყოფენ ლიკვიდობის შემდეგ ძირითად მაჩვენებლებს:

აბსოლუტური ლიკვიდობის კოეფიციენტი; ნორმატიული მნიშვნელობა 0,5-0,2.

$$C_1 = \frac{A_1}{P_1 + P_2} \qquad (27.1)$$

სწრაფი ლიკვიდობის კოეფიციენტი; ნორმატიული მნიშვნელობა 0,5-1.

$$C_2 = \frac{A_1 + A_2}{P_1 + P_2} \qquad (27.2)$$

მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი:

$$C_3 = \frac{A_1 + A_2 + A_3}{P_1 + P_2} \qquad (27.3)$$

ნორმატიული მნიშვნელობა 1,5-2,5 და დამოკიდებულია დარგის სპეციფიკაზე, საწარმოს სიდიდეზე, მისდამი კრედიტორების ნდობის ხარისხზე.

მოცემული კოეფიციენტები წარმოდგენას გვიქმნიან საწარმოს უნარზე განახორციელონ მიმდინარე ანაგრიშგება და გადაიხადოს მოკლევადიანი ვალდებულებები. მათ მიეკუთვნება აბსოლუტური ლიკვიდობის კოეფიციენტი, დაფარვის შუალედური კოეფიციენტი და დაფარვის საერთო კოეფიციენტი.

ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები

ისინი გვიჩვენებენ ნასესხები კაპიტალის მოზიდვის დონეს და საწარმოს შესაძლებლობებს მოემსახურონ ამ ვალს. მათ მიეკუთვნება საკუთრების (დამოუკიდებლობის) კოეფიციენტი, ნასესხები

სახსრების ხვედრითი წილი, დებიტორული დაუალიანების ხვედრითი წილი ქონების ღირებულებაში, საკუთარი და გრძელვადიანი ნასესხები სახსრების ხვედრითი წილი.

სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური მდგრადობის შეფასებისათვის გამოიყენება ავტონომიურობის კოეფიციენტი. ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტი და „Z ანგარიში".

ავტონომიურობის კოეფიციენტი ახასიათებს სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური მდგომარეობის ნასესხები სახსრების წყაროებზე დამოუკიდებლობას. იგი გვიჩვენებს საკუთარი სახსრების წილს წყაროების საერთო ოდენობაში:

$$C_a = \frac{C_o}{S_m} \qquad (27.4.)$$

სადაც,— C_a — ავტონომიურობის კოეფიციენტი; C_o — საკუთარი კაპიტალი; S_m — სახსრების წყაროების საერთო ოდენობა.

ალნიშნული კოეფიციენტის მინიმალური მნიშვნელობა 0,5-ის დონეზეა. ავტონომიურობის კოეფიციენტის ზრდა ნიშნავს სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური დამოუკიდებლობის ზრდას და ფინანსური სირთულეების რისკის შემცირებას.

ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტი წარმოადგენს დამოკიდებულებას საკუთარ და ნასესხებ სახსრებს შორის:

$$C_f = \frac{C_o}{L_s} + L \qquad (27.5.)$$

სადაც, C_f — ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტი L_s – მოკლევადიანი ვალდებულებები და სხვა პასივები: L — ნასესხები სახსრები.

საკუთარი სახსრები აჭარბებს ნასესხებ სახსრებს ეს გვიჩვენებს, რომ სამეურნეო სუბიექტი ფლობს ფინანსური მდგრადობის საკმარის დონეს, მარაგს და შედარებით დამოუკიდებელია გარე ფინანსური წყაროებისაგან.

„Z — ანგარიშები" არის კომპლექსური მაჩვენებელი, რომელიც გამოიყენება საწარმოს გაკოტრების ალბათობის გამოსათვლელად. ე.წ. ე. ალტმანის კოეფიციენტები, რომელიც შემოღებულია ამ მეთოდიკის ავტორის მიერ.

$$Z = 6,51\ X_1 + 3,26X_2 + 6,76X_3 + 1,05X_4 \qquad (27.6.)$$

სადაც, X_1 = (მიმდინარე აქტივები – მიმდინარე პასივები) /საერთო აქტივები;

X_2 = საწარმოს რეზერვების სიდიდე / (საერთო რეზერვებზე);

X_3 = საერთო მოგება/საერთო აქტივებზე;

X_4 = ჩვეულებრივი აქციების ღირებულება / საერთო პასივები.

6,51; 3,26; 6,76 და 1,05 – ალტმანის კოეფიციენტები.

თუ კი საწარმოს საერთო ანგარიში აღემატება 2,6, მაშინ ითვლება, რომ მას აქვს საკმაოდ მდგრადი ფინანსური მდგომარეობა, თუ კი ანგარიში 1,1-ზე ნაკლებია, საწარმო ახლოსაა გაკოტრებასთან.

საქმიანი აქტივობის მაჩვენებლები

ისინი გვიჩვენებენ, თუ რამდენად ეფექტიანად გამოიყენება საწარმოს სახსრები. მათ მიეკუთვნება მარაგების ბრუნვადობის კოეფიციენტი, საკუთარი სახსრების ბრუნვადობის კოეფიციენტი და ბრუნვადობის საერთო კოეფიციენტი.

აქტივობის (ბრუნვადობის) მაჩვენებლები განსაზღვრავენ თუ რამდენად კარგად იყენებს საწარმო თავის რესურსებს. ჩვეულებრივ აქტივობის მაჩვენებლები გამოხატავენ დამოკიდებულებას რეალიზაციიდან ამოსაგებ საერთო თანხასა და აქტივების სხვადასხვა ელემენტებს შორის. აქტივობის შედარებით გამოყენებით მაჩვენებლებს მიეკუთვნება საბრუნაო სახსრების ძირითადი საშუალებების და არამატერიალური აქტივების ბრუნვადობა.

საბრუნაო სახსრების ბრუნვადობა გაითვლება ერთი ბრუნვის ხანგრძლივობით დღეებში

(საბრუნავი სახსრების ბრუნვადობა დღეებში) ანდა ბრუნვების რაოდენობით საანგარიშო პერიოდში (ბრუნვადობის კოეფიციენტი).

ერთი ბრუნვის ხანგრძლივობა (საბრუნავი სახსრების ბრუნვადობა დღეებში) არის შეფარდება საბრუნავი სახსრების საშუალო ნაშთსა და საანალიზო პერიოდის ერთდღიანი ამონაგების სიდიდეს შორის.

$$Z = \frac{O \times t}{B} \qquad (27.7)$$

სადაც, Z — საბრუნავი სახსრების ბრუნვადობა დღეებში; O — საბრუნავი სახსრების საშუალო ნაშთი; t — საანალიზო პერიოდის დღეების რიცხვი (90; 360;). B — ამონაგები რეალიზაციიდან საანალიზო პერიოდში.

საბრუნავი სახსრების ბრუნვადობის კოეფიციენტი ახასიათებს რეალიზაციიდან ამონაგების სიდიდეს საბრუნავი სახსრების ერთ პირობით ფულად ერთეულზე გაანგარიშებით.

$$C_t = \frac{B}{O} \qquad (27.8)$$

სადაც C_t — საბრუნავი სახსრების ბრუნვადობის კოეფიციენტია. ბრუნვადობის კოეფიციენტის მნიშვნელობის ზრდა ადასტურებს საბრუნავი სახსრების უფრო ეფექტიან გამოყენებას.

ძირითადი ფონდების გამოყენების ეფექტიანობა გაითვლება ფონდუკუგებისა და ფონდტევადობის მაჩვენებლებით. ძირითადი ფონდების ფონდუკუგება განისაზღვრება პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგების შეფარდებით ძირითადი ფონდების საშუალო წლიურ ღირებულებასთან. არამატერიალური აქტივების ფონდუკუგება გაითვლება ამონაგების საერთო სიდიდის შეფარდებით არამატერიალური აქტივების საშუალო წლიურ ღირებულებასთან. ძირითადი ფონდების ფონდუკუგებას ზრდა ნიშნავს ძირითადი ფონდების და არამატერიალური აქტივების გამოყენების ეფექტიანობის ამაღლებას. ფონდუკუგების შებრუნებული მაჩვენებელი ფონდტევადობის მაჩვენებელია.

რენტაბელობის მაჩვენებლები

ისინი გვიჩვენებენ საწარმოს მომგებიანობას. სამეურნეო სუბიექტის მომგებიანობა ხასიათდება აბსოლუტური და შეფარდებითი მაჩვენებლებით. შემოსავლიანობის აბსოლუტური მაჩვენებელი ეს არის მოგების (შემოსავლების) სიდიდე, შემოსავლიანობის შეფარდებითი მაჩვენებელია რენტაბელობის დონე.

რენტაბელობა არის საწარმოს მუშაობის მნიშვნელოვანი ხარისხობრივი მაჩვენებელი, რომელშიც განზოგადოებულია შემოსავლების, დანახარჯების, საქონლის ბრუნვადობის, ძირითადი საშუალებების გამოყენების, სამუშაო ძალის, საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის მდგომარეობა. რენტაბელობის მაჩვენებელთა ყველა სახე იყოფა სამ ჯგუფად: 1) გაყიდვების რენტაბელობა; 2) ფონდების (კაპიტალის, აქტივების) რენტაბელობა; 3) საწარმოში დაბანდებების რენტაბელობა, რომლებიც სხვადასხვა პოზიციებიდან ახასიათებენ საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის ეფექტიანობას.

გაყიდვების რენტაბელობა განისაზღვრება როგორც პროდუქციის (საქონლის, სამუშაოს, მომსახურების) რეალიზაციიდან მოგების შეფარდება რეალიზაციიდან ამონაგებთან და ასახავს დამოკიდებულებას მოგებასა და ამონაგებს შორის, ასევე გვიჩვენებს მოგების სიდიდეს, რომელიც მიიღება გაყიდული საქონლის ერთეულიდან.

$$R_t = \frac{P}{T} \qquad (27.9.)$$

სადაც: R_t — გაყიდვების რენტაბელობა; P — პროდუქციის (საქონლის, სამუშაოს, მომსახურე-ბის) რეალიზაციიდან მიღებული მოგება; T — რეალიზაციიდან ამონაგები (საქონელი ბრუნვა).

საწარმოს საწარმოო ფონდების (კაპიტალის, აქტივების) რენტაბელობა განისაზღვრება მოგების (ფინდა, მილიონი) დამოკიდებულებით ძირითადი, საბრუნაო სახსრების და არამატერიალური აქტივების საშუალო ღირებულებასთან.

$$R_ე = \frac{П}{К} = \frac{П}{(О_{ОСН} + О_{Об} + Н_а)} = \frac{П}{Т} \times \frac{Т}{(О_{ОСН} + О_{Об} + Н_а)} = \frac{(Т - З)/Т}{(О_{ОСН} + О_{Об} + Н_а)/Т} =$$
$$= \frac{1 - (З_к/Т + З_э/Т + З_а/Т + З_{ам}/Т + З_{пр}/Т)}{О_{ОСН}/З_а \times З_а/Т + О_{Об}/Т + Н_а/Т} =$$
$$= \frac{1 - (З_к/Т + З_э/Т + З_а/Т + З_{ак}/Т + З_{пр}/Т)}{О_{ОСН}/З_а \times З_а/Т + (ТЗ/Т + ДЗ/Т - КЗ/Т - ДС/Т) + Н_а/Т} \qquad (27.10.)$$

სადაც, $R_ე$ — კაპიტალის, აქტივების რენტაბელობა, С — კაპიტალი, А — ძირითადი ფონდები; О — საბრუნავი სახსრები. І — არამატერიალური აქტივები. Е — მიმდინარე ხარჯები, $Е_к$ — დანახარჯები საქონლის შესყიდვაზე; $Е_с$ — დანახარჯები ხელფასზე; $Е_а$ — საამორტიზაციო ანარიცხები; $Е_р$ — პროცენტების თანხა კრედიტების გამოყენებაზე. $Е_с$— მიმოქცევის სხვა ხარჯები.

ეს ფორმულა საშუალებას იძლევა ღრმად იქნას გააზრებული რენტაბელობის ცნება სხვადასხვა სახის ფაქტორების სხვადასხვა ოდენობით გამოყენების შემთხვევაში. კერძოდ, **აბსოლუტური** ფაქტორები (მოგება, კაპიტალი); შეფარდებითი ფაქტორები (გაყიდვების რენტაბელობა. ფონდუკუგება): **რესურსების გამოყენების ინტენსიფიკაციის მაჩვენებლები: $Е_э$/Т— დანახარჯტევადობა; $Е_с$/Т — ხელფასტევადობა; $Е_а$/Т — ამორტიზაცია ტევადობა; А/$Е_э$ — ძირითადი კაპიტალის ბრუნვადობის სიჩქარე; О1/Т — საბრუნავი კაპიტალის ბრუნვადობის სიჩქარე; І/Т — არამატერიალური აქტივების ბრუნვადობის სიჩქარე.**

კაპიტალი შეიძლება განხილული იქნას არა როგორც ძირითადი და საბრუნავი სახსრების ერთიანობა. არამედ როგორც საკუთარი და ნასესხები სახსრების ერთიანობა. მაშინ ფორმულა მიიღებს რამდენადმე განსხვაებულ სახეს.

$$R_ე = \frac{Р}{С} = \frac{Р}{С_к + L} \qquad (27.11.)$$

სადაც, $R_ე$ — კაპიტალის რენტაბელობა; $С_к$ — საკუთარი კაპიტალი; L — მოზიდული სახსრები.

ეს კოეფიციენტი გვიჩვენებს საწარმოს მთელი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობას. მაჩვენებლის შემცირება ნიშნავს საქონელზე მოთხოვნის შემცირებას და აქტივების ზედმეტად დაგროვებას.

საწარმოში დაბანდებების რენტაბელობა გაითვლება როგორც ფასიანი ქაღალდებიდან და სხვა საწარმოებში წილობრივი მონაწილეობიდან მიღებულ შემოსავლების შეფარდება გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებების საერთო ოდენობასთან. იგი გაითვლება ფორმულით:

$$R_ა = \frac{D}{DB} \qquad (27.12.)$$

$R_ა$ — სავაჭრო საწარმოში დაბანდებების რენტაბელობა;

D — შემოსავლები ფასიანი ქაღალდებიდან და სხვა საწარმოებში წილობრივი მონაწილეობიდან.

DB — გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებები. ამ კოეფიციენტის სიდიდის ზრდა გვიჩვენებს საწარმოში დაბანდებული სახსრების ეფექტიანობის გადიდებას.

საქონელბრუნვის, კაპიტალის, ძირითადი და საბრუნავი სახსრების მაჩვენებლების გვერდით რენტაბელობის გათვლისათვის გამოიყენება სხვა მაჩვენებლებიც. მათ შორის განსაკუთრებით გამოირჩევა **დანახარჯების მაჩვენებელი.** დანახარჯებთან მოგების შედარება გვიჩვენებს როგორია მოგების წილი დანახარჯების ყოველ ერთეულზე. ეფექტიანობის სხვა მაჩვენებლებს შეიძლება მივაკუთვნოთ მოგების შეფარდება პერსონალის რიცხოვნობასთან, და სხვ. ყოველი მაჩვენებელი განსაზღვრავს საწარმოს მუშაობის შედეგების განსაზღვრულ ასპექტს, მათ არა აქვთ ნორმატიული მნიშვნელობა, დამოკიდებულნი არიან მრავალ ფაქტორზე და არსებითად განსხვავდებიან სხვადასხვა პროფილის, სიდიდის, აქტივების სტრუქტურის, და სახსრების წყაროების საწარმოების მიხედვით.

დიდი ინტერესით სარგებლობენ მაჩვენებლები, რომელთაც კავშირი აქვთ აქციების მოძრაობასთან. მათ მიეკუთვნება საბალანსო მაჩვენებლები; მაჩვენებლები, რომლებიც დაკავშირებულია აქციების კურსთან და თვით აქციებთან. საბალანსო მაჩვენებლებს მიეკუთვნება: ნაღდი ფულის ნაკადი და ნეტო შედეგი.

მაჩვენებლები, რომლებიც მიეკუთვნებიან აქციებს, გაითვლება ერთ აქციაზე. მათ მიეკუთვნება: დივიდენდი ერთ აქციაზე, კეშფლოუ ერთ აქციაზე ანუ ჯამი ერთ აქციაზე. ისინი შეიცავებიან დივიდენდური უპირატესობის კოეფიციენტით, რომელიც ახასიათებს დამოკიდებულებას დივიდენდის სიდიდესა და აქციების ფასსა და გადახდიანობის კოეფიციენტს შორის რომლის მეშვეობით შეიძლება შეფასდეს კორპორაციის წმინდა შემოსავალში გადახდილი დივიდენდების ხვედრითი წილი ამ მაჩვენებლების გამოყენებით შეიძლება შეედაროთ სხვადასხვა ემიტენტების აქციების შემოსავლიანობის ხარისხი, ასევე სხვადასხვა საფონდო ინსტრუმენტებისა და ინვესტირების მიმართულებების ხარისხი.

აქციების კურსთან დაკავშირებული მაჩვენებლები

აქციების კურსთან დაკავშირებული მაჩვენებლებია: დივიდენდი, ანუ ფაქტიური შემოსავალი (P/E ratio); დამოკიდებულება „აქციების კრუის/მოგება“, (KGV), ანდა დამოკიდებულება „კურსი/კეშფლოუ“ (KCV);

P/E – ratio — განისაზღვრება როგორც აქციების საკურსო ღირებულების დამოკიდებულება წმინდა მოგების სიდიდესთან ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე გაანგარიშით. ეს კოეფიციენტი მაღალია ზრდის მაღალი პერსპექტივების მქონე კორპორაციებში და დაბალი – არასტაბილური მდგომარეობის მქონე საწარმოებში.

ანალიტიკური მაჩვენებელი — დამოკიდებულებისა **„კურსი/მოგება“** არის თანაფარდობა აქციების ფაქტიურ კურსსა და მოგებას შორის ერთ აქციაზე გათვლით. იგი ხშირად გამოიყენება იმისათვის, რომ ერთი მეორისაგან განვასხვავოთ დაბალი და მაღალი რეიტინგის მქონე აქციები. დამოკიდებულება: **„კურსი/მოგება“** გვიჩვენებს, მოცემულ მომენტში რამდენჯერადი ჯამი გადაიხდება ერთ აქციაში. სხვაგვარად რამდენი წელი დასჭირდება ფირმას, რომ მოგების უცვლელი სიდიდის პირობებში გამოიმუშაოს თანხა რომელიც ამ საწარმოს აქციის დღევანდელი ღირებულების ტოლი იქნება.

ამ კოეფიციენტის გათვლის შემდეგ იგი უდარდება მოცემული დარგის სხვა კომპანიის ანალოგიურ მაჩვენებელს. ანდა „კურსი/მოგება“ დამოკიდებულების საშუალო მაჩვენებელს მთელს ბაზარზე. ეს საშუალებას იძლევა ერთიმეორისაგან განვასხვავოთ შედარებით „იაფი“ და „ძვირა“ აქციები.

შემდეგი კოეფიციენტია — დამოკიდებულება „კურსი/კეშფლოუ“ (KCV) გაითვლება აქციების ნამდვილი კურსის საფუძველზე, რომელიც გაიყოფა კეშ-ფლოუზე კომპანიის ერთ აქციაზე გათვლით.

KCV მაჩვენებლების შედარება კომპანიების ანდა საწარმოებისათვის როგორც KGV მაჩვენებლების შედარება, უნდა მოხდეს ერთი კონკრეტული დარგის ფარგლებში. ამის მიზეზია დარგების დაყოფა კაპიტალტევად და შრომატევად (ხელფასტევად) დარგებად – შესაბამისად განსხვავება არის კეშფლოუებს შორის, რომლებიც, თავის მხრივ, ცვლიან KCV მაჩვენებელს. კაპიტალტევად დარგებს (ელექტრონული მრეწველობა, მანქანათმშენებლობა) მაღალი საამორტიზაციო ანარიცხების გამო აქვთ ძალზე მაღალი კეშფლოუ და KCV-ის შედარებით დაბალი მაჩვენებელი.

KCV მაჩვენებლის განხილვა შესაძლებელს ხდის წარმოდგენა შეგვექმნას აქციებზე საწარმოთა შთანთქმის დროს. აქციების შფლობელთათვის ძალზე დაბალი KCV-ს დროს შესაძლებელი ხდება გაადიდონ თავისი ინვესტიციები დაინტერესებული მყიდველების მხრიდან შემოთავაზებული კომპენსაციის ხარჯზე (რადგანაც მყიდველები, რომელთაც სურთ შეიძინონ აქციების საკონტროლო პაკეტი, შესასყიდი ფასის სახით ცდილობენ შესთავაზონ, როგორც წესი, სამმაგი კეშფლოუ). KCV მაჩვენებელი გამოდგება ასევე იმ კომპანიის შეფასებისათვის, რომელიც გეგმავს თავისი აქციები განათავსოს ბირჟაზე.

ინვესტორი, რომელიც ეარაუდობს იყიდოს აქციები მომგებიანად უნდა გამოიყენებდეს ორივე

მაჩვენებელს: KCV და KGV.

d/e – ratio — გაითვალება როგორც დამოკიდებულება ჩვეულებრივ აქციებზე დივიდენდს და მის საკურსო ღირებულებას შორის. დივიდენდური ფაქტიური შემოსავალი გვიჩვენებს, ერთი აქციის შესყიდვაზე რა პროცენტი გადაეხდება ინვესტორს დივიდენდის მუდმივი სიდიდის პირობებში.

ფუნდამენტური ანალიზის სხვა კოეფიციენტები

ფუნდამენტური ანალიზის ინსტრუმენტარად გამოდგება ასევე შემდეგი კოეფიციენტები:

ბეტა-კოეფიციენტი, განსაზღვრავს ბაზარზე საერთო სიტუაციის გაელენას მთლიანად კონკრეტულ ფასიან ქაღალდზე. თუ კი იგი დადებითია მაშინ მოცემული ფასიანი ქაღალდის ეფექტიანობა ბაზრის ეფექტიანობის ანალოგიურია. კოეფიციენტი ითვლება რისკის საზომად, როცა ბეტა-კოეფიციენტის სიდიდე 1-ზე მეტია, ინვესტიციების რისკი მაღალია, ვიდრე საშუალოდ ბაზარზე, ხოლო როცა ბეტა-კოეფიციენტი ერთზე ნაკლებია – პირიქით.

R — კვადრატი (R - square) ახასიათებს მოცემული ფასიანი ქაღალდის რისკის წელილის წილს. რაც უფრო ახლოსაა ეს მაჩვენებელი ნულთან, მით უფრო დამოუკიდებელია აქციის ქცევა ბაზრის საერთო ტენდენციებთან მიმართებაში. ამიტომ უმჯობესია ინვესტირება მოხდეს იმ აქციებში, რომელთათვის ეს კოეფიციენტი მაღალია.

ალფა-კოეფიციენტი ახასიათებს დამოკიდებულებას ბაზისურ ინდექსს „ინტერ-ფაქსსა" და ცალკეული საწარმოს აქციებს შორის. თუ კი კოეფიციენტი დადებითია, მაშინ ფასიანი ქაღალდი ბაზრის მიერ სრულყოფილად არ არის შეფასებული. ამიტომ ის ფასიანი ქაღალდები, რომელთათვისაც მოცემული კოეფიციენტის მნიშვნელობა ნულზე მეტია, რეკომენდებულია პირველ რიგში, ჩაერთოს ინვესტიციების პორტფელში.

K — კოეფიციენტი, მაჩვენებელი ადასტურებს ლიკვიდობის დონეს, რომელიც ტოლია საშუალო გეომეტრიულის, აქციების შესყიდვაზე კოტირების რაოდენობასა და აქციებზე გაყიდვაზე კოტირების რაოდენობას შორის, ეს მაჩვენებელი უდარდება კოტირებათა რიცხვს, რომელიც წარმოდგენილია საფინანსო ინფორმაციის სააგენტოს მონაცემების ბაზაში. სპრედის ნაკლებ მაჩვენებელს შეესაბამება K მაჩვენებლის მეტი მნიშვნელობა.

მოცემული კოეფიციენტების ანალიზის შედეგები შეიძლება შეუდარდეს სტანდარტებს, დასავლეთის კომპანიების ანალოგიურ მაჩვენებლებს ასდა ბაზრის საკვლევი სექტორის სხვა ემიტენტებს.

4. ფასიანი ქაღალდების ფასების მოდელირება

ფინანსური ანალიტიკოსები გამოიყენებენ შესაბამის მაჩვენებლებს და მეთოდებს.

- განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდის შიდა ღირებულებას. ეს პროცედურა მოიცავს ფულადი სახსრების სამომავლო მოდინების პროგნოზს, ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის საჭირო შეფასებას, რისკის მოცემული მაჩვენებლების, ინვესტიციების ფულადი სახსრების მოსალოდნელი ნაკადების დისკონტირებისას საჭირო შემოსავლიანობის შესაბამისად;
  ადარებენ ფასიანი ქაღალდის შიდა ღირებულებას მიმდინარე საბაზრო კურსთან;
  აფასებენ შესაბამის დანახარჯებსა და რისკს;
  აანალიზებენ ფაქტორებს, რომლებიც გაელენას ახდენენ ფასიანი ქაღალდების ფასებზე;
  განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდის ღირებულებას;
  აკეთებენ მთავარ დასკვნას გადიდებულია თუ შემცირებულია კორპორაციის ღირებულება მისი აქტივების რეალურ ღირებულებასთან შედარებით. შეუფასებელი აქციების ქვეშ მოიაზრება კორპორაციის ფასიანი ქაღალდები, რომელთა საბაზრო ფასი გაცილებით დაბალია მათ ღირებულებაზე, რომელიც განისაზღვრება როგორც დამოკიდებულება დივიდენდსა და პროცენტს შორის.

ფუნდამენტური ანალიზის ძირითადი ნაკლი იმაში მდგომარეობს, რომ იგი არ ითვალისწინებს რეალურ ცვლილებებს, ფასების რყევას და გულისხმობს, რომ ფასიანი ქაღალდების ღირებულება

სტაბილურია ანდა თანაბრად ცვალებადია.

ტექნიკური ანალიზი

ტექნიკური ანალიზი ეს არის საფონდო ბაზრის მდგომარეობის შესწავლა, ანუ მონაცემების შესწავლა ფასებზე წარსულში და ტენდენციების გამოვლენა ფასების დინამიკის განსაზღვრისათვის, მათი ციკლურობის დადგენა მიმდინარე და მომავალ პერიოდში, ტრენდების დადგენა. „ტექნიკური“ ანალიზის სკოლის მომხრეები გამოდიან იქედან, რომ საბირჟო კურსებში უკვე ასახულია ყველა ის ტენდენცია, ცნობები, რომლებიც შემდგომში ქვეყნდება ფირმების ანგარიშგებაში და ხდება ფუნდამენტალური ანალიზის ობიექტი. ტექნიკური ანალიზი სწავლობს კონკრეტულ თანაფარდობას ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნას და მიწოდებას შორის, ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების მოცულობის საფუძველზე, ე.ი. საფონდო ბაზარზე თვით ფასების ცვლილებას.

ტექნიკური ანალიზის ძირითადი საბაზო დებულებებია ის, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებობს **ტრენდები**, ე.ი. ფასების მდგრადი მოძრაობა ერთი მიმართულებით, რომლებიც შენარჩუნდება შემთხვევითი რყევებისაგან დამოუკიდებლად. **ტრენდის ხაზი არის** ტექნიკური ანალიზის ძირითადი ინსტრუმენტი ბაზრის შემობრუნების განსაზღვრისათვის და გარიგებების ხელსაყრელი მომენტების ძიებისათვის.

ტრენდული ხაზის გადახრა ზევით ანდა ქვევით გვაჩვენებს ტენდენციის მიმართულებას აქციების კურსის ამაღლების ანდა შემცირების, დაცემის თვალსაზრისით.

ტრენდის ანალიზის მიზანია: 1) ფასის დინამიკის (ტრენდის) მიმდინარე მიმართულების შეფასება; 2) მოცემული მიმართულების მოქმედების ვადისა და პერიოდის შეფასება; 3) ფასების რყევის ამპლიტუდის შეფასება მოქმედი მიმართულებით (გადახრა მიმდინარე კოტირებებისაგან).

ტრენდი ეს არის ფასების მოძრაობის განსაზღვრა ქვევით ან ზევით. განასხვავებენ სამი სახის ტრენდს:

- **ხარების ტრენდი** – ფასი იწევს ზევით: მატულობს უფრო სწრაფად, ვიდრე ეცემა;
- **დათვების ტრენდი** – ფასი მოძრაობს ქვევით, ფასი ეცემა სწრაფად, ვიდრე მატულობს;
- **გვერდითი ტრენდი** — ფასების მოძრაობის განსაზღვრული მიმართულება არ არის.

აქ გამოიყენება მოძრაობის შემდეგი კანონები: „მოქმედი ტრენდი დიდი ალბათობით გაგრძელდება ვიდრე შეიცვლიდეს მიმართულებას“ და „ტრენდი იმოძრავებს ერთი და იგივე მიმართულებით, ვიდრე არ დასუსტდება“.

ტრენდს აქვს მოქმედების ვადა, ე.ი. სასიცოცხლო ციკლი. ტრენდი შეიძლება იყოს მოკლევადიანი, გრძელვადიანი და საშუალოვადიანი მოქმედების. გრძელვადიანი ტრენდი შეიძლება გრძელდებოდეს 2-2.5 წელს. საშუალოვადიანი – 3 თვიდან ერთ წლამდე. მოკლევადიანი 1 დღიდან 3 თვემდე.

ტრენდის სიცოცხლის ვადა შეიძლება განისაზღვროს ტრენდის სასიცოცხლო ციკლის ანალიზის საფუძველზე, რომელიც შედგება 3 პერიოდისაგან: ტრენდის დასაწყისი, ტრენდის შუაწელი, ტრენდის დასასრული.

მნიშვნელოვანია, ზუსტად განისაზღვროს ციკლის სიგრძე და ამპლიტუდა; კურსის სუსტი ცვლილება (ვიწრო კორიდორში), კურსის ძლიერი ცვლილება (რაოდენ წესი, ცვლილება 1%-ზე მეტად დღეღამის განმავლობაში და 0,3%-ით და მეტად კალენდარული საათის განმავლობაში).

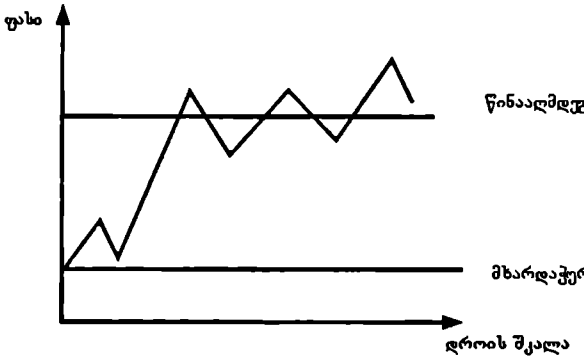
ფასების დინამიკის ამ სამი შემადგენლის განსაზღვრის შემდეგ, შეიძლება შესყიდული ანდა გაყიდული იქნას ფასიანი ქაღალდი.

ტექნიკური ანალიზის დიაგრამული და გრაფიკული სახეები

ტექნიკური ანალიზი გულისხმობს დიაგრამებისა და გრაფიკების აგებას, რომლებიც ასახავენ ვაჭრობის მოცულობის მაჩვენებლებს და სხვა ფაქტორებს. **გრაფიკული ანალიზი** გამოიყენება, რამდენადაც 1) შესაძლებელს ხდის შესრულდეს ფასების რეალური პროგნოზი. 2) განსაზღვრავს მოვლენის ზუსტ დროს, 3) აფიქსირებს ფასების დინამიკას და გამოაკლენს ძყარ ტენდენციებს.

ტექნიკური ანალიზისას გამოიყენება ძირითადად სამი სახის გრაფიკები: 1) წრფიები 2) სვეტების სახით, 3) წერტილებისა და ფიგურების სახით.

1. წრფივი გრაფიკი – ეს არის უწყვეტი ხაზი, რომელიც ასახავს დახურვის კურსების განვითარებას. გამოიყენება მაშინ, როცა განისაზღვრება ერთიანი კურსი და როცა არ უნდათ დრო დაკარგონ გახსნის კურსის კოტირებაზე, მინიმალური და მაქსიმალური კურსების ანდა როცა ფასიან ქაღალდებს დღის განმავლობაში მინიმალური გადახრა აქვს და აუცილებელი არაა კურსის დაწვრილებითი ასახვა (ნახ. 27.3.).



ნახ. 27.3. წრფივი გრაფიკი

წინააღმდეგობის ხაზი – ეს არის ხაზი, რომლის ზევით აქციების ფასი არ უნდა იწევდეს. როცა აქციის ფასი გადალახავს ამ ხაზს, ეს არის სიგნალი მის შესასყიდად, ვინაიდან ამ შემთხვევაში მოსალოდნელია ფასიანი ქაღალდის საკურსო ღირებულების შემდგომი ზრდა. ვინაიდან მან გადალახა ინვესტორების გარკვეული ფსიქოლოგიური ბარიერი.

მხარდაჭერის ხაზი – ესაა ხაზი, რომლის ქვემოთ აქციის ფასი არ უნდა დაეცეს. თუ კი აქციების საკურსო ღირებულება ეცემა მოცემული დონის ქვემოთ ითვლება, რომ იგი დაეცემა შემდგომშიც და აქციები უნდა გაიყიდოს.

წრფივი გრაფიკების უპირატესობა აგების სიმარტივე და ფორმის თვალმისაწვდომობაა. ნაკლი იმაში მდგომარეობს, რომ მოთხოვნის და მიწოდების მცირედი ცვლილებები, უწყვეტი კოტირებისას არ აისახება.

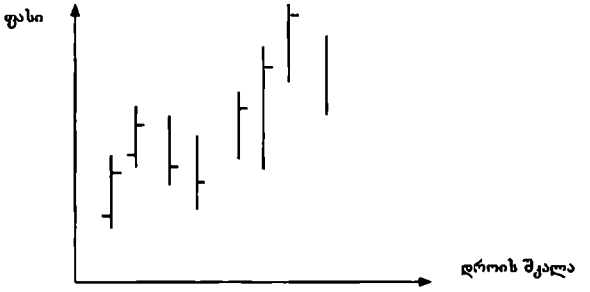
2. სვეტისებური გრაფიკები – ეს არის გახსნის კურსების მინიმალური და მაქსიმალური კურსების და დახურვის კურსების გრაფიკული გამოსახულება საანგარიშო პერიოდში. დროის ყოველი ერთეულისათვის, (მაგ.: ერთი დღისათვის) პერიოდების ყველაზე მაღალი და ყველაზე დაბალი კურსები ერთიანდება რის შედეგადაც მიიღება სვეტი. ჩვეულებრივ სვეტის მარცხენა ზღარეს აღინიშნება გახსნის კურსი, ხოლო მარჯვენა ზღარეს — დახურვის კურსი (ნახ. 27.4.).

გრაფიკის მეშვეობით ნათლად ჩანს გადახრის სიდიდე დღის განმავლობაში და მოთხოვნისა და მიწოდების მცირე ცვლილებები. თუ კი მაგალითად დახურვის კურსს აქვს დღის მინიმალურ კურსთან მიახლოების ტენდენცია, ეს არის ფასიანი ქაღალდის სისუსტის ნიშანი ტექნიკური ანალიზის მიხედვით და პირიქით.

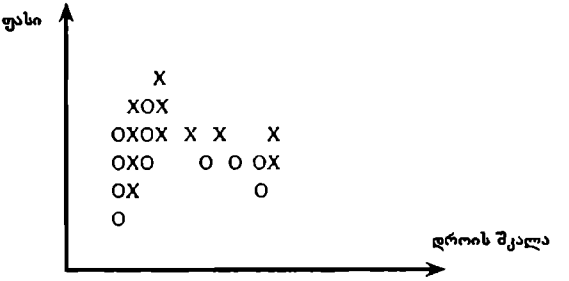
პრაქტიკაში გამოიყენება კვირის, თვის, და წლიური სვეტისებური გრაფიკები.

3. გრაფიკები წერტილებისა და ფიგურების სახით. ეს გრაფიკი არის ანალიზის ინსტრუმენტი, რომელიც გრაფიკულად ასახავს თანაფარდობის ცვლილებას მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის და იძლევა სიგნალებს ყიდვის და გაყიდვის შესახებ. (ნახ. 27.5.) კურსის მოძრაობა აღინიშნება გრაფიკზე ვერტიკალურად, როცა კურსი იცვლება ერთი მიმართულებით. როცა ადგილი აქვს კურსის მიმართულებით ცვლილებას, მაშინ კურსი აღინიშნება ახალი სვეტიდან, ძველი სვეტიდან მარჯვნივ,

სადაც ისევე აღინიშნება კურსის ცვლილება ვერტიკალურად, მაგრამ აქ არ გაითვალისწინება დრო, რომლის მიხედვითაც ადგილი აქვს კურსის ცვლილებას (აღინიშნება კვირის რიცხვი). კურსის ამაღლება ერთი ერთეულით (წინასწარ შეთანხმებული რიცხვი ვთქვათ 10 ცენტი). აღინიშნება X ნიშნით. ხოლო შემცირება – ნიშნით 0. გარდატეხის მინიმუმის სახით მომდევნო პერიოდში ირჩევენ ერთ ქულას (დაშორება ორ ერთეულს შორის), კურსის ღირებულ. ეს იმას ნიშნავს, რომ კურსის ცვლილების ტენდენცია მხოლოდ მაშინ აღინიშნება ახალი სვეტის გრაფიკზე, როცა ტენდენციის ეს ცვლილება შეადგენს სრულ ერთეულს. ახალ სვეტს ირჩევენ მხოლოდ მაშინ, როცა მიიღწევა შერჩეული გარდატეხის მინიმუმი. ასეთი მიდგომა ითვლება არსებით ძერად ანუ რეეერსირებად.



ნახ. 27.4. სვეტისებური გრაფიკი



ნახ. 27.5. გრაფიკი გამოსახული წერტილებითა და ჯვრებით

რომელი კურსი (გახსნის, დახურვის, მინიმალური, მაქსიმალური) იქნება გამოყენებული შეფასებისათვის, დამოკიდებულია კვლევის ობიექტზე. თუ კი დაშორება მინიმალურ და მაქსიმალურ კურსს შორის მცირეა ან, როცა განისაზღვრება მხოლოდ ერთიანი კურსი სასარგებლოა შეფასებისათვის გამოყენებული იქნას დახურვის კურსი. ძალზე ცვალებადი ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში კურსის ამაღლების ტენდენციის დროს შეფასება ხდება ღღის მაქსიმალური კურსის მიხედვით. ხოლო შემცირების ტენდენციის დროს – მინიმალური კურსის მიხედვით.

მოცემული სპეციფიკური გრაფიკი რეკომენდებულია პრაქტიკული გამოყენებისათვის მხოლოდ ანალიზის სხვა მეთოდების გამოყენების შემდეგ. ამ გრაფიკის ძირითადი განსხვავება იმაში მდგომარეობს, რომ აქ არის დროის ღერძი (არ გაითვალისწინება დრო, რომლის განმავლობაში ხდება კურსის მოძრაობა), ხოლო ფასების ახალი სვეტი აიგება დინამიკის სხვა მიმართულების აღმოჩენის შემთხვევაში.

ტექნიკური ანალიზის ერთ-ერთი ხერხია გრაფიკების აგება მცენარეთა საშუალოს საფუძველზე. იგი გაითვლება როგორც ფასების საშუალო არითმეტიკული გარკვეული რაოდენობის დღეების

განმაელობაში, რომელსაც ირჩევს ანალიტიკოსი. მისი მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის მომდევნო დღეს გათვლებიდან გამოირიცხება აქციების ყველაზე ძველი ფასი და ერთვება უკანასკნელი (ახალი). ესეთი მიდგომა საშუალებას იძლევა მივიღოთ უფრო მოგლუვებული ტრენდი და ნაწილობრივ მოვახდინოთ აქციების ფასის ყოველდღიური რყევის აბსტრაგირება.

ტექნიკურ ანალიზში იყენებენ ასევე მოცულობის გრაფიკს, როგორც დამადასტურებელს, ვინაიდან იგი გვიჩვენებს ბაზრის აქტიურობის დონეს. იგი შეიძლება აიგოს დროის შუალედში რამდენიმე წუთიდან დაწყებული. გაცილებით ინფორმაციულია დაწყებული საათიდან და შემდეგ.

ტექნიკური ანალიზი ეყრდნობა იმ მოსაზრებას, რომ აქციების კურსები გვიჩვენებენ ტენდენციის მიმართულებას. ეს შესაძლებელს ხდის წარსული ანდა მიმდინარე პერიოდების მონაცემების საფუძველზე მივიღოთ ცნობები კურსების სამომავლო ცვლილების შესახებ. ცხადია, მოცემული ანალიზი არ გამოდგება ფასების ცვლილების გარანტიად სწორედ გამოვლენილი კანონზომიერებების შესაბამისად, მაგრამ საშუალებას იძლევა გაკეთდეს დასკვნები ფასების ცვლილების მიმართულებების შესახებ და მათი ხანგრძლივობის შესახებ.

ფუნდამენტური და ტექნიკური ანალიზი არის ფინანსური ანალიზის ორი, შედარებით გავრცელებული მეთოდი, რომელიც გამოიყენება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს. ფუნდამენტური ანალიზი შესაძლებელს ხდის ამოვირჩიოთ ფასიანი ქაღალდების დიდი სიმრავლიდან ისეთი, რომელიც არის შედარებით ეფექტიანი ინვესტორის თვალსაზრისით, ე.ი. გვეხმარება პასუხი გაეცეს კითხვას, რომელი ფასიანი ქაღალდის ყიდვა ან გაყიდვა შეიძლება, ხოლო ტექნიკური ანალიზი – როდის უნდა გაკეთდეს ეს.

27.6. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები

ყველაზე მოხერხებული ინსტრუმენტი საფონდო ბაზრის დინამიკის აღწერისათვის და მდგომარეობის შეფასებისათვის არის საფონდო ინდექსი. **საფონდო ინდექსი — ეს არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მდგომარეობის განმაზოგადოებელი მაჩვენებელი, რომელიც გაითვლება როგორც საშუალო სიდიდე მასში შემავალი ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების საფუძველზე.**

საფონდო ინდექსები გვიჩვენებენ დამოკიდებულების ცვლილებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საანალიზო ნაწილის განვითარების მიმდინარე და წინა საბაზისო მდგომარეობას შორის. ინდექსის მიმდინარე მნიშვნელობის შედარებით მის წინა მნიშვნელობასთან შეიძლება გაანალიზდეს ბაზრის რეაქცია ამა თუ იმ მაკროეკონომიკურ მოვლენაზე, ანდა კორპორატიულ ტრანსფორმაციაზე.

საფონდო ინდექსების მიხედვით შეიძლება გაანალიზდეს საქმეების მდგომარეობის ცვლილებები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ცალკეულ სეგმენტებში, რეგიონალურ და დარგობრივ საფონდო ბაზრებზე, ცალკეულ ემიტენტებთან.

საფონდო ინდექსების ძირითადი ამოცანები

საფონდო ინდექსები შესაძლებლობას იძლევიან გადაწყდეს რიგი ძირითადი ამოცანები რომელთა შორის შეიძლება გამოიყოს შემდეგი:

1) **ინდექსი ასრულებს საინფორმაციო ფუნქციას.** იგი ასახავს საბირჟო კოტირებების მოძრაობის მიმართულებებს, აღწერს ტენდენციებს, რომელსაც ღებულობს საბირჟო ბაზარი და განსაზღვრავს მათი განვითარების სიჩქარეს.

2) **ინდექსი ეს არის ეკონომიკის მდგომარეობის ინდიკატორი.** ინდექსის ზრდის მყარი ტენდენცია ნიშნავს ქვეყანაში ეკონომიკურ ზრდას და პირიქით. ეს შესაძლებელს ხდის შერჩეული იქნას ინვესტირების სწორი პოლიტიკა გრძელვადიან პერიოდში.

3) **ინდექსი ასრულებს პროგნოზირების ფუნქციას.** მსოფლიო პრაქტიკაში შეიძლება ნაპოვნი იქნას ბაზრის ანალოგიური სიტუაცია წარსულში და ინდექსის ის მოძრაობა, რომლის დემონსტრირება ადრე მოხდა, შეიძლება განმეორდეს ახლანდელ დროში.

4) **საფონდო ინდექსი შეიძლება გამოვიდეს როგორც ცალკე დამოუკიდებელი ფასიანი ქაღალდი.** ინდექსის მნიშვნელობის მიხედვით ხორციელდება ვაჭრობები, იყიდება ოფციონები და ფიუჩერსული კონტრაქტები. ეს შესაძლებელს ხდის უფრო მოქნილად იმართოს აქტივები და განხორციელდეს გარიგებების პეჯირების ოპერაციები ემიტენტების ფასიანი ქაღალდებით, რომლებიც შედის საეჭვო ინდექსის შემადგენლობაში.

5) **ინდექსები ორიენტირებია პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შესარჩევად, ინვესტირების მიმართულებების და პროპორციების განსაზღვრისათვის.** ინდექსის შერჩევის სტრუქტურა არის საფუძველი ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სტრუქტურისათვის. პორტფელის სტრუქტურა შესაბამისობაში მოდის საფონდო ინდექსის შერჩევის სტრუქტურასთან. ინვესტორებს საფონდო ინდექსები ეხმარება შექმნან ფასიანი ქაღალდების ოპტიმალური პორტფელები და ამაზე ააგონ თავიანთი საინვესტიციო პოლიტიკა.

6) **ინდექსი ასრულებს საბაზო ათვლის წერტილის როლს.** მაგალითად, ეფექტიანობა, რომელსაც უზრუნველყოფს საფონდო ინდექსი, ხშირად მყარდება როგორც მინიმალურად დასაშვები ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემოსავლიანობისათვის ნდობითი მართვის პროცესში.

7) **ინდექსები საშუალებას იძლევიან ფორმალურად იქნას აღწერილი რთული სიტუაციები,** ე.ი. გადაწყდეს პარამეტრების რაოდენობის შემცირების ამოცანა, რომელთა მიხედვითაც ფასდება ფასიანი ქაღალდების ესა თუ ის ჯგუფი.

8) **ინდექსები დროებით ცვლიან სტატისტიკურ მაჩვენებლებს, წყვეტენ აუცილებელი ინფორმაციის არქონის პრობლემას.** ინფორმაციის არასრულყოფილი სტატისტიკური დამუშავების შემთხვევაში ცალკეული ემიტენტების მიხედვით ყალიბდება ამ აქციების ანალიზის პრობლემა ტექნიკური ანალიზის მოცულობითი ინდიკატორების მეშვეობით.

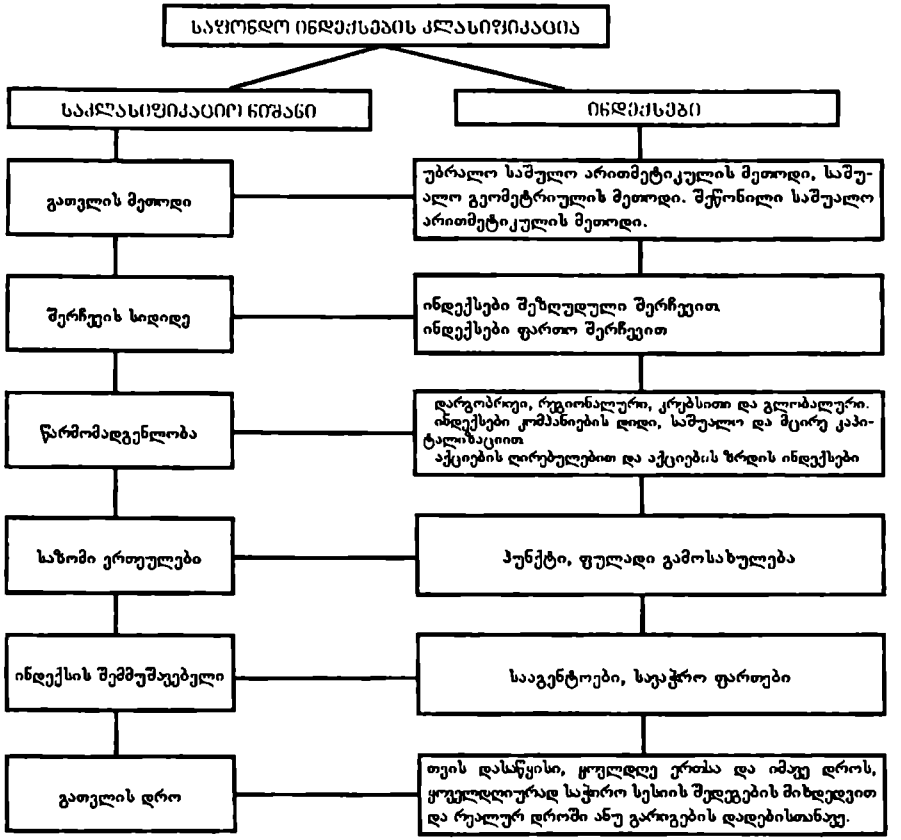
პრაქტიკულ საქმიანობაში გამოყენებული ინდექსები შეიძლება კლასიფიცირებული იქნას გათვლის მეთოდები, გათვლების ბაზის, ზომის ერთეულების, სუბიექტების მიხედვით, ვინც ითვლიან ამ ინდექსებს (ნახ. 27.6).

შერჩევის სიდიდე (ზომა) არის ერთ-ერთი ძირითადი ფაქტორი, რომელიც გავლენას ახდენს ინდექსის· ხარისხზე. შერჩევამ უნდა მოგვცეს საკმაოდ ზუსტი წარმოდგენა ბაზრის შესასწავლ სექტორზე. მსოფლიო პრაქტიკაში არსებობს ინდექსები როგორც შეზღუდული შერჩევით (**დოუ-ჯონსის სატრანსპორტო ინდექსი,** რომელიც მოიცავს აშშ-ს 20 კომპანიას), ასევე საერთოდ ფართო (მსოფლიო ინდექსი მოიცავს 2500 კომპანიას 84 ქვეყნიდან). შერჩევის მცირე ოდენობის გამოყენებას აქვს როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი მხარე. დადებით მხარეს შეიძლება მივაკუთვნოთ ასეთი ინდექსების გათვლის სისწრაფე და სიიაფე. ხოლო უარყოფითს – შეცდომების დიდი ალბათობა, შერჩევის მსხვილ მასშტაბებთან შედარებით.

ინდექსმა უნდა მოიცვას საკვლევი ბაზრის ყველა სექტორი და ამავე დროს მხოლოდ ის, რასაც იგი წარმოადგენს. აქციების შერჩევის თვალსაზრისით საანგარიშო ბაზის ფორმირების თვალსაზრისით (წარმომადგენლობა) ინდექსებს ყოფენ საერთო საბაზრო და დარგობრივ ინდექსებად. ინდექსებს კომპანიებისათვის დიდი, საშუალო და მცირე კაპიტალიზაციით, ღირებულებითი აქციების და ზრდის აქციების ინდექსებს და ა.შ.

აუცილებელია დადგინდეს შერჩევის ძირითადი კრიტერიუმები. ერთნი სწავლობენ ბაზარს მთლიანად, სხვები – ბაზრის კონკრეტულ სექტორებს ანდა დარგებს. **დარგობრივი ინდექსები** გაითვლება ეკონომიკის კონკრეტული დარგისათვის (ენერგეტიკა, შაქი და ფერადი მეტალურგია, ნაეთობის კომპლექსი, ბანკები და ა.შ.). გათვლის საფუძვლად აიღება კონკრეტული დარგის წამყვანი კომპანიების

აქციები. კრებსითი (კომპლექსური) ინდექსები გაითვლება სხვადასხვა დარგის კომპანიების აქციების ფასების საფუძველზე. როგორც წესი, რაც უფრო ფართოა შერჩევის წრე, მით უფრო ახლოსაა ინდექსი ეკონომიკის მდგომარეობის მთლიან მაჩვენებელთან ანდა ცალკეულ დარგთან.



ნახ. 27.6. საფონდო ინდექსების კლასიფიკაცია

უფრო მობილურ და კონიუნქტურულ ინდიკატორად საფონდო ინდექსი ხდება შემადგენლების გაერთიანებისას არა დარგობრივი ნიშნის მიხედვით, არამედ კომპანიის კაპიტალიზაციის კრიტერიუმის მიხედვით. ე.ი. ყველა აქციის კრებსითი საბაზრო ღირებულების მიხედვით, რომელიც არის მიმოქცევაში.

ინდექსები საჭიროებენ მათი შემადგენლების პერიოდულ კორექტირებას, გადასინჯვა შეიძლება განხორციელდეს ძოცემული კრიტერიუმების შესაბამისად (მაგ.: აქციების ლიკვიდობა). ახალი შემადგენლების ჩართვას და ძველი შემადგენლების გამორიცხვის წესს ადგენენ თვითონ დამმუშავებლები.

საფონდო ინდექსების გათვლის ძირითადი მეთოდები

საფონდო ინდექსების გათვლის საფუძველია სამი ძირითადი მეთოდი:

1) უბრალო საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი;

2) შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი;

3) საშუალო გეომეტრიულის მეთოდი.

მარტივი (უბრალო) საშუალო არითმეტიკულის მეთოდის დროს ყველა ემიტენტის აქციების ფასები, რომლებიც შედის ინდექსში ეაჭრობის **დახურვის მომენტში იკრიბება და ჯამი იყოფა შემადგენლების რიცხვზე საშუალო სიდიდის მისაღებად.** გათვლების სიმარტივის მიუხედავად ამ მეთოდს აქვს არსებითი ნაკლი. იგი არ ითვალისწინებს კონკრეტული ემიტენტის აქციების ბაზრის რეალურ მასშტაბს. მის სტრუქტურაში ერთნაირი ადგილი აქვს დათმობილი ძლიერ და სუსტ კომპანიებს. ამ მეთოდით გაითვლება დღემდე ინდექსები „დოუ-ჯონსის" ოჯახიდან.

შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი გამოიყენება იმისათვის, რომ ასახოს ინდექსში მოცულობითი მაჩვენებლების გავლენა, ე.ი. გამოყენებული იქნას აქციების ფასების შეწონვის მეთოდიკა. გაცილებით ხშირად წონის სახით გამოიყენება კომპანიის საბაზრო კაპიტალიზაცია (მოცემული ფასიანი ქაღალდის წილი საბირჟო ბაზარზე გაყიდვაში საერთო მოცულობაში). ეს მეთოდი შედარებით პოპულარულია საფონდო ინდექსების მსოფლიო პრაქტიკაში, ვინაიდან იგი ადეკვატურად ითვალისწინებს იმ აქციების გავლენას, რომლის მიხედვითაც კაპიტალიზაცია მაღალია და რომლებიც უფრო ლიკვიდურია. შედარებით ცნობილი ინდექსები, რომლებიც გაითვლებიან ამ მეთოდით, არის ინდექსები S&P ოჯახიდან, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის კრებსითი ინდექსი; FT — 100.

შეიძლება გამოყენებული იქნეს **ტოლი წონები.** მაგალითად, ჟურნალ „კომერსანტის" საფონდო ინდექსის წონითი კოეფიცენტები. (იგი გაითვლება 1995 წლის 1 იანვრიდან) ერთნაირია და იგი შეადგენს 100 ათას მანეთს. ასე რომ, ინდექსი პიპოთეზური საინვესტიციო პორტფელის ღირებულების ტოლია, რომლის ფორმირებისას ყველა სახსრები თანაბრად იქნა განაწილებული მასში შემავალ აქტივებს შორის. მაშინ შეიძლება ნებისმიერი საბირჟო აქტივის შემთხვევითი შერჩევა.

ინდექსი, რომელიც გაითვლება საშუალო გეომეტრიულის მეთოდით. გაიანგარიშება ინდექსის შემადგენელი აქციების ფასების ერთიმეორეზე გადამრავლებით. მიღებული შედეგიდან ამოიღება n ხარისხის ფესვი. სადაც n არის ინდექსში აქციების რაცხვი. როგორც მარტივი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდის გამოყენებისას, აქაც მხედველობაში არ მიიღება ის ფაქტი, რომ სხვადასხვა კომპანიების აქციებით ვაჭრობის მოცულობა შეიძლება სხვადასხვა იყოს. ამ მეთოდით გაითვლება ორი ინდექსი: FT-30 ინგლისში და The Value line Composite index აშშ-ში.

ეს არის ინდექსების გათვლის ძირითადი მეთოდები და ცხადია, სხვადასხვა ინდექსები გაითვლება სხვადასხვანაირად. ნებისმიერი საფონდო ინდექსი წარმოადგენს იმას, რაც მასში ჩადეს მათმა შემმუშავებლებმა მისი შემადგენელი ფასიანი ქაღალდების და გათვლის მეთოდების შერჩევის გზით.

საზომი ერთეულის მიხედვით ინდექსები გაითვლება პუნქტებში და ფულად გამოხატულებაში.

ინდექსებს ითვლიან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვადასხვა წარმომადგენლები, როგორც პროფესიონალები, ასევე საინფორმაციო სააგენტოები. **დამშუშავებლის მიხედვით** ინდექსებს ყოფენ: სააგენტოების ინდექსებად და სავაჭრო ფართების ინდექსებად. **დროის მიხედვით** ინდექსები შეიძლება გაითვალოს გარკვეული პერიოდულობით:

- ყოველი თვის დასაწყისში (განსაზღვრული თარიღისათვის);
- ყოველდღიურად გარკვეულ დროს (ასე მაგ. ყოველდღიურად 14 საათისათვის გაითვლება სკეტ-პრესის ინდექსები);
- ყოველდღიურად სავაჭრო სესიის შედეგების მიხედვით (PTC სისტემის ინდექსები);
- რეალურ დროში (მსოფლიო ინდექსი გადაიანგარიშება მაშინვე მორიგი გარიგების დადებისთანავე).

ინდექსების შეფასების კრიტერიუმები

არსებობს საფონდო ინდექსების შეფასების ორი ძირითადი კრიტერიუმი:

- ინდექსის ზრდა განსაზღვრულ პერიოდში. ეს სიდიდე გაითვლება როგორც ინდექსების მნიშვნელობის სხვაობა ბოლო თარიღსა და საწყის თარიღს შორის.

ტენდენციის გარდატეხის აღმოჩენის ეფექტიანობა. საუბარია სხვადასხვა ინდექსების მნიშვნელობების შედარებით ანალიზზე. უფრო ეფექტიანად ითვლება ინდექსი, რომლის ტრენდმა შეიცვალა ბაზის მოძრაობის მიმართულება ყველაზე ადრე ბაზარზე ტრენდების ცვლილებისას.

ინდექსის ხარისხი დამოკიდებულია ფაქტორებზე, რომლებიც გავლენას ახდენენ ინდექსების კონსტრუირებაზე: შერჩევის სიდიდე, წარმომადგენლობა, შერჩევის გადახედვა ინდექსის გაანგარიშების დრო და ა.შ.

განვიხილოთ ძირითადი საფონდო ინდექსები, რომლებიც გამოყენებულია საზღვარგარეთის ქვეყნების პრაქტიკაში (ცხრილი 27.1).

27.6.1. აშშ-ს ინდექსები

1. დოუ-ჯონსის ინდექსი – Dow Jones InDexes.

1884 წლის 3 ივლისს გამოაქვეყნა ფინანსისტმა **ჩარლზ დოუმ** შემოიტანა **პირველი საფონდო ინდექსი.** Pow Jones Railroad Average. რომელიც უმეტესწილად შედგებოდა სარკინიგზო კომპანიებისაგან. (9 სარკინიგზო და ორი სამრეწველო). მისი გაანგარიშების მეთოდიკა გამოყენების მოხერხებულობისათვის ეკრძობებოდა დროს იყო უშარტყეესი: აიღებოდა აქ შემავალი 11 აქციის ფასების საშუალო არითმეტიკული ინდექსის მნიშვნელობა პირველი დღის დახურვისას შეადგენდა 69,93 პუნქტს (მასში შემავალი აქციების ჯამურმა ღირებულებამ იმ მომენტში შეადგინა 769,23).

1896 წლის 26 მაისს შემოტანილი იქნა კიდევ ერთი ინდექსი, რომელსაც ეწოდა **„საშუალო სამრეწველო“**. Dow Jones Industrial Average (DJIA, DJA), რომელიც გაანგარიშებოდა ანალოგიურად და შედგებოდა სამრეწველო კომპანიებისაგან. ამის შემდეგ ეს ინდექსი რჩება ყველაზე პოპულარული საბირჟო ინდექსად მსოფლიოში. 1928 წელს ინდექსის გაანგარიშების მეთოდიკაში შეტანილი იქნა ცვლილებები: შემოტანილი იქნა სპეციალური მამრაველი (მიმდინარე გამყოფი – current divisor), რომელიც შესაძლებელს ხდის თავიდან იქნას აცილებული მნიშვნელობათა დამახინჯება, რაც გამოწვეულია აქციების დანაწილებით, დივიდენდების გადახდით, ცვლილებებით მისი ლისტინგის შემადგენლობაში.

1929 წელს (უკვე მისტერ დოუს სიკვდილის შემდეგ, რომელიც გარდაიცვალა 1902 წელს 51 წლისა). შემოღებული იქნა **კომუნალური კომპანიების ინდექსი** Dow Jones Rail road Average. თავიდან იგი შედგებოდა 20 კომუნალური კომპანიისაგან. აქციების, შემდგომში კომპანიების რიცხვი შემცირდა 15-მდე და შემდგომში არ შეცვლილა.

1970 წელს გადაისინჯა თვითონ პირველი ინდექსის დასახელება Dow Jones Vtility Average რამდენადაც „რკინიგზის“ ინდექსის შემადგენლობაში შედიოდა იმ მომენტში ავიაკომპანიების და სხვა ტრანსპორტირებადი აქციები, მას უწოდებდნენ „სატრანსპორტოს“ — Dow Jones 20 Transportations Average.

ასე რომ, დღეისათვის დოუ-ჯონსის ინდექსების ოჯახი მოიცავს ინდექსებს მრეწველობისათვის (30 კომპანია). ტრანსპორტისათვის (20 კომპანია); გაზის და ელექტრომომარაგების კომუნალური კომპანიებისათვის (15 კომპანია) და კრებსითი (შემადგენელი) ინდექსი — Dow Jones Composite Average, რომელიც შედგება 65 აქციისაგან იმ კომპანიების მხრიდან, რომლებიც შედიან წინა ინდექსებში და კოტირებას გადიან ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე (NYSE).

აღნიშნული ოჯახის ყველა ინდექსის გათვლის მეთოდიკა ერთნაირია. ინდექსი გაითვლება შერჩეული კომპანიების აქციების კურსის საშუალო არითმეტიკულის მეთოდით.

$$J_{D-G} = \frac{\sum_{i=1}^{n} P_i}{K} \qquad (27.13)$$

საფონდო ინდექსები

ცხრილი 27.1.

ინდექსის დასახელება	ქვეყანა	შერჩევის ადგილი ბირჟა (ქალაქი)	გათვლისათვის გამოყენებული მეთოდი
Dow Jones Indexes	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Standard& Poors Indexes	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკის მეთოდი
NYSE Indexes	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
NaSDAQ Indexes	აშშ	არასაბირჟო ბაზარი	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
AMEX Major Market Index	აშშ	ამერიკის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
AMEX Market Value Index	აშშ	ამერიკის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
Russell Index	აშშ	ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟები და არასაბირჟო ბაზარი	მარტივი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
The Value Line Composite Index	აშშ	ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟები და არასაბირჟო ბაზარი	საშუალო გეომეტრიულის მეთოდი
FTSE-30	დიდი ბრიტანეთი	ლონდონის საფონდო ბირჟა	საშუალო გეომეტრიულის მეთოდი
FTSE-100	დიდი ბრიტანეთი	ლონდონის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
DAX Index	გერმანია	ფრანკფურტის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
CAC Index	საფრანგეთი	პარიზის ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
NiKKei Index	იაპონია	ტოკიოს საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
Topix Index	იაპონია	ტოკიოს საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
Hang Seng	ჰონკონგი	ჰონკონგის საფონდო ბირჟა	
TSE	კანადა	ტორონტოს ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
IPC	მექსიკა	მექსიკის საფონდო ბირჟა	შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი
Monreal Industrial	კანადა	მონრეალი	
Straits Times	სინგაპური	სინგაპური	
ALL Ordinaries	ავსტრალია	სიდნეი	
AEX Index	ნიდერლანდები	ამსტერდამი	
Swiss Mkt Index	შვეიცარია	ციურიხი	
Bovespa	ბრაზილია	სან-პაულოს ბირჟა	
MSE Composite Index	რუსეთი	მოსკოვის საფონდო ბირჟა	
Saint-Potersburg Stock Index	რუსეთი	საფონდო ბირჟა „სანტ-პეტერბურგი“	
PTC ინდექსები	რუსეთი	Рынк საფონდო ბირჟა	
“AK&M” ინდექსები	რუსეთი		საშუალო შეწონილი არითმეტიკულის მეთოდი.
ჟურნალ „კომერსანტის ინდექსი“	რუსეთი		

სადაც, Pi — აქციის ფასი. n — კომპანიების რიცხვი, k — კოეფიციენტი – გამყოფი.

ინდექსების გათვლის მეთოდიკა მთელი დროის განმავლობაში პრაქტიკულად არ შეცვლილა. ოღონდ ლისტინგში შემავალი აქციები რამდენჯერმე შეიცვალა. ინდექსში შემავალი აქციებიდან მარტო General Electric-ს შეუძლია თავი მოიწონოს სიმყარით, დანარჩენი აქციები ხან შედიოდნენ და ხან გამოდიოდნენ ინდექსში ან საერთოდ იკარგებოდნენ ბაზრიდან. უნდა აღინიშნოს, რომ Dow Jones ინდექსში საკმაოდ დიდხანს არ ერთვებოდა „ახალი ეკონომიკის" კომპანიების აქციები. მათმა ჩართვამ ინდექსს ბევრი თავსატეხი გაუჩინა, თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ამ კომპანიების ინდექსში ჩართვამ აამაღლა ინდიკატორის წარმომადგენლობა და მიუახლოვა მისი შემადგენლობა ძალების რეალურ განლაგებას აშშ-ს საფონდო ბაზარზე. ფიუჩერსები Dow Jones ინდექსზე იყიდება ჩიკაგოს ბირჟაზე (Chicago Merrantile Exchange).

2. საინფორმაციო კომპანიის „სტენდედ ენდ პურზის" ინდექსები — Standards & Poors (S&P) indexes.

მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარულია ინდექსები, რომლებიც გათვლილია უმსხვილესი რეიტინგული სააგენტოს Standard & Poors (S&p)-ის მიერ. საინფორმაციო კომპანიის „სტენდედ ენდ პურზ"-ის ინდექსი გაითვლება ორი ვარიანტით – 500 და 100 კომპანიისათვის. ისინი თავის ისტორიას იწყებენ 1941-1943 წლებში. Standard& Poors 500 არის მთავარი ინდექსი, რომელიც გაითვლება 500 მსხვილი ამერიკული კომპანიის (ყველაზე კაპიტალიზებული), რომლებიც იყენებენ ტექნოლოგიებს (შეწონილი კაპიტალიზაციის მიხედვით დღეისათვის გამსხვილებული დარგობრივი პროპორცია მასში ასეთია: 300 სამრეწველო 20 სატრანსპორტო, 40 კომუნალური და 40 საფინანსო კომპანია. ინდექსში შედიან აქციები, რომელთა 80% კოტირდება NYSE-ში, აგრეთვე აქციები ამერიკის საფონდო ბირჟაზე (AMEX) და არასაბირჟო ბრუნვაში. ეს ინდიკატორი არის ყველაზე უფრო აღიარებული აშშ-ს ეკონომიკის შეფასებისათვის მთლიანად და ითვლება ყველაზე უფრო პრესტიჟულად რეალური სექტორის ტრეიდერებსა და მენეჯერებს შორის. ინდექსი გაითვლება ფორმულით:

$$J_{spn} = \frac{\sum P_{ni} Q_{ni}}{\sum P_{n-1i} Q_{n-1i}} \times J_{spn-1} \qquad (27.14)$$

სადაც, J_{spn} — ინდექსი თარიღისათვის; PP_{ni} — აქციის მიმდინარე ფასი n თარიღისათვის; Pni — აქციის ფასი წინა პერიოდში. Q_{ni} — აქციების რაოდენობა, მიმოქცევაში წინა პერიოდში; J_{spn-1} — წინა პერიოდის ინდექსი.

გათვლის პრინციპი ემყარება შემადგენელთა ჯამურ კაპიტალიზაციის თანაფარდობას წინა პერიოდის ანალოგიურ სიდიდესთან.

ეს ინდექსი გაცილებით რთულია წინა ინდექსებთან შედარებით. მაგრამ იგი ითვლება უფრო ზუსტად იმის გამო, რომ მასში წარმოდგენილია აქციები კომპანიების დიდი რიცხვიდან (86 დარგის) და ყოველი კომპანიის აქციები შეწონილია მისი ღირებულების სიდიდესთან.

Standard & Poor's 100 — „კაპიტალიზაციის მიხედვით შეწონილი" ინდექსი მოიცავს აშშ-ს 100 უმსხვილეს კომპანიას, რომელთა მიხედვით არსებობენ ოფციონები ჩიკაგოს სასაქონლო ბირჟაზე (Chicago Mercantile Exchange).

Standard & Poor's დარგობრივი ინდექსები ეს არის 90-მდე ინდექსი, რომლებიც პრაქტიკულად აშშ-ს ეკონომიკის ყველა დარგს მოიცავს.

არსებობს სხვა მრავალი ინდექსებიც, რომლებიც გათვლილია S&P. Standard & Poor's გეოგრაფიული ინდექსები მოიცავენ მსოფლიოს რეგიონების უმეტესობას, სადაც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. არსებობენ ასევე ინდექსები, რომლებიც კომპანიებს აჯგუფებენ კაპიტალიზაციის სიდიდის მიხედვით. ასეთი ინდექსების რიცხვს მიეკუთვნება: S&P Europe 350; S&P Latin America 40; S&P Asia Pacific 100; S&P Mid Cap 400; S&P Small Cap 600; SCPREIT Composite

S&P. BARRA Growth & Value; S&P /Topix 150; S&P/ TSE 60: S&P/TSE Canadian Midcap: S&P TSE Canadian Small Cap. ფიუჩერსები და ოფციონები ინდექსებზე იყიდება ჩიკაგოს ბირჟაზე. ვინაიდან პრაქტიკულად ყველა ინდექსს აქვს საერთო მეთოდოლოგია, ადვილია მათი ურთიერთშედარება.

3. ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსები NYSE index.

ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსი გაითვლება ყველა აქციის მიხედვით, რომლებიც კოტირდებიან ბირჟაზე (დაახლოებით 2200 კომპანია). ეს ინდექსი Seiwoneba კაპიტალიზაციის მიხედვით, ე.. ფასების ცვლილება აქციის მოცემულ სახეობაზე გავლენას ახდენს ინდექსის სიდიდეზე პროპორციულად აქციების მთელი გამოშვების საბაზრო ღირებულების პროპორციულად. გამოითვლება დოლარებში. პაზად აღებულია ინდექსის მნიშვნელობა, რომელიც 50.00-ის ტოლია ბირჟის დაკეტვის მომენტში 1965 წლის 31 დეკემბერს. ოპერაციები ოფციონების მიხედვით ამ ინდექსის მიხედვით ხორციელდება თვით ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე – ოპერაციები ფიუჩერსულ კონტრაქტებზე ხორციელდება ნიუ-იორკის ფიუჩერსების ბირჟაზე, რომელიც არის ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის შემადგენელი ნაწილი.

4. არასაბირჟო ბრუნვის ინდექსი NASDAQ index. HACDAQ (National Association of Securities Dealers Automatec Quatation – NASDAQ)

ფასიანი ქაღალდების მიხედვით დილერების ეროვნულ ასოციაციის ინდექსი. პირველად 1971 წლის იებერვალში გამოითვალეს და ტოლი იყო 100 პუნქტის, გაანგარიშებაში ჩართული იქნა 3500 კომპანიის აქციები, რომლებიც მიმოიქცეოდნენ არასაბირჟო ბაზარზე. გაითვლება SP–500-ის ანალოგიურად.

NASDAQ ინდექსების ჯგუფი წარმოდგენილია იმ ინდექსების გვერდით, რომლებიც ემსახურებიან როგორც არასაბირჟო ბრუნვას მილიანად, ასევე ცალკეულ დარგებს. მათ მიეკუთვნება:

NASDAQ Compositte (ხშირად უწოდებენ უბრალოდ NASDAQ) არის კრებსითი ინდექსი, რომელიც ითვალისწინებს 4381 ამერიკული და უცხოური კორპორაციის ქცევას), რომლებიც შეწონილნი არიან კაპიტალიზაციის მაჩვენებლის მიხედვით. რომელთაც ლისტინგი გაიარეს სისტემაში (საერთო კაპიტალიზაციით დაახლოებით 6000 მლრდ $).

ამ კომპანიების უმეტესობა წარმოადგენენ ახალ ეკონომიკას, რომლებიც აწვდებიდნენ კომპიუტერებს, პროგრამულ უზრუნველყოფას, ტელესაკომუნიკაციო და ბიოტექნოლოგიური კომპანიები. კიდევ ერთ თავისებურებად შეიძლება ჩაითვალოს უცხოური კომპანიების მნიშვნელოვანი რიცხვის არსებობა, უფრო მეტად, ვიდრე NYSE და AMEX -ზე ერთად აღებული.

NASDAQ NATIONAl MARKET COMPOSITE - NASDAQ-ის მთავარი ინდექსის ანალოგიურია. NATIONAL MARKET ლისტინგის მიხედვით, რომელიც საბირჟო სისტემის ნაწილია.

NASDAQ–100, რომელშიც შედის „ახალი ეკონომიკის" 100 კომპანია, რომლებიც დაჯგუფებულნი არიან დარგების მიხედვით. ამ ინდექსის თავისებურებაა არა მარტო კაპიტალიზაციაზე შეწონილობა", არამედ დამატებითი ყოველკვარტალური დამაზუსტებელი წონითი კოეფიციენტის შემოღება ყოველ აქციაზე (დაწყებული 1998 წლიდან), რომელსაც შეაქვს ინდექსის ქცევაში დამატებითი განუსაზღვრელობა, თუმცა მეთოდიკის ავტორების აზრით, სასარგებლოა.

დიდია დარგობრივი ინდექსების რიცხვი, რომელთა შორის გამოირჩევიან, – Nasdaq Financial-100: Nasdaq Industrial; Nasdaq Transporation: Nasdaq Bank; Nasdaq Telecommunications; Nasdaq Insurance; Nasdaq Computer; Nasdaq Other Finance; Nasdaq Biotechnology ეს ინდექსები ასახავენ შესაბამის დარგებში მდგომარეობას ამერიკის ეკონომიკაში და off-shore მოსარგებლეებისათვის ინტერესს არ წარმოადგენენ. ინდექსების მეთოდოლოგიაში მათ არანაირი სიახლე არ შეაქვთ.

ფიუჩერსები და ოფციონები NASDAQ ინდექსებზე იყიდება ჩიკაგოში Chicago Mercantile Exchange ბირჟაზე.

5. ამერიკის საფონდო ბირჟის ინდექსები AMEX Indexes

ამერიკის საფონდო ბირჟა აქვეყნებს ორ ძირითად ინდექსს: AMEX Major Market Index და AMEX Market Value Index ისინი გაითვლება სხვადასხვანაირად.

ძირითადი საბაზრო მაჩვენებელი AMEX Major Market Index არის — უბრალო საშუალო მაჩვენებელი 20 წამყვანი საწარმოების ფასების ცვლილებისა. მასში შედის იმ კომპანიის აქციები, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე. აქედან 15 დოუ ჯონსის საწარმოების ინდექსის კომპონენტია. ოპერაციები ფიუჩერსებთან ამ ინდექსის მიხედვით ხორციელდება ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟაზე.

საბაზრო ღირებულების ინდექსი AMEX Market Value Index არის მაჩვენებელი. რომელშიც შეწონილია საბაზრო ღირებულებით იმ კომპანიების ყველა გამოშვებული აქცია, რომლებიც ჩართულია მასში კომპონენტების სახით. მასში შედის 800 კორპორაციის აქციები, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ამერიკის საფონდო ბირჟაზე; ამერიკული დეპოზიტარული მოწმობები და ხელმოწერითი სერტიფიკატები. ტექნიკური თვალსაზრისით იგი არის უნიკალური იმიტომ, რომ მისი გათვლისას იგულისხმება, რომ ნაღდად გადახდილი დივიდენდები, რომლებიც გაიცემა მასში შემავალი აქციების მიხედვით, რეინვესტირდებიან და ამის საფუძველზე ისინი ასახებიან ინდექსში. პირველად ეს ინდექსი გამოქვეყნებული იქნა 1973 წლის სექტემბერში. ოფციონები მას მიხედვით კოტირდებიან ამერიკის საფონდო ბირჟაზე.

6. ინდექსი Wilshire 5000.

Wilshire (უილში 5000) უმსხვილესი საბაზრო ინდექსია, რომლის ლისტინგში ჩართულია 5000 კომპანია. რომელთაც ლისტინგი გაიარეს ბირჟებზე: NYSE; AMEX; NASDAQ. იგი გამოჩნდა 1974 წელს.

7. ინდექსი Value Line Indexes

ინდექსების ეს ჯგუფი ეკუთვნის კომპანია Value Line და თავის თავში მოიცავს ორ ინდექსს: Value Line Composite (Arithmetic) Index და Value Line Composite (Geometric) Index. ინდექსების ლისტინგში ჩართულია 1700-ზე მეტი კომპანიის აქციები.

Value Line Composite (Geometric) Index გაითვლება როგორც საშუალო გეომეტრიული 1695 აქციის კურსების ზრდიდან, რომლებიც მიმოიქცევიან ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟებზე და არასაბირჟო ბაზარზე.

Value Line Composite Index — ეს არის ფასების მიხედვით შეწონილ ინდექსი. ითვლება, რომ ეს ინდექსი უკეთეს წარმოდგენას ქმნის ინვესტიციების ეფექტიანობაზე, ვინაიდან ინდივიდუალურ ანესტორთა უმეტესობა არ აგებს თავიანთ პორტფელებს საბაზრო კაპიტალიზაციის შეწონვით.

ინდექსების ეს ჯგუფი პრაქტიკულ დაინტერესებას იწვევს მათი გათვლის მეთოდიკის თავისებურებით. მეთოდოლოგიის ეს თავისებურება მდგომარეობს საწყისი სახსრების თანაბარ რაოდენობაში. ასე მაგ.: 1000 დოლარად შეიძლება შეძენილი იქნას 100 დოლარიანი 10 აქცია ანდა ერთი დოლარიანი 1000 აქცია. ცხადია, ასეთი მეთოდიკის შემთხვევაში ინდექსის გათვლა ექვემდებარება დიდ რყევებს და თავისებურად ასახავს მიმდინარე ეკონომიკურ პროცესებს. ეს მეთოდიკა არ ასახავს სიტუაციას მთელ ბაზარზე, ოღონდ ძალზე სახარგებლოა დინამიკური სპეკულანტებისათვის ბაზარზე.

8. რასელის ინდექსები — Russell indexes

ინდექსების ეს ოჯახი გაითვლება კომპანია „ფრენკ რასელის" მიერ და წარმოდგენილია შემდეგი ინდექსებით: Russell 3000 Index; Russell 1000 Index და Russell 2000 Index.

Russell 3000 Index ასახავს აქციების დინამიკას 3000 მსხვილი ამერიკული კომპანიების აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით, რომელზედაც მოდის მთელი ამერიკული აქციების ბაზრის ღირებულების 98%.

Russell 1000 Index ასახავს 1000 უმსხვილესი ამერიკული კომპანიის აქციების დინამიკას, რომელიც აღებულია Russell 3000 Index–ის შერჩევიდან, რომელზეც მოდის კომპანიების ერთიანი კაპიტალიზაციის 92% და რომლებიც წარმოდგენილია Russell 3000 Index–ში.

Russell 2000 Index ასახავს 2000 შედარებით წვრილი კომპანიების აქციებს, რომლებიც წარმოდგენილია Russell 3000 Index–ში და რომელზედაც მოდის კომპანიების მთლიანი კაპიტალიზაციის 8% Russell 3000 Index-იდან.

27.6.2. დიდი ბრიტანეთის ინდექსები

1) ინდექსები ET-SE Indexes (Finanancial Times Stock Exchange Index).

ინდექსები FT-SE indexes გამიზნულია ფასების მოძრაობის საჩვენებლად ლონდონის საფონდო ბირჟებზე, დიდი ბრიტანეთის უძველესი ინდექსი, რომელიც შექმნილია სააგენტო Financial Times-ის მიერ 1935 წელს. ცნობილია სახელწოდებით: Finanancial Times Industrial Ordinary Share Index ანდა შემოკლებით FT-30 (FT-SE-30). იგი მოიცავს 30 მსხვილი სამრეწველო და სავაჭრო კომპანიის აქციებს და გაითვლება როგორც გეომეტრიული საშუალო, რომელიც მიიღება 30 აქციის კურსის გადამრავლებით, რომლებიც შედის ლისტინგში და მიღებული შედეგებიდან ამოიღება 30-ე ხარისხის ფესვი. ინდექსების გაანგარიშებას აწარმოებს კომპანია FTSE international

დღეისათვის ყველაზე გავრცელებულია FT-SE-100 (Footsie-100) ინდექსი. იგი გაითვლება 100 წამყვანი ბრიტანული კომპანიის აქციების მიხედვით, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ლისტინგში აქციების შერჩევა ხდება სპეციალისტების მიერ, რომლის შემადგენლობაშიც შედიან გაზეთ „Financial Times"-ის წარმომადგენლები. დღეისათვის ამ კომპანიების კაპიტალიზაცია, რომლებიც შედიან ამ ინდექსის ლისტინგში, ასახავს დიდი ბრიტანეთის საფონდო ბაზრის საერთო კაპიტალიზაციის 70%-ს. გათვლა ხორციელდება კომპანიების აქციების კურსების შეწონვით საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით 1984 წლის 3 იანვრის მდგომარეობით, როცა ინდექსის მნიშვნელობამ შეადგინა 1000. ინდექსის გათვლა ხდება ყოველ წუთს.

2) FT-SE Mid 250 ინდექსი, რომლის ლისტინგში შედის დიდი ბრიტანეთის 250 კომპანია, მომდევნო ამ უმსხვილესი 100 კომპანიის შემდეგ, რომლებიც შედიან და წარმოდგენილნი არიან ინდექსში FT-SE-100. იგი ანგარიშება 1985 წლის დეკემბრიდან, როცა მისი მნიშვნელობა 100-ის ტოლი იყო. მოცემული ინდექსი ახასიათებს საშუალო სიდიდის კომპანიების აქციების ბაზარს. რომელზედაც მოდის დიდი ბრიტანეთის საერთო ბაზრის 20%.

3) FT-SE. All Share - წარმოადგენს არჩეულ აქციებს 650 ინგლისური კომპანიისა. რომლებიც წარმოდგენილია საქმიანობის ყველა სფეროდან. გაითვლება სხვა ინდექსების ანალოგიურად. აქციების კურსების ინდექსები FT-SE Eurotrack-100 და FT-SE Eurotrack-200 არის შეწონილი ინდექსები ევროპული კომპანიების, რომლებიც უზრუნველყოფენ. მყისიერი ინფორმაციით კონტინენტური ევროპის და ირლანდიის აქციების ბაზრის მოძრაობის ფუნქციონირებისა და მოძრაობის მიმართულებების შესახებ, შემოღებულია 1990 წლიდან.

4. FT-A World Index — მსოფლიო ინდექსი, რომელიც ითვალისწინებს 2200 აქციას 24 ქვეყნის კომპანიებიდან.

27.6.3. სხვა განვითარებული ქვეყნების ინდექსები

გერმანიის ინდექსები

1. DAX Indexes — გერმანიის საფონდო ბაზრის საქმიანი აქტიურობის ინდექსები მოიცავენ იმ კომპანიების აქციებს, რომლებიც ლისტინგს გადიან ფრანკფურტის საფონდო ბირჟაზე.

2. DAX-30 — გერმანიის ძირითადი საფონდო ინდექსი, რომელიც გაითვლილია 30 ვაჭრობაში შედარებით მეტად ჩართული აქციების მიხედვით, (სავაჭრო სტატისტიკის საყუძველზე ბოლო სამი წლის განმავლობაში). შედარებითი სავაჭრო ქაღალდები – ეს ისეთი ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც აგროვებენ შედარებით მეტ განაცხადს ყიდვა-გაყიდვაზე არასაბირჟო ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეებს შორის. ინდექსი შეწონილია საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით, იანგარიშება 1972 წლიდან.

3. Xetra DAX — ინდექსი, რომელიც პრაქტიკულად ემთხვევა DAX-30 ინდექსს. ოღონდ გაითვლება ელექტრონული სესიის მონაცემების საფუძველზე, რომელიც ჩვეულებრივ სესიაზე გრძელია, ამიტომ დახურვის ფასები შეიძლება არსებითად განსხვავდებოდეს.

4. DAX — 100. – ეს ინდექსი DAX-30-ის ანალოგიურია იმ განსხვავებით, რომ მის ლისტინგში მონაწილეობს აქციების დიდი რიცხვი (100 30-ის ნაცვლად).

5. CDAX — კომპოზიციური ინდექსი, რომელიც ასახავს 320 აქციის მოძრაობის დინამიკას.

საფრანგეთის ინდექსები

ფრანგული ინდექსების ძირითადი ჯგუფი მოიცავს შემდეგ ინდექსებს: Cac-40, SBF-80, SBF-120, SBF-250; MidCAC ესაა კლასიკური ინდექსები, რომლებიც ლისტინგში შესაბამისად მოიცავენ 40; 80; 120; 250; და 100 ფრანგული კომპანიის აქციებს.

1) CAC–40 გაითვლება პარიზის ბირჟის და ფრანგული ბირჟების საზოგადოების მიერ ერთობლივად რიგორც 40 აქციის ღირებულების საშუალო შეწონილი. გაითვლება 1987 წლის 31 დეკემბრიდან. ამ დროს მისი მნიშვნელობა შეადგენდა 1000 პუნქტს. ფიუჩერსული კონტრაქტი მოცემულ ინდექსზე არის ყველაზე პოპულარული და ამ კონტრაქტით ვაჭრობენ მთელ მსოფლიოში.

2) SBF–80 გაითვლება 80 კომპანიის აქციების საფუძველზე, პირველი 40 კომპანიის მომდევნო კომპანიების მიხედვით. შერჩევის კრიტერიუმია აქციების საერთო ღირებულება.

3) SBF – 120. აქ შედის ყველა კომპანია, რომელიც შედიოდა წინა ინდექსებში (CAC-40; SBF-80).

ინდექსები CAC-40; SBF-80; SBF-120 გაითვლება რეალური დროის რეჟიმში. ე.ი. ყოველ 30 წამში მთელი საბირჟო სესიის განმავლობაში. ინდექსები SBF –250 და MidCAC გაითვლება დღეში ორჯერ – ბირჟის გახსნის და დახურვის მომენტში.

იაპონიის ინდექსები

იაპონიის ინდექსი Nikkei – 225 (Nikkei Dow Jones Average) ლისტინგში მოიცავს 225 კომპანიას. რომლებიც ვაჭრობენ ტოკიოს საფონდო ბირჟაზე. მოცემული ინდექსი ქვეყნდება 1950 წლიდან. ამ ინდექსის გათვლის მეთოდიკა ემთხვევა ინდექსის Dow Jones Industrial Average-ს მეთოდიკას. ეს არის საშუალო არითმეტიკული ინდექსი.

Torix Index — იაპონური ინდექსია, რომელიც ქვეყნდება 1968 წლიდან, მისი ლისტინგის ბაზად აღებულია აქციები, რომლითაც ვაჭრობენ ტოკიოს საფონდო ბირჟის პირველ სექციაზე. ინდექსი გაითვლება მეთოდიკით შეწონილი გამოშვებული აქციების რაოდენობის მიხედვით.

ინდექსი JPM ეს არის ფასების მიხედვით შეწონილი ინდექსის მოდიფიკაცია, რომელიც ასახავს 210 ჩვეულებრივი აქციის დინამიკას, რომლითაც აქტიურად ვაჭრობენ ტოკიოს საფონდო ბირჟაზე და წარმოადგენს იაპონიის ეკონომიკის თითქმის ყველა დარგს.

ჰონკონგის ინდექსები

Hang Seng Index აზიის წამყვანი ინდექსი გაითვლება კომპანია HSI Services Limited–ის მიერ და ქვეყნდება ჰონკონგის საფონდო ბირჟის მიერ. ინდექსში ჩართულია 33 კომპანიის აქციები, რომლებიც წარმოადგენენ წარმოებას, კომერციას, ფინანსებს, კომუნალურ მომსახურებას და მიწათმფლობელობას. აქციები. რომლებიც ჩართულია ინდექსის ლისტინგში, შეადგენენ ჰონკონგის საფონდო ბირჟის მოვაჭრე გამოშვებათა კაპიტალიზაციის დაახლოებით 70%-ს.

კანადის ინდექსები. TSE-300— ტორონტოს ბირჟის შედარებით ცნობილი ინდექსი, რომელიც შეწონილია კაპიტალიზაციის სიდიდის მიხედვით და მოიცავს ეკონომიკის 14 სექტორს.

Monreal Industrial — მონრეალის საფონდო ბირჟის ინდექსი.

მექსიკის ინდექსები

მექსიკის საფონდო ბირჟაზე გაითვლება ინდექსი IPC ეს არის კაპიტალიზაციის მიხედვით შეწონილი ინდექსი, რომელიც მოიცავს მექსიკის 35 უმსხვილეს კომპანიას. შერჩეული კომპანიების შემადგენლობა გათვლისათვის კორექტირდება ყოველ 2 თვეში ერთხელ.

ბრაზილიის ინდექსები

ყველაზე ცნობილი ინდექსი ბრაზილიაში არის Bovespa – რომლის გათვლაში ჩართულია შედარებით ლიკვიდური აქციები, რომლებიც კოტირდებიან სანაულოს ბირჟაზე.

ინდექსების დიდი რიცხვი, რომლებიც დღეს არსებობენ დასავლეთის ბაზრებზე. აიხსნება არა მათი გაანგარიშების მეთოდიკათა სხვადასხვაობით, არამედ მათი გათვლისათვის აქციების შერჩევის ფართო შესაძლებლობით. (საერთო საბაზრო და დარგობრივი ინდექსები, მცირე, საშუალო და დიდი კაპიტალიზაციის მქონე კომპანიათა ინდექსები, ინდექსები აქციების ღირებულებით და აქციების ზრდის და ა.შ.) იხ. ცხრილი 3.6.1.

რუსეთის აქციების ბაზრისათვის ეს შესაძლებლობები შეზღუდულია ოღონდ სამამულო ინდექსების რიცხვი უკვე ათეულობით. პირველი საფონდო ინდექსები, რომლებიც გამოჩნდა რუსეთის საფონდო ბაზარზე, იყო საინვესტიციო ბანკის ინდექსები CS First Boston ROS-30 და „სკეიტ პრესის" სააგენტოს ინდექსები. მოგვიანებით გამოჩნდა AK&M-ის ინდექსები. ბაზრის განვითარებასთან ერთად აღმოცენდა ახალი ინდექსები, რომლებიც ერთიმეორისაგან განსხვავდებიან გათვლის მეთოდოლოგიით, დანიშნულებით, ხელმისაწვდომობით, განეიხილოთ შედარებით ხშირად გამოყენებული ინდექსები:

ძირითადი რუსული საფონდო ინდექსები

რუსული საფონდო ინდექსები პირობითად შეიძლება დაიყოს **სავაჭრო ფართობების ინდექსებად და საინფორმაციო სააგენტოების ინდექსებად.**

სავაჭრო ფართობების ინდექსები. ფასიანი ქაღალდების ფედერალური კომისიის მოთხოვნების შესაბამისად სიტუაციის განსაზღვრისათვის, როცა აუცილებელია ვაჭრობების შეჩერება, ყოველი რუსული ბირჟა, ვალდებულია გაითვალოს კრებსითი ინდექსი აქციების მახედვით, რომლებიც ჩარსულნი არიან კოტირებად ფურცლებში.

მოსკოვის საფონდო ბირჟა ითვლის კრებსით ინდექსს МФБ (MSE Composite Index)

საფონდო ბირჟა „სანტ-პეტერბურგი" - ინდექსს SPSI (Saint-Petersburg Stock Index)

საფონდო ბირჟა PTC აქვეყნებს კრებსით ინდექსს PTC და ტექნიკურ ინდექსს PTC, რომელიც ასახავს იმ აქციების მთლიანი საბაზრო კაპიტალიზაციის შედარებით ცვლილებას. რომლებიც მის შემადგენლობაში შედის. ამ ინდექსებს აქვთ ერთნაირი გათვლის ბაზა (59 აქცია. რომელიც შედის ბირჟის კოტირების ფურცლებში ანდა შერჩეულია საექსპერტო შეფასების საფუძველზე). მაგრამ განსხვავდებიან ერთიმეორისაგან გათვლის პერიოდულობით (ინდექსი PTC – 30 წუთში ერთხელ, ტექნიკური ინდექსი, ყოველწუთს) და აქციების ფასის განსაზღვრის მეთოდით. მოსკოვის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟა საკალდებულო კრებსითი ინდექსის გარდა ითვლის ინდექსს ММВБ (კაპიტალიზაციის მიხედვით შეწონილი ინდექსი ყველაზე ლიკვიდური აქციების მიხედვით, რომლებიც დაშვებულია ბირჟაზე ბრუნვაში) და ინდექსს ММВБ 10 (ფასისშიური, შეუწონელი ინდექსი, რომელიც გაითვლება როგორც საშუალო არითმეტიკული 10 ყველაზე ლიკვიდური აქციის ფასების ცვლილების მიხედვით, რომელიც დაშვებულია ბრუნვაში ბირჟის საფონდო ბაზრის სექციაში).

2002 წლის სექტემბრიდან ММВБ და სააგენტო Reuters ითვლის ერთობლივ ინდექსს RMX (Reuters Micev index), რომელიც ითვალისწინებს გარიგებებს აქციების მიხედვით, რომლებიც ჩართულნი არიან ММВБ, PTC და МФБ. კოტირების ფურცლებში ინდექსის გათვლა ხდება რეალური დროის რეჟიმში, მისი ცვლილებები აისახება Reuters ტერმინალებში. ინდექსი მოიცავს რუსული ბირჟების აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის კოტირებული ფურცლების 80%-ზე მეტს. რაც შესაძლებელს ხდის იგი განხილული იქნას როგორც საერთო საბაზრო ინდექსი (Broadmarket index). იმისათვის რომ RMX–მა შეიძინოს პრაქტიკული ფასიულობა როგორც ანალიზის ინსტრუმენტმა, გათვლილი იქნა მისი ისტორიული მნიშვნელობები 1997 წლის 31 დეკემბრიდან.

ყველა რუსული ინდექსის მთავარი ნაკლია მათი მოკლე ისტორია. როცა არსებობს შეზღუდული ცოდნა ბაზრის ქცევის შესახებ წარსულში, ეს აძცირებს ინდექსის, როგორც პროგნოზირების

ინსტრუმენტის ღირებულებას.

ინდექსები ეს არის დინამიური ეკონომიკური კატეგორია, რომელიც ვითარდება და სრულყოფილი ხდება მსოფლიო ეკონომიკის ცვლილებების შესაბამისად. საფონდო ბაზრის გლობალიზაციამ და ინტერნალიზაციამ გამოიწვია ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ინტერნალიზაცია, რომელშიც ეროვნული საფონდო ინსტრუმენტების გეერდით ერთვებიან ცალკეული ქვეყნების და კონტინენტების ინსტრუმენტები. ასეთი პორტფელების მართვისათვის (დოკუმენტაციის პაკეტები) თავისი ბაზრის კონიუნქტურის კარგი ცოდნის პირობებშიც კი საკმარისი არ არის, ამიტომ საჭირო გახდა ინვესტიციების მსოფლიო განმაზოგადოებელი მაჩვენებლები საერთაშორისო ინვესტიციების (ინვესტირების) ტენდენციების გაძლიერების შედეგად ზოგიერთმა საფინანსო ინსტიტუტმა შეიმუშავა საერთაშორისო ინდექსები.

გასული საუკუნის 80-იანი წლების ბოლოს წარმოიშვა საერთაშორისო სერია, რომელიც შედგებოდა 11 რეგიონალური ინდექსისაგან. მას გათვლაზე მუშაობდა სამი სტრუქტურა — გაზეთი „Financial Times," ამერიკის საინვესტიციო ბანკი, „Goldmen Zagz"-ი და ფირმა „Kaunti Natvests Sekuritizi" მსოფლიო ინდექსი ეყრდნობა 2.5 ათას აქციას მსოფლიოს 24 ქვეყნიდან. ინფორმაცია გროვდებოდა 7 ეკონომიკური სექტორიდან, გათვალში გამოყენებულ იქნა 36 შემადგენელი დარგობრივი ინდექსი, რომელიც მიღებულია 100-ზე მეტი ქვედარგობრივი კატეგორიისაგან. ასეთი მოცულობითი მაჩვენებლისათვის ძალზე მნიშვნელოვანია შემადგენელთა ხარისხობრივი შერჩევა.

გაანგარიშებისა და დამუშავებების სირთულის მიუხედავად **„აქტუარების"** მსოფლიო ინდექსი ერთადერთი არაა. არსებობს კიდევ რიგი ინდექსები. საერთაშორისო ინდექსი **მორგან სტენლი და პირველი ბოსტონ იურომან ინდექსი. შვეიცარული ბანკების კავშირის** ინდექსი და ა.შ.

ასე მაგ.: კომპანია **„მორგან სტენლი"** აქვეყნებს შემდეგ ინდექსებს: მსოფლიო ინდექსი, რომელიც მოიცავს 22 ქვეყნის 1500 აქციას. ევროპული — 600 აქციას, EAFE (ევროპაში, აუსტრალიას და შორეული აღმოსავლეთის მიხედვით) — 1000 აქცია. ეს ინდექსები ითვალისწინებენ ყოველი ბაზრის კაპიტალიზაციის თითქმის 60%-ს. ბრიტანული გაზეთი „Financial Times" აქვეყნებს FTSE International და Standard Poor's–სთან ერთად საფონდო ინდექსებს ძირითადი ეროვნული, რეგიონალური და მსოფლიო ბაზრებისათვის. FT/S&P Actuaries World Indexes დაფუძნებულია მონაცემებზე 2500 აქციის მიხედვით. საბროკერო ფირმები Solomon Brother და Frank Russell აქვეყნებენ ინდექსებს Solomon/ Rusell Global Equity Index..

ცხადია, მოტანილი ინდექსები მხოლოდ ნაწილია საფონდო ინდიკატორების უზარმაზარი რიცხვიდან, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების მსოფლიო ბაზარზე არსებობს. მათ გეერდით არის სპეციალიზებული მაჩვენებლები, რომელთა მეშვეობით თანამედროვე საფონდო შუამავლები მსოფლიო საინვესტიციო პროცესებს მართავენ.

27.6.4. საბირჟო ინდექსები საქართველოში

საქართველოს საფონდო ბირჟის დინამიკის ასახვა ხდება ისეთი საბირჟო ინდექსით, როგორიცაა „Galt and Tagart". ეს ინდექსი შეიქმნა 2001 წელს იმავე სახელწოდების საბროკერო კომპანიის მიერ და მასში შედის სსბ-ზე დარეგისტრირებული C%TBLUE CHIP ტიპის რვა კომპანიის „საქართველოს ბანკის", „გალტ ენდ თაგგარტ კაპიტალის", უნივერმაღი „თბილისის", „თელიანი ველის", „ყაზბეგის", „ვითიბი ბანკი ჯორჯიას", „გაერთიანებული ტელეკომისა" და სს „თელასის" აქციები.

Galt and Taggart-ის ინდექსი გამოითვლება კეირაში ორჯერ, საქართველოს საფონდო ბირჟის დახურვის ფასების მიხედვით.

2006 წელი მრავალი მიზეზის გამო წარმატებული იყო საქართველოს კაპიტალის ბაზრისთვის. ქვეყნის ეკონომიკის სწრაფი ზრდის ფონზე **„გალტ ენდ თაგგარტის“: ინდექსი** (GTI) 147%-ით გაიზარდა (ლარში) და წლის ბოლოს 790.1 %-ს მიაღწია, მაგრამ გლობალური ეკონომიკური კრიზისის შედეგად გალტ ენდ თაგგარტის ინდექსმა ჯერ კიდევ 2008 წლის თებერვლიდან დაიწყო ვარდნა, აგვისტოს მოვლენებმა კი უფრო დაამძიმა მდგომარეობა ქვეყანაში. 2009 წლის თებერვლის მონაცემებით კი, ლარში 9,35%-ით დაიკლო 182,2-მდე, დოლარში 215,3% დაფიქსირდა. მისი შემადგენელი 10 კომპანიიდან მხოლოდ ორი კომპანიის საქართველოს ბანკისა და ლიბერთი ქონსიურმერის აქციებზე მიმდინარეობს ვაჭრობა ამ ბოლო პერიოდში.

„Galt end Taggart“-ის ინდექსის შემადგენელი კომპანიები

2009 წლის თებერვლის ინფორმაციით „Galt end Taggart“-ის ინდექსის შემადგენელი კომპანიებია:

„საქართველოს ბანკი“

„ლიბერთი ქონსიუმერი“

„თელიანი ველი“ - 31 ოქტომბერი 08.

„კუკაზუს ენერჯი ენდ ინფრა“ - 31.12.08.

გაერთიანებული სატელეკომუნიკაციო კომპანია - 08.12.08.

ვი-თი-ბი ბანკი ჯორჯია - 23.05.08.

თელასი - 27.08.08.

უნივერმაღი „თბილისი“ - 18.06.07

ყაზბეგი - 5.09.08

სახალხო ბანკი - 26.01.09

/მითითებულია ბოლო ვაჭრობის თარიღები/. კვირის მიმოხილვა

2009 წლის 23 თებერვლის მონაცემებით **გალტ & თაგგარტის ინდექსმა** (GTI) ლარში 17.76%-ით დაიკლო 139.4-მდე, აქციებით ვაჭრობის მოცულობამ 11,899 ლარი შეადგინა. გარიგებები დაიდო ერთ ბლუ ჩიპის აქციაზე: საქართველოს ბანკი (GEB, ყიდვა, ფასმა დაიკლო 25.51%-ით). საფონდო ბაზარზე ბლუ ჩიპის აქციაზე მთლიანი სავაჭრო მოცულობის 100% მოდიოდა.

საქართველოს ბანკის გლობალური სადეპოზიტო ხელწერილების (BGEO) ფასი ლონდონის საფონდო ბირჟაზე 23.3%-ით შემცირდა და 2.53 აშშ დოლარი შეადგინა. ლონდონის საფონდო ბირჟაზე ჯამში 1,054,944 გლობალური სადეპოზიტო ხელწერილით ივაჭრეს.

ოცდამერვე თავი. CAPM მოდელის ძირითადი დებულებები

28.1. ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორია

წინა თავებში თანმიმდევრულადაა განხილული აქციების ოპტიმალური პორტფელის ფორმირების პროცესი. ფასიანი ქაღალდების ანალიზის ეტაპზე ინვესტორი, იყენებს რა ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის ისტორიულ მონაცემებს რამდენიმე წინა პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში. გათვლის მოსალოდნელ (საშუალო არითმეტიკულ) შემოსავლიანობის სიდიდეს $E(r_i)$ ყოველი ფასიანი ქაღალდისათვის. ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების რისკის საზომის რილში გამოდის დისპერსია (სტანდარტული გადახრა).

პორტფელის ანალიზის მეორე ეტაპზე ინვესტორი იყენებს **რა მარკოვიცის ან შარპის მოდელს,** აგებს ეფექტიანი პორტფელების ზღვარს, ხოლო შემდეგ ინდივიდუალური დამოკიდებულების საფუძველზე მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის არჩევს ოპტიმალურ პორტფელს. ამასთან არ განიხილავენ კავშირს აქციების შემოსავლიანობასა და მათ რისკს შორის, არამედ ეძყარებიან ამ მახასიათებლებზე დაკვირვების სტატისტიკურ ურთიერთდამოკიდებულებას. ამასთან პორტფელების მართვის მეთოდების სრულყოფის ფონზე საჭირო ხდება დადგინდეს, არის თუ არა დამოკიდებულება ფინანსური რესურსების შემოსავლიანობასა და რისკს შორის. და თუ კი ასეთი დამოკიდებულება არსებობს, მაშინ როგორ უნდა წარმოვიდგინოთ იგი. ამ საკითხებზე პასუხის გაცემის მცდელობა არის ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორიის შექმნა.

ფინანსური რესურსების ფასწარმოქმნის თეორია

მანამ, სანამ გაღაეცდდეთ ასეთი თეორიების განხილვაზე, შეგახსენებთ, რომ ფინანსურ ბაზრებზე ასევე მოქმედებს მოთხოვნისა და მიწოდების კანონები. ნებისმიერი ფინანსური საშუალების წონასწორობითი ფასი შეესაბამება ამ სახსრებზე მოთხოვნისა და მიწოდების მრუდების გადაკვეთის წერტილს (სადაც მოწოდებული ფინანსური სახსრების რაოდენობა შეესაბამება და უტოლდება ამ სახსრების რაოდენობას, რომელზედაც ცხადდება მოთხოვნა: QS=QD. შესაბამისად, ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნის გადიდება (შემცირება) მისი მიწოდების უცვლელობის პირობებში იწვევს წონასწორობითი ფასის ზრდას (დაცემას). ფინანსური საშუალებების r_{t+1}-ის შემოსავლიანობა პოლდინგური პერიოდის ბოლოს, ე.ი. (t+1) მომენტში გაითვლება ფორმულით:

$$r_{t+1} = \frac{P_{t+1} + D - P_t}{P_t},$$

სადაც, r_{t+1} – ფინანსური საშუალების შემოსავლიანობა პოლდინგური პერიოდის ბოლოს;

P_{t+1} – ფინანსური საშუალების ფასი პოლდინგური პერიოდის ბოლოს;

D – ფულის დამატებითი ოდენობა (დივიდენდის აქციებზე პროცენტი ობლიგაციებზე). რომელიც მიიღება პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში;

P_t – ფინანსური საშუალების ფასი პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში.

ფინანსური სახსრების წონასწორობითი ფასის ცვლილება შეიძლება მოხდეს ცვლილებების გავლენით ერთიან მოთხოვნაში ფასიან ქაღალდებზე.

ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნის თეორია სწორედ ცდილობს იპოეოს პასუხი კითხვაზე როგორ გავლენას მოახდენს ინვესტორთა ერთობლივი მოქმედება, რომლებიც ცდილობენ მიაღწიონ მაქსიმალურ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას რისკის მოცემული დონის პირობებში დამოკიდებულებაზე მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის. ამ თეორიას ქვია კაპიტალების რისკის თეორია (Capital Market Theories). იგი ცდილობს განსაზღვროს წონასწორობითი ფასისმიერი ურთიერთდამოკიდებულება, რომელიც უნდა არსებობდეს მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს

შორის როგორც ცალკეული ფასიანი ქაღალდის მიმართ, ასევე ნებისმიერი პორტფელისათვის. სხვა სიტყვებით, კაპიტალების ბაზრის თეორიის დახმარებით შეიძლება პასუხი გაეცეს კითხვაზე: „რამდენი ერთეულით შეიძლება გაიზარდოს ფინანსური რესურსის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მისი რისკის ერთი ერთეულით გაზრდის შემთხვევაში. კაპიტალების ბაზრის თეორიებს შორის შედარებით უფრო ცნობილია ფინანსური საშუალებების ფასწარმოქმნის მოდელი (Capital Asset Pricing Model - CAPM), რომლის თანმიმდევრული აღწერა მოცემულია ქვემოთ.

28.2. CAPM მოდელის ძირითადი დებულებები

CAPM-ის მოდელი შემოთავაზებული იქნა 1964-1966 წლებში ერთიმეორისაგან დამოუკიდებლად სამი ამერიკელი ეკონომისტის – **უ. შარპის, ჯ. ლინტნერის და ი. მოსინის** მიერ (William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin).

CAPM მოდელი

იგი უკავშირდება კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელს, ე.წ. CAPM-s (Capital Asset Pricing Model)[1] შარპის, ლინტნერისა და მოსინის ნაშრომები (შესაბამისად, 1964, 1965, 1966 წლები), არსებითად, ერთსა და იმავე საკითხს მიეძღვნა: **„დაუშვათ, რომ ყველა ინვესტორს ერთი და იგივე ინფორმაცია აქვს და ერთნაირად აფასებს ცალკეული აქციების შემოსავლიანობას და რისკს. დაუშვათ, ასევე, რომ ისინი რისკისადმი საკუთარი მიდრეკილებიდან გამომდინარე აყალიბებენ აქციათა თანთანგინთ ოპტიმალურ პორტფელს, მარკოვიცის თეორიის შესაბამისად. როგორ ჩამოყალიბდება ამ შემთხვევაში ფასები აქციების ბაზარზე?“** ამგვარად, CAPM-ი შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც მარკოვიცის თეორიის მაკროეკონომიკური განზოგადება. CAPM-ის ძირითადი შედეგი გახდა აქტივის შემოსავლიანობასა და რისკს შორის თანაფარდობის დადგენა ბაზრის წონასწორობისათვის. ამ დროს მნიშვნელობა ენიჭება იმას, რომ ოპტიმალური პორტფელის შერჩევის დროს ინვესტორმა უნდა გაითვალისწინოს არა „მთელი“ რისკი, რომელიც აქტივს უკავშირდება (რისკი მარკოვიცის მიხედვით), არამედ მისი მხოლოდ ის ნაწილი, რომელსაც სისტემატურ ანუ **არადივერსიფიცირებულ რისკს** უწოდებენ. აქტივის რისკის ეს ნაწილი მჭიდრო კავშირშია მთლიან ბაზრის საერთო რისკთან და რაოდენობრივად წარმოადგენს ერთფაქტორიან მოდელში შარპის მიერ შემოტანილ **„ბეტა“ კოეფიციენტს**. რისკის დანარჩენი ნაწილი (ე.წ. არასისტემატური ანუ დივერსიფიცირებული რისკი) მოხსნილია (ოპტიმალური) პორტფელის შერჩევით. შემოსავლიანობასა და რისკს შორის დამოკიდებულება წრფივი ხასიათისაა.

1977 წ. ეს თეორია მკაცრად გააკრიტიკა **რიჩარდ როლმა**. მან გამოთქვა აზრი, რომ საჭიროა CAPM-ის უარყოფა, რადგან იგი პრინციპში გამორიცხავს ემპირიულად შემოწმებას. ამის მიუხედავად, CAPM-ი რჩება ფინანსების ყველაზე მნიშვნელოვან და გავლენიან თანამედროვე თეორიად. დღესაც მას და მხოლოდ მას ეყრდნობა საფინანსო მენეჯმენტის დარგში არსებული პრაქტიკული სახელმძღვანელოები გრძელვადიანი ინვესტირების სტრატეგიის შერჩევის ნაწილში.

ინვესტიციების თეორიას და საფინანსო მენეჯმენტის თეორიას უკავშირდება კიდევ ერთი ციკლი კვლევებისა ე.წ. კორპორაციული ბაზრის თეორიის სფეროში. ეს თეორია ეძღვნება ფინანსური აქტივების საბაზრო ფასების „ადეკვატურობის“ პრობლემას. საკითხი ეხება იმას, თუ რამდენად ასახავს საბაზრო ფასები ფინანსური აქტივების „ჭეშმარიტ“ ღირებულებას; ის ინვესტორი, რომელიც აღმოაჩენს, რომ ბაზარი სისტემატურად ნაკლებად ან ზედმეტად აფასებს ამა თუ იმ აქტივს, საკმაოდ ხანგრძლივად და პრაქტიკულად რისკის გარეშე შეძლებდა შემოსავლის მოპოვებას. ეფექტიანობის ჰიპოთეზა ამტკიცებს, რომ ეს შეუძლებელია. ეს იმას ნიშნავს, რომ ბაზრის ფასები მთლიანობაში ასახავენ ინვესტორებისთვის

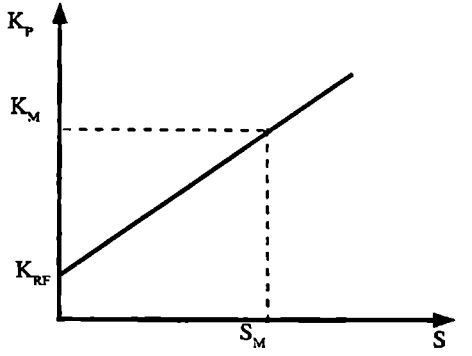
[1] ამის შესახებ დაწვრილებით იხ.: **Шарп У. Ф., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М., 1999. მე-10 თავი.**

ხელმისაწვდომ, თითქმის მთელ ინფორმაციას, ამ შემთხვევაში საბაზრო ფასების რყევები წშინდად შემთხვევითი შეიძლება იყოს. არცერთ ინვესტორს არ შეუძლია იწინასწარმეტყველოს ბაზრი მომავალი ფასები.

ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელი (CAPM)

ამ ურთიერთკავშირს განსაზღვრავს **ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელი** (CAPM), რომელიც შემუშავებულია ჯ. ლინტერის, ი. მოსინის და უ. შარპის მიერ. CAPM-ის მოდელი აგებულია შემდეგ დაშვებებზე: კაპიტალის იდეალური ბაზრების არსებობა, გადასახადების, სა-ოპერაციო ხარჯების არარსებობა და ა.შ. ამ მოდელის თანახმად მოთხოვნილი შემოსავლიანობა ნებისმიერი სახის რისკიანი აქტივებისათვის წარმოადგენს სამი ცვლადის ფუნქციას: ურისკო შემოსავლიანობა; საშუალო შემოსავლიანობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და მოცემული საფონდო აქტივის (ფინანსური აქტივის) შემოსავლიანობის რყევის ინდექსი მთლიანად ბაზარზე არსებულ შემოსავლიანობასთან მიმართებაში.

CAPM-ის თანახმად დამოკიდებულება რისკსა და შემოსავლიანობას შორის გრაფიკულად შეიძლება აისახოს კაპიტალის ზრდის ხაზის მეშვეობით (ნახ. 28.2.).



ნახ. 28.2. კაპიტალის ზრდის წრფე

ფასიან ქაღალდებში დაბანდებებისაგან მიღებული შემოსავალი პირდაპირპროპორციულია იმ რისკის, რომელზედაც თანახმაა ინვესტორი სასურველი შემოსავლის გამო. რისკის დონესა და მოგების ნორმას შორის კავშირი ტოლია ურისკო ინვესტიების მოგების ნორმას პლუს რისკისათვის პრემია მოცემული ინვესტიციის მიხედვით. კაპიტალის ბაზრის ხაზის განტოლება შეიძლება ჩაიწეროს ასეთი სახით:

$$Kp = Krf + \frac{Km - Krf}{\sigma} \times \sigma p \qquad (28.2)$$

სადაც: K_p — ეფექტიანი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; K_{RF}— ურისკო შემოსავლიანობა; K_m — საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; σ_m— საბაზრო პორტფელის რისკი; σ_p — პორტფელის საშუალოკვადრატული გადახრა. ტოლობა გვიჩვენებს რომ ეფექტიანი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ტოლია ურისკო განაკვეთის და რისკზე პრემიის თანხის ჯამისა, გამრავლებული პორტფელის საშუალო კვადრატულ გადახრაზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხაზის განტოლება გამოიყურება შემდეგი სახით:

$$K_i = K_{rf} + (K_m - K_{rf})\ \beta \qquad (28.3)$$

სადაც: K_i – მოთხოვნილი შემოსავლიანობა i–ური ფასიანი ქაღალდისათვის; K_{RF}—ურისკო

შემოსაყლიანობა; K_M — პორტფელის მოსალოდნელი ანდა მოთხოვნილი შემოსაყლიანობა; β — ბეტა კოეფიციენტი i–ური ფასიან ქაღალდისათვის (ახასიათებს i–ური ფასიანი ქაღალდის შემოსაყლიანობის ცვლილებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემოსაყლიანობასთან მიმართებაში).

მოსალოდნელი და მოთხოვნილი შემოსაყლიანობა შეიძლება ერთიმეორეს არ ემთხვეოდეს ურისკო განაკვეთის ცვლილების გამო ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის გადახედვასთან დაკავშირებით, β ბეტა კოეფიციენტის ცვლილების გამო. ინვესტორის რისკისადმი დამოკიდებულების ცვლილების გამო.

მოცემული მოდელი კარგადაა დასაბუთებული თეორიის პოზიციებიდან, მაგრამ პრაქტიკაში მისი გამოყენება შეზღუდულია, ვინაიდან მისი პარამეტრები ძნელად ექვემდებარება შეფასებას.

ფასების გამოთანაბრების ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბებისას ანალიტიკოსებს შეუძლიათ გამოიყენონ **ფასების გამოთანაბრების მოდელი ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი.** მოცემულ მოდელში აქციების მოსალოდნელი შემოსაყალი მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. პრაქტიკაში ძალზე რთულია აიხსნას, კონკრეტულად რომელი ფაქტორის ჩართვაა საჭირო მოდელში. დღეისათვის ასეთი ფაქტორების რანგში იყენებენ შემდეგ მაჩვენებლებს: სამრეწველო წარმოების განვითარება, საბანკო პროცენტების დონეთა ცვლილება, ინფლაცია, კონკრეტული საწარმოს გადახდისუნარობის რისკი და ა.შ.

საარბიტრაჟო სტრატეგიის გამუშავებისას შეიძლება თავიდან იქნას აცილებული ნაღდი ფულის ბაზრებზე და ნაღდი ფულის ბაზრებსა და ფიუჩერსულ ბაზრებს შორის უწონასწორობა.

საერთოდ საინვესტიციო პორტფელის ნებისმიერი მოდელი არის ღია და შეიძლება შეიცვალოს და კორექტირება გაუკეთდეს ფასიან ქაღალდებზე პირობების შეცვლისას. ჩვენს მიერ განხილული საინვესტიციო პორტფელების მოდელები შესაძლებელს ხდიან მიღებული იქნას ანალიტიკური მასალა, რომელიც აუცილებელია ოპტიმალური გადაწყვეტილებების მისაღებად, რაც განაპირობებს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობას.

პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრის შემდეგ ინვესტორს შეუძლია იგი დიდხანს შეინარჩუნოს, თუ კი თვითონ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი შეინარჩუნებს საერთო დინამიკას და შიდა პროპორციებს. ამასთან ერთად, საბაზრო სიტუაციებში მკვეთრი ცვლილებებისას ანდა არჩეული ფასიანი ქაღალდების შემოსაყლიანობასა და კურსებში მოსალოდნელი ძვრების შემთხვევაში ინვესტორს შეუძლია სწრაფად მოახდინოს თავისი პორტფელის კორექტირება სხვადასხვა მეთოდებისა და მიდგომების მეშვეობით, რომელთა ძირითადი მიზანია მასში შემავალი ფასიანი ქაღალდების ნაკრების განკარგვა ისეთნაირად, რომ მათ არა თუ არ დაკარგონ თავიანთი ღირებულება, არამედ მოიტანონ სტაბილური შემოსაყალი, რაც არ იქნება დამოკიდებული ინფლაციის დონეზე.

მარკოვიცის ეფექტიანი სიმრავლე უსასრულო რაოდენობის წერტილებისგან შემდგარი დახრილი წირია. მარკოვიცმა შეიტანა წყლილი და წარმოადგინა კვადრატული დაპროგრამების ალგორითმი, რომელიც კრიტიკული წრფეების მეთოდის სახელითაა ცნობილი.[1]

თავიდან ინვესტორმა უნდა შეაფასოს მოსალოდნელ შემოსაყლიანობათა ვექტორი და კოვარიაციული მატრიცა. მაგალითად, განვიხილოთ სამი აქციისაგან შემდგარი პორტფელი. შევაფასოთ მოსალოდნელ შემოსაყლიანობათა ვექტორი, რომელიც ER-ით აღვნიშნოთ, და კოვარიაციული მატრიცა, რომელიც VC-ითაა გამოსახული:

$$ER = \begin{bmatrix} 16{,}2 \\ 24{,}6 \\ 22{,}8 \end{bmatrix}, \qquad VC = \begin{bmatrix} 146187145 \\ 187854104 \\ 145104289 \end{bmatrix}$$

შემდეგ ალგორითმის მეშვეობით განისაზღვრება იმ „კუთხური“ პორტფელების რაოდენობა, რომ-

[1] **Шарп У. Ф., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000, გვ. 400.**

ლებსაც ფასიან ქაღალდებთან აქვთ კავშირი და სრულად აღწერენ ეფექტიან სიმრავლეს. „კუთხური" პორტფელი არის ეფექტიანი პორტფელი, რომელსაც შემდეგი თვისებები აქვს: ორი მომიჯნავე „კუთხური" პორტფელის ნებისმიერი კომბინაცია არის მესამე პორტფელი, რომელიც ეფექტიან სიმრავლეში ძევს ორ „კუთხური" პორტფელს შორის. ეს მტკიცება შეგვიძლია მაგალითზე ვაჩვენოთ.

ალგორითმი იწყება უდიდესი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მქონე პორტფელის განსაზღვრით. იგი უდიდესი შემოსავლიანობის მქონე მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდისაგან შედგება. ესე იგი თუ ინვესტორს სურს შეიძინოს მოცემული პორტფელი, ყველაფერი, რაც მან უნდა გააკეთოს, ესაა ის, რომ მან უნდა შეიძინოს უმაღლესი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მქონე კომპანიის აქციები. ნებისმიერ სხვა პორტფელს ენიჭება ნაკლები მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რადგან საბოლოო ანგარიშით ინვესტორის ფონდების ნაწილი იმ სხვა კომპანიების აქციებში იქნება მოთავსებული, რომლებსაც S-ზე ნაკლები მოსალოდნელი შემოსავლიანობა აქვთ.

მაგალითად, Baker-ი არის ის კომპანია, რომლის აქციებიც ყველაზე უფრო მომგებიანია. შესაბამისი ეფექტიანი პორტფელი იქნება პირველი „კუთხური" პორტფელი, რომელიც ალგორითმითაა განსაზღვრული. მის შედგენილობას აღწერს წონების შემდეგი ვექტორი, რომელიც X (1) -ითაა აღნიშნული.

მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა მხოლოდ Baker-ის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და სტანდარტულ გადახრას უკავშირდება და შეადგენს, შესაბამისად, 24,6 პროცენტი და (854)1/2 ანუ 29,22 პროცენტს.

$$X(1)=\begin{bmatrix}0.00\\1.00\\0.00\end{bmatrix}$$

ამის შემდეგ ალგორითმი განსაზღვრავს მეორე „კუთხურ" პორტფელს. იგი ეფექტიან სიმრავლეზე პირველი „კუთხური" პორტფელის ქვემოთ თავსდება. მის შედგენილობას განსაზღვრავს წონების შემდეგი ვექტორი, რომელიც X (2)-თაა აღნიშნული:

$$X(2)=\begin{bmatrix}0,00\\0,22\\0,78\end{bmatrix}$$

ე.ი. მეორე „კუთხური" პორტფელი ის პორტფელია, რომლის ინვესტორი თავისი ფონდების 22 პროცენტს კომპანია Baker-ის ჩვეულებრივ აქციებში აბანდებს, 78 პროცენტს კი — კომპანია Charlie-ს ჩვეულებრივ აქციებში. 5.3. სურათზე ეს პორტფელი C(2)-თაა აღნიშნული.

პირველი და მეორე „კუთხური" პორტფელების შესახებ უნდა ითქვას, რომ ისინი მომიჯნავე ეფექტიანი პორტფელია და ეფექტიან სიმრავლეში მათ შორის მდებარე ნებისმიერი პორტფელი მათი შემადგენლობების უბრალო კომბინაციაა. მაგალითად, მათ შუაში მდებარე ეფექტიან პორტფელს ასეთი შედგენილობა ექნება:

$$\left[0,5\times X(1)\right]+\left[0.5\times X(2)\right]=0.5\times\begin{bmatrix}0,00\\1,00\\0,00\end{bmatrix}+0,5\times\begin{bmatrix}0,00\\0,22\\0,78\end{bmatrix}=\begin{bmatrix}0,00\\0,61\\0,39\end{bmatrix}$$

მესამე პორტფელს კი — შემდეგი:

$$X(3)=\begin{bmatrix}0,84\\0,00\\0,16\end{bmatrix}$$

ეს წონები ახლა შეგვიძლია გამოვიყენოთ მოცემული პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და სტანდარტული გადახრის გამოსათვლელად, რომლებიც, შესაბამისად, 17,26 და 12,22 პროცენტის ტოლია. როგორც წინა ორი, ეს „კუთხური“ პორტფელიც ეფექტიანია და 28.3. სურათზე C(3)-ით აღნიშნული.

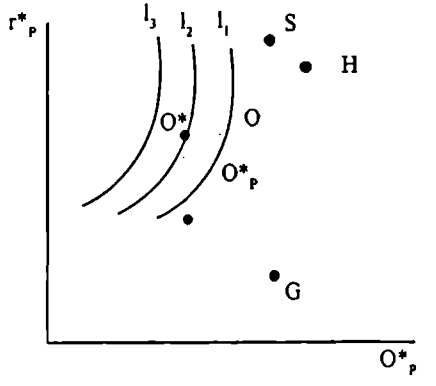
რაკი მეორე და მესამე პორტფელები ძომიჯნავეა, ამიტომ მათი ნებისმიერი კომბინაცია ის ეფექტიანი პორტფელია, რომელიც ეფექტიან სიმრავლეში მოცემულ ორ პორტფელს შორის ძევს.

ადრე აღვნიშნეთ, რომ მხოლოდ მომიჯნავე „კუთხური“ პორტფელების კომბინაციას შეუძლია მოგვცეს ეფექტიანი პორტფელი, ეს იმას ნიშნავს, რომ ეფექტიან სიმრავლეში არ შედიან ის პორტფელები, რომლებიც ორი არამომიჯნავე „კუთხური“ პორტფელის კომბინაციის მომიჯნავე არაა და. მაშასადამე. ის ნებისმიერი პორტფელი, რომელიც მათ კომბინაციას წარმოადგენს, არ იქნება ეფექტიანი.

ამის შემდეგ ალგორითმი განსაზღვრავს მეოთხე „კუთხური“ პორტფელის შედგენილობას:

$$X(4)=\begin{bmatrix}0{,}99\\0{,}00\\0{,}01\end{bmatrix}$$

შეგვიძლია გამოვთვალოთ მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა, რომლებიც 16,27 და 12,08 პროცენტის ტოლია, შესაბამისად ამ პორტფელის განსაზღვრით, რომელიც 28.3. სურათზე C(4) წერტილს შეესაბამება და მას ყველაზე მცირე სტანდარტული გადახრა აქვს ყველა მისაღწევ პორტფელს შორის, ალგორითმი წყდება. თუკი ასევე გავაგრძელებთ შეგვიძლია მივიღოთ ისეთი ეფექტიანი პორტფელი მეორე და მესამე „კუთხურ“ პორტფელებს შორის, შემდეგ კი — ეფექტიანი სიმრავლის სათანადო სეგმენტი. მას შემდეგ, რაც მოცემულ პროცედურას მესამე და მეოთხე კუთხურ პორტფელს შორის არსებული მომდევნო შუალედისათვის შეასრულებენ, გრაფიკი მთლიანად იქნება აგებული.



ნახ. 28.3. ოპტიმალური პორტფელის შერჩევა.

ᲝᲞᲢᲘᲛᲐᲚᲣᲠᲘ ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲘᲡ ᲨᲔᲓᲒᲔᲜᲘᲚᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲡᲐᲖᲦᲕᲠᲐ

მას შემდეგ, რაც მარკოვიცის ეფექტიანი სიმრავლის სტრუქტურა და ადგილმდებარეობა განესაზღვრეთ, შეგვიძლია განვსაზღვროთ ინვესტიციის ოპტიმალური პორტფელის შედგენილობა. პორტფელი აღინიშნება O*-ით და შეესაბამება ეფექტიან სიმრავლესთან ინვესტორის განურჩეველობის მრუდის შეხების წერტილს. ოპტიმალური პორტფელის შედგენილობის განსაზღვრის პროცედურა იწყება მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დონის გრაფიკულად განსაზღვრით ინვესტორის მიერ.

ესე იგი, გრაფიკზე ინვესტორს შეუძლია განსაზღვროს, თუ სად იმყოფება 0*, შემდეგ კი სახაზის დახმარებით აღნიშნოს მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. ამისათვის საჭიროა 0* წერტილიდან გაუყოთ ვერტიკალური ღერძის მართობული ხაზი. ამ ოპერაციის ჩატარებით ინვესტორს ახლა შეუძლია ორი „კუთხური" პორტფელის განსაზღვრა მოცემული წონის „გარემომცველი" მოსალოდნელი შემოსავლიანობებით. ესე იგი ინვესტორს შეუძლია განსაზღვროს ისეთი „კუთხური" პორტფელი, რომელსაც ექნება მეტი უახლესი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, ვიდრე მოცემულ პორტფელს (უახლესი „კუთხური" პორტფელი, რომელიც 0-ს ზემოთ მდებარეობს) და უახლესი, ნაკლები მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მქონე „კუთხური" პორტფელი (უახლესი „კუთხური" პორტფელი 0-ს ქვემოთ).

თუ ოპტიმალური პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა r*-ით არის აღნიშნული, ორი უახლესი „კუთხური" პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობები კი, შესაბამისად r da r*-ით (?), მაშინ ოპტიმალური პორტფელის შედგენილობა შეგვიძლია განვსაზღვროთ შემდეგი განტოლების ამოხსნით Y-ის მიმართ:

$$r^* = (r \times Y) + [r(1-Y)] \qquad (28.4)$$

ოპტიმალური პორტფელი შედგენილი იქნება იმ უახლოეს „კუთხურ" პორტფელში ინვესტირებული Y წილისგან, რომელიც ოპტიმალურის „ზემოთ" იმყოფება, და იმ უახლოეს „კუთხურ" პორტფელში დაბანდებული 1-Y წილისაგან, რომელიც ოპტიმალურის ქვემოთ მდებარეობს, ამ განტოლების ამონახსნია Y 0,46. ეს იმას ნიშნავს, რომ ოპტიმალური პორტფელი 46 პროცენტით შედგება მეორე „კუთხური" პორტფელისაგან და 54 პროცენტით — მესამე „კუთხური" პორტფელისაგან. კომპანიების Able-ს, Baker-ისა და Charlie-ს ფასიან ქაღალდებში. ინვესტიციების მოცულობის ტერმინებში ეს მტკიცება შემდეგ სახეს იღებს:

$$[0{,}46 \times X(2)] + [0{,}54 \times X(3)] = 0{,}46 \times \begin{bmatrix} 0{,}00 \\ 0{,}22 \\ 0{,}78 \end{bmatrix} + 0{,}54 \times \begin{bmatrix} 0{,}84 \\ 0{,}00 \\ 0{,}16 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0.45 \\ 0{,}10 \\ 0{,}45 \end{bmatrix}$$

ამგვარად, ინვესტორმა თავისი ფონდების 45 პროცენტი უნდა დააბანდოს Able-ს აქციებში, 10 პროცენტი _ Baker-ის და 45 პროცენტი _ Charlie-ს აქციებში.

ამგვარად, შეგვიძლია გამოვიტანოთ დასკვნა, რომ ინვესტორი თავის ოპტიმალურ პორტფელს შეირჩევს ისეთი პორტფელების სიმრავლიდან, რომელთაგან თითოეული:

1. მაქსიმალურ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას უზრუნველყოფს რისკის რომელიღაც დონისათვის.
2. მინიმალურ რისკს უზრუნველყოფს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის რომელიღაც მნიშვნელობისთვის

ბლეკ-შოულსის მოდელი

ბაზრის ეფექტიანობის ჰიპოთეზამ და მასთან კავშირში მყოფმა აქტივების საბაზრო ფასების „შემთხვევითი ხეტიალის" მოდელმა სტიმული მისცა შემთხვევით პროცესების თეორიაზე დაფუძნებული დინამიკური თეორიულ-ალბათური მოდელების გამოყენებას. ამ იდეების კალაპოტში მ. შოულსმა და ფ. ბლეკმა შექმნეს ოპციონების ე.წ. ბლეკ-შოულსის მოდელი. ეს მოდელი ეყრდნობოდა ურისკო გარიგების განხორციელების შესაძლებლობას იმავდროულად აქციის და მასზე გამოწერილი ოპციონის გამოყენებით. ამგვარი გარიგების ღირებულება (ფასი) უნდა ემთხვეოდეს ბაზარზე ურისკო აქტივების ღირებულებას, მაგრამ რადგან აქციის ფასი დროდადრო იცვლება, ამიტომ შესაბამისად უნდა იცვლებოდეს ურისკო გარიგების უზრუნველმყოფი გაწერილი ოპციონის ღირებულების ალბათური შეფასება. ბლეკისა და შოულსის, აგრეთვე, მათ შრომებთან მჭიდრო კავშირის მქონე რ. მერტონის შრომებმა მაშინ მოიპოვეს ფართო აღიარება. უფრო მეტიც, ამ შრომებში მოყვანილი აგანგარიშებათა სქემები ძალიან სწრაფად გამოიყენეს პრაქტიკაში. აღსანიშნავია, რომ 70-იანი წლები ოპციონების მეტად სწრაფი, „ფეთქებადი"

ზრდის პერიოდია.

ბლეკ-შოულსის მოდელს დღესაც ძალიან ხშირად იყენებენ, თუმცა, გაჩნდა როგორც აქციების, ისე სხვა, „წარმოებული" ფასიანი ქაღალდების უფრო რთული მოდელები. მთლიანობაში, 70-იანი წლები მესამე ეტაპი იყო ინვესტიციების თანამედროვე თეორიის განვითარებაში, რომელსაც ახასიათებდა ფინანსური ანალიზის მათემატიკური საშუალებების უსწრაფესად გაფართოება და გაღრმავება. თუ ომამდელ პერიოდში ელემენტარული ალგებრის გამოყენებაც კი საკმაოდ იშვიათი საქმე იყო, **მარკოვიც-შარპ-ტობინის** პორტფელების თეორია კი მხოლოდ ელემენტარულ თეორიულ-ალბათურ და ოპტიმიზაციურ მეთოდებს იყენებდა, 70-80-იანი წლების ნაშრომებს დასჭირდა შემთხვევითი პროცესების თანამედროვე თეორიისა და ოპტიმალური მართვის მეტად რთული და დახვეწილი საშუალებები.

ყველაზე სასურველ პორტფელის შერჩევისათვის გამოყენებული მეთოდი სარგებლობს ე.წ. **განურჩევლობის** მრუდები. ისინი რისკისა და შემოსავლიანობის მიმართ ინვესტორის დამოკიდებულებას ასახავენ და ამის გამო შესაძლებელია მათი წარმოდგენა ორგანზომილებიანი გრაფიკის სახით. მის ჰორიზონტალურ ღერძზე გადადებულია სტანდარტული გადახრით გაზომილი რისკი, ვერტიკალურზე კი — მოსალოდნელი შემოსავლიანობით გაზომილი საზღაური (ანაზღაურება). განურჩევლობის მრუდების პირველი მნიშვნელოვანი თვისებაა; განურჩევლობის ერთ მოცემულ მრუდზე მდებარე ყველა პორტფელი ტოლფასოვანია ინვესტორისათვის. მეორე მნიშვნელოვანი თვისებაა: ინვესტორი უფრო მიმზიდველად მიიჩნევს განურჩევლობის მრუდზე უფრო ზემოთ და უფრო მარცხნივ მდებარე პორტფელს, იმასთან შედარებით, რომლებიც უფრო ქვემოთ და უფრო მარჯვნივაა.

ინვესტორს უსასრულოდ ბევრი განურჩევლობის მრუდი აქვს. ეს უბრალოდ, იმას ნიშნავს, რომ გრაფიკზე განურჩევლობის ორი მრუდის ნებისმიერად განლაგების მიუხედავად ყოველთვის შეიძლება ისეთი მესამე მრუდის აგება, რომელიც მათ შორის იქნება მოთავსებული. ასევე, შეიძლება ითქვას, რომ ყოველ ინვესტორს აქვს განურჩევლობის ისეთი მრუდების გრაფიკი, რომლებიც მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და სტანდარტული გადახრების მის საკუთარ არჩევანს ასახავს. ეს იმას ნიშნავს, რომ ინვესტორმა ყოველი პოტენციური პორტფელისათვის უნდა განსაზღვროს მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა და განურჩევლობის მრუდების სახით დაიტანოს ისინი გრაფიკზე.

ეს სულაც არ ნიშნავს იმას, რომ ყველა შესაძლო პორტფელის შეფასების ჩატარებაა საჭირო. ინვესტორი აირჩევს თავის ოპტიმალურ პორტფელს. იმ უამრავი პორტფელიდან, რომელთაგან თითოეული:

- უზრუნველყოფს მაქსიმალურ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას რისკის რომელიღაც დონისათვის.
- უზრუნველყოფს მინიმალურ რისკს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის რომელიღაც მნიშვნელობისათვის.

ეფექტიანი სიმრავლეები

იმ პორტფელების ერთობლიობას, რომლებიც ამ ორ პირობას აკმაყოფილებენ, ეფექტიან სიმრავლეს უწოდებენ. ამასთან, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ის პორტფელები, რომლებიც ამ სიმრავლის ზღვარზე იმყოფებიან.

ამ მოდელში ფასიანი ქაღალდების საშუალო არითმეტიკულის (მოსალოდნელი) და შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრის შედარებით აიხსნება ურთიერთკავშირი, რომელიც უნდა არსებობდეს ყოველი ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის. იგი აიგება რიგი დაშვებების საფუძველზე, რომელთა ნაწილი უკვე შეგვხვდა, როცა საუბარი იყო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობაზე, დანარჩენი დაშვებები დამახასიათებელია მხოლოდ CAPM მოდელისათვის. მთლიანობაში ეს დაშვებები ასე შეიძლება ჩამოყალიბდეს:

1. ინვესტორები აფასებენ პორტფელებს და ერთიმეორეს უდარებენ ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და დისპერსიას (სტანდარტულ გადახრას). ყოველი პორტფელისათვის ერთი პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში, ე.ი. თავის დამოკიდებულებას ამა თუ იმ პორტფელის

ინვესტირებისადმი ინვესტორი განსაზღვრავს მხოლოდ ორი პარამეტრით – მოსალოდნელი შემოსავლიანობით და დისპერსიით (სტანდარტული გადახრით).

2. ინვესტორები, რომელთაც აქვთ არჩევანის შესაძლებლობა ორი იდენტური პორტფელის მიმართ (ერთი და იგივე დონის რისკით), ყოველთვის ირჩევენ იმ პორტფელს, რომელიც უზრუნველყოფს უფრო მაღალ შემოსავლიანობას;

3. ყველა ინვესტორი ცდილობს თავი აარიდოს ზედმეტ რისკს. ე.ი. ორი იდენტური პორტფელიდან ერთნაირი შემოსავლიანობით ისინი ყოველთვის ირჩევენ პორტფელს უფრო დაბალი დონის რისკით;

4. ყოველი ფინანსური საშუალება შეიძლება დაიყოს განუსაზღვრელი და შეუზღუდავი ოდენობის ნაწილებად და ინვესტორს შეუძლია შეიძინოს მისთვის სასურველი აქციების ან ობლიგაციების ნებისმიერი ნაწილი;

5. არის ისეთი ფასიანი ქაღალდებიც, რომლებიც ყოველთგვარ რისკსაა მოკლებული – ამ ფინანსურ სახსრებში ფულის ჩადება არანაირ რისკთან არ არის დაკავშირებული და ინვესტორისათვის მოაქვს ურისკო შემოსავალი r_f. უფრო მეტიც, ინვესტორს შეუძლია ნებისმიერი ოდენობით გაასესხოს მის ხელთ არსებული თავისუფალი ფული ან ისესხოს მისთვის სასურველი თანხა საპროცენტო განაკვეთი r_f განაკვეთი r_f არის ერთი და იგივე ყველა ინვესტორისათვის;

6. არ არსებობს არანაირი წინააღმდეგობა იმისათვის, რომ ინვესტორებმა განახორციელონ ფინანსური რესურსების ყიდვა და გაყიდვა: არ გაითვალისწინება გადასახადები და საკომისიოები, მიღებულია, რომ ინვესტორები ხარჯებს არ გაიღებენ დიეერსიფიკაციაზე;

7. ყოველ ინვესტორს აქვს ჰომოგენული მოლოდინი ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობის მიმართ. ასევე ფინანსური სახსრების შემოსავლიანობის მიმართ. ეს იმას ნიშნავს, რომ ინვესტორები აყალიბებენ და გადასინჯავენ თავიანთ პორტფელებს დროის ერთსა და იმავე მონაკვეთის გასელის შემდეგ. ამის გარდა, ყველა ინვესტორი თანახმაა შეაფასოს ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის შემოსავლიანობის შემთხვევითი სიდიდეების განაწილება;

8. არ არსებობს არანაირი განუსაზღვრელობა ინფლაციის მოსალოდნელ დონესთან მიმართებაში.

9. ყველა სახის ინფორმაცია ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების შესახებ აბსოლუტურად ხელმისაწვდომია ნებისმიერი ინვესტორისათვის;

10. კაპიტალების ბაზრები გაწონასწორებულია, ე.ი. ყველა საინვესტიციო გადაწყვეტილება უკვე მიღებულია და არც ერთი გარიგება არ განხორციელდება დამატებითი ინფორმაციის შემოსავლის გარეშე.

CAPM მოდელის დადებითი მხარეები

დაშვებები CAPM მოდელში მაქსიმალურად ამარტივებს სიტუაციას ინვესტიციების ბაზარზე ფინანსურ სახსრებთან მიმართებაში: ყოველ ინვესტორს აქვს ერთი და იგივე ინფორმაცია და ერთნაირად აფასებს ცელილებებს ფინანსურ ბაზრებზე. თეითონ კაპიტალის ბაზრები ეფექტიანია. ყოველივე ეს შესაძლებელს ხდის გამოვიკვლიოთ შემდეგი პრობლემები. როგორ უნდა ახდენდეს ინვესტირებას ინდივიდუალური ინვესტორი? რა მოუვა ფინანსური რესურსების სახსრებს, თუკი ყველა ინვესტორი იმოქმედებენ ერთი და იგივე მანერით? სხვა სიტყვებით, ჩვენ ვცდილობთ პასუხი გავცეთ კითხვას, თუკი ყველა ინვსტორისათვის ცნობილია **გ. მარკოვიცის თეორია** და აყალიბებს მხოლოდ ოპტიმალურ პორტფელებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ მაქსიმალურად შესაძლებელ შემოსავლიანობას მინიმალურად დასაშვებ ბაზრებზე და თუ ფინანსური ბაზრები ეფექტიანია, მაშინ როგორ გაელენას მოახდენს ინვესტორების ერთობლივი მოქმედება ფინანსური სახსრების ბაზარზე. ბაზარზე ყველა ინვესტორის ერთობლივი მოქმედების კვლევისას შეიძლება გამოვლინდეს წონასწორობითი დამოკიდებულება მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და ყოველი ფასიანი ქაღალდის რისკს შორის.

შემდგომი ანალიზისათვის საჭიროა შევჩერდეთ ურისკო ინვესტიციების შემოსავლიანობაზე r_f ასევე ფულის ურისკო დაბანდებებზე ურისკო სესხად.

28.2. ურისკო ფასიანი ქაღალდები. ფულის გასესხება და სესხად აღება ურისკო საპროცენტო განაკვეთით

მაინც როგორ მოიაზრება ურისკო ფასიანი ქაღალდები გ. მარკოვიცის თეორიის პირველით? რამდენადაც გ. მარკოვიცი ფასიან ქაღალდებს განიხილავდა ერთ პოლდინგურ პერიოდში, მაშინ ურისკოდ შეიძლება ჩაითვალოს ის ფასიანი ქაღალდი, რომლის უკუგება პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში ერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრული და ცნობილია. შესაბამისად, ურისკო ფასიანი ქაღალდების შეძენისას პოლდინგური პერიოდის დასაწყისში, ინვესტორი სრულადაა დარწმუნებული იმაში, თუ რამდენ ფულს მოუტანს მას ეს ფასიანი ქაღალდი პოლდინგური პერიოდის დასრულებისას. ეს ნიშნავს ნებისმიერი განუსაზღვრელობის არარსებობას მოსალოდნელი შემოსავლიანობის გამო, ე.ი. განაპირობებს იმას, რომ σ^2 და სტანდარტული გადახრა σ_y ასეთი ფასიანი ქაღალდებისათვის ნულის ტოლია.

ცნობილია, რომ ორი, i და j ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის კოვარიაცია σ_{ij} გაითვლება ფორმულით

$$\sigma_{i,j} = \sigma_i \times \sigma_j \times P_{i,j}. \qquad (28.4)$$

გავთვალოთ ნებისმიერი i ფასიანი ქაღალდის კოვარიაცია ურისკო f-ით:

$$\sigma_{i,f} = P_{i,f} \times \sigma_f \times \sigma_i = 0.$$

რამდენადაც σ_f=0. ეს ნიშნავს, რომ ურისკო ფასიანი ქაღალდი არ არის კორელირებული არც ერთ ფასიანი ქაღალდთან და აქვს σ_{ij} კოვარიაცია, რომელიც ნულის ტოლია. რამდენადაც ურისკო ფასიანი ქაღალდის უკუგება წინასწარაა ცნობილია, მაშინ ასეთი შეიძლება იყოს ფიქსირებული შემოსავლის მქონე ფასიანი ქაღალდი. გარდა ამისა, ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდი, მათ შორის ურისკო ფასიანი ქაღალდი, რომლებიც განთავსებულია კომერციული ორგანიზაციების მიერ, ყოველთვის ატარებენ ემიტენტის გაკოტრების რისკს, ამიტომ ურისკო ფასიანი ქაღალდი შეიძლება იყოს მხოლოდ ფინანსური საშუალება ფიქსირებული შემოსავლით, რომელიც გამოუშვა სახელმწიფომ.

განვიხილოთ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ფიქსირებული შემოსავლით (დავუშვათ ობლიგაცია, დაფარვის ვადით 1 წელი. თუკი ინვესტორის ჰოლდინგური პერიოდი ამ ვადაზე ნაკლებია, მაგალითად, 6 თვის ტოლია, მაშინ ასეთი ობლიგაცია ატარებს გარკვეულ რისკს. სინამდვილეში, ინვესტორს არ შეუძლია სრული დამაჯერებლობით თქვას რა ელირება ეს ობლიგაცია ჰოლდინგური პერიოდის ბოლოს: ობლიგაციის ფასი განისაზღვრება პროცენტის საბაზრო განაკვეთით, რომელიც შემთხვევითი ხასიათის მიხედვით იცვლება. ობლიგაციის გაყიდვა დადგენილ ვადაზე ადრე (1 წელი). შეიძლება მოხდეს მხოლოდ საბაზრო ფასში, და თუკი საპროცენტო განაკვეთი ობლიგაციის გაყიდვის მომენტში (6 თვის შემდეგ) გაიზრდება, მაშინ თუ ჰოლდინგური პერიოდი ნაკლებია სახელმწიფო ობიგაციის დაფარვის ვადაზე, ასეთი ფასიანი ქაღალდი შეიცავს საპროცენტო განაკვეთის რისკს, და არ შეიძლება განხილული იქნას როგორც ურისკო. ამასთან შეუძლებელია განისაზღვროს თუ რამდენად ნაკლებია ჰოლდინგური პერიოდი დაფარვის ვადაზე, 1 დღით თუ 4,5 თვით.

ავიღოთ სხვა მაგალითი. გვაქვს სახელმწიფო ობლიგაცია დაფარვის ვადით, რომელიც ამოიწურება 3 თვის შემდეგ. ხოლო ჰოლდინგური პერიოდი განსაზღვრულია ინვესტორის მიერ 6 თვით, ე.ი. ჰოლდინგური პერიოდი (6 თვე) აღემატება სახელმწიფო ობლიგაციის დაფარვის ვადას (3 თვე). ამ შემთხვევაში ასევე არსებობს განსაზღვრული რისკი: ჰოლდინგური პერიოდის დასაწყისში ინვესტორმა არ იცის, როგორი იქნება საპროცენტო განაკვეთი სამი თვის შემდეგ, როცა იგი მიიღებს უკუგებას ობლიგაციიდან. ეს მას საშუალებას აძლევს ნაადრევად შეაფასოს რა ფულის მიღება შეუძლია მას 6 თვის შემდეგ რეინვესტირების გათვალისწინებით, რომელიც მიიღება ობლიგაციის დაფარვისას დარჩენილი 3 თვის შემდეგ. ამიტომ ყველა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, რომლის დაფარვის ვადა

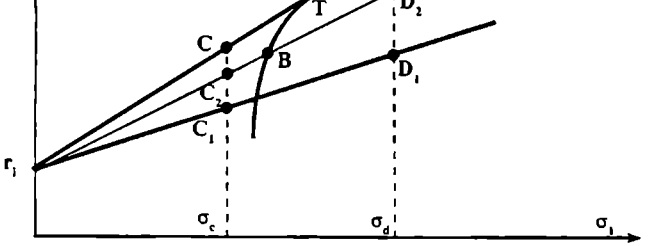
ნაკლებია ჰოლდინგურ პერიოდზე, ატარებს რეინვესტირების განაკვეთის რისკს და არ შეიძლება ჩაითვალოს ურისკოდ.

ზემოთაღნიშნულიდან შეიძლება დავასკვნათ, რომ ურისკო ფასიან ქაღალდად შეიძლება ჩაითვალოს მხოლოდ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, რომელთა დაფარვის ვადა ჰოლდინგური პერიოდის ტოლია. ასეთი ფასიანი ქაღალების ყიდვა განიხილება როგორც ფულის ურისკო დაბანდება.

მეზუთე დაშვების თანახმად ყველა ინვესტორს შეუძლია ფული ჩადოს ფინანსური სახსრების შესაძენად. ეს იმას ნიშნავს, რომ ინვესტორები შეზღუდულნი არ არიან საინვესტიციო ხარჯების საწყისი თანხით, როცა მოდის დრო გაირკვეს, რა რაოდენობის ფასიანი ქაღალდები იქნას შეძენილი. ოღონდ თუკი ინვესტორი ისესხებს ფულს, მას იგი უნდა დააბრუნოს უკან პროცენტებით. მაგრამ როგორი პროცენტი დგინდება სესხის მიღების მომენტში, ინვესტორისათვის წინასწარაა ცნობილი. ამიტომ არანაირი განუსაზღვრელობა მოსახნელი თანხის დაბრუნებასთან მიმართებაში ინვესტორისათვის არ არსებობს. ამასთან დაკავშირებით მსგავს სესხებს ურისკო სესხებს უწოდებენ. CAPM მოდელი აიგება ვარაუდზე, რომ ურისკო ფულის გასესხება და ურისკო სესხი ხორციელდება ერთი და იგივე ურისკო საპროცენტო განაკვეთით r_f-ით.

პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და პორტფელის რისკი ურისკო გასესხების გათვალისწინებით

ურისკო გასესხების შესაძლებლობის გამოყენება აისახება ეფექტიანი პორტფულების ფორმირებაზე. განვიხილოთ ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი (ნახ. 28.4.) რომელიც ყალიბდება CAPM-ის მოდელის დაშვებების გათვალისწინებით. ამ ზღვარზე ნებისმიერად არჩეულია სამი ეფექტიანი პორტფული: A, B და T. ამავდროულად გრაფიკზე ნაჩვენებია ურისკო ფასიანი ქაღალდი f. მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ტოლია r_f-ისა[1], სტანდარტული გადახრა $\sigma_f=0$. ე.ი. ურისკო ფასიანი ქაღალდი გრაფიკზე აისახება r_f წერტილით ვერტიკალურ ღერძზე.



ნახ. 28.4. ეფექტიანი პორტფელების ფორმირება ურისკო გასესხებითი და სესხის აღების გათვალისწინებით

განვიხილოთ პორტფელი, რომელიც შეიცავს როგორც რისკიან ფასიან ქაღალდებს, ასევე ურისკო ფინანსურ საშუალებებს. მაგალითად, კომპოზიციური პორტფელი C_1, რომელიც შედგება ეფექტიანი A პორტფელისაგან და ურისკო ფასიანი ქაღალდისაგან f (მას შეიძლება ვუწოდოთ სასესხო პორტფელი).

დავუშვათ, რომ ინვესტორმა ურისკო სახსრების შესაძენად დახარჯა თავისი პირველსაწყისი საინვესტიციო დანახარჯების W_f ნაწილი, მაშინ A პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების

[1] რამდენადაც მოსალოდნელი შემოსავლიანობა r_f ურისკო ფასიანი ქაღალდისათვის რჩება უცვლელი E()— ოპერატორის გამოყენება რ„მოსალოდნელი“ სიდიდის აღსანიშნავად საჭიროებას არ ნარმოადგენს.

ყიდვაზე მას შეუძლია გამოყოს $(1-W_f)$ ოდენობის ფული. როგორც ადრე იყო დადგენილი, C_1 პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა ტოლი უნდა იყოს:

$$E(r_{C1}) = W_f \times r_f + (1-W_f) \times E(r_a), \qquad (28.5)$$

სადაც $E(r_a)$ – პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობაა.

შეეფასოთ სიდიდეები $E(r_{a1})$ და $E(r_a)$:

$$E(r_a) - E(r_{C1}) = E(r_a) - W_f \times r_f - (1-W_f) \times E(r_a) = W_f \times [E(r_a) - r_f] > 0,$$

თუკი დაეუშვებთ, რომ $r_f < E(r_a)$-ზე, ე.ი. შეიძლება დავასკვნათ, რომ $E(r_{a1}) < E(r_a)$. შესაბამისად, წერტილი C_1 რომელიც შეესაბამება ამ პორტფელს, განთავსდება A წერტილისაგან მარცხნივ.

ყოველი ინვესტორი, რომელსაც შეუძლია შეიძინოს როგორც რისკიანი, ასევე ურისკო ფასიანი ქაღალდები, აირჩევს ისეთ პორტფელებს, რომელთათვისაც დამოკიდებულება E(r) და σ–ს შორის შეესაბამება r_fT სხივს. თუკი ინვესტორს შეუძლია ფული ისესხოს საპროცენტო განაკვეთით r_f, რისკიანი ფასიანი ქაღალდების საყიდლად, მაშინ ეფექტიან პორტფელში შეესაბამებიან სხივს თD. სასესხო პორტფელის დისპერსია გაითვლება ფორმულით:

$$\sigma_{C1}^2 = W_f^2 \times \sigma_f^2 + (1-W_f)^2 \times \sigma_a^2 + 2W_f \times (1-W_f) \times P_{r_a} \times \sigma_f \times \sigma_a,$$

მაგრამ ვინაიდან f არის ურისკო სახსრები, მაშინ $\sigma_f = 0$. ამიტომ

$$\sigma_{C1}^2 = (1-W_f)^2 \times \sigma_a^2 \quad \text{ან} \quad \sigma_{C1} = (1-W_f) \times \sigma_a. \qquad (28.6)$$

ცხადია, რომ $(1-W_f)$, $\sigma_a < \sigma_a$, ე.ი. $\sigma_{a1} < \sigma_a$, და წერტილი C_1 განთავსებულია A წერტილის ქვემოთ.

ყურადღება მივაქციოთ ერთ გარემოებას: ფორმულა (28.1.) სასესხო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობის განსაზღვრისათვის არაფრით განსხვავდება ადრე მოტანილი ანალოგიური ფორმულებისაგან, ხოლო რაც შეეხება სტანდარტულ გადახრას, ფორმულა (28.2.) არ შეიცავს არც ერთ წევრს, რომელიც აიგება (ახარისხდება) კვადრატში, მაშინ როცა σ–ს გათელა მოითხოვს ასეთი შესაკრების გათვლას. ყოველივე ეს მოითხოვს სასესხო პორტფელის C_1-ის შექმნისას ერთმანეთს დაუკავშირდეს მოსალოდნელი შემოსაელიანობა $E(r_a)$ და სტანდარტული გადახრა σ_{a1} წრფივი დამოკიდებულება. სინამდვილეში (28.7.) ფორმულიდან გვაქვს: $(1-W_f) = \sigma_{a1}/\sigma_a$. ჩავსვათ ეს გამოსახულება (11.1.) ფორმულაში მივიღებთ

$$E(r_{C1}) = (1-\sigma_{C1}/\sigma_a) \times r_f + \sigma_{C1}/\sigma_a \times E(r_a) = r_f + [E(r_a) - r_f] \times \sigma_{C1}/\sigma_a. \qquad (28.7)$$

რამდენადაც სიდიდეები r_f, σ_a და $E(r_a)$ არ იცვლებიან კომპოზიციური და C_1 პორტფელის ფორმირებისას, ჩვენ მივიღებთ ძალზე მნიშვნელოვან დასკვნამდე, თუკი ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს, რომელიც შედგება A ეფექტიანი პორტფელისაგან (მოსალოდნელი შემოსაელიანობით $E(r_a)$ და სტანდარტული გადახრით σ_a) და ურისკო ფინანსური საშუალებისაგან f შემოსაელიანობით r_f, მაშინ (11.3.) დამოკიდებულების ძალით იგი აირჩევს ისეთ ეფექტიან სასესხო პორტფელებს, რომელთათვისაც დამოკიდებულება მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და სტანადარტულ გადახრას შორის შეესაბამება სხივს r_fA. სხვა სიტყვებით, ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი ამ დროს გარდაიქმნება სწორ მონაკვეთად, რომელიც აერთებს r_f და A წერტილებს.

ანალოგიურად, თუკი ინვეტორი ჩამოაყალიბებს პორტფელს, რომელიც მოიცავს რისკიან პორტფელს და ურისკო საშუალებას f-ს. მაშინ ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი წარმოადგენს r_fA მონაკვეთს. ასე რომ, საერთოდ, როცა ინვესტორი ხარჯავს საწყისი საინვესტიციო თანხის ნაწილს ეფექტიანი i პორტფელის შესაძენად, რომელიც შეიცავს რისკიან ფასიან ქაღალდებს და ინვესტიციების ნაწილს $0 < W_f < 1$-ს ურისკო ფინანსური სახსრების შესაძენად, მაშინ ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი გარდაიქმნება სწორი სახის მონაკვეთად, რომელიც აერთიანებს წერტილს r_f

ორდინატთა ღერძთან და წერტილ i-ს ეფექტიანი პორტფელების საზღვარზე.

განვიხილოთ მაგალითი: ვთქვათ i ეფექტიან პორტფელს აქვს მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_i)=0,1475$ და სტანდარტული გადახრა $\sigma_i=0,0889$. ურისკო საპროცენტო განაკვეთი არის $r_f=0,045$. თუკი ინვესტორი პირველ საწყისი საინვესტიციო თანხის 0,1 ნაწილს დახარჯავს ურისკო საშუალებების შესაძენად, ხოლო დანარჩენს – i პორტფელის შესაძენად, მაშინ ეფექტიანი სასესხო პორტფელს C-ს ექნება მოსალოდნელი შემოსავლიანობა:

$$E(r_c)=W_f\times r_f+(1-W_f)\times E(r_i)=0,1\times 0,045+0,9\times 0,1475=0,137335$$

სტანდარტული გადახრა

$$\sigma_c=(1-W_f)\times\sigma_i=(1-W_f)\times\sigma_i=0,9\times 0,0883=0,0795.$$

დამოკიდებულება $E(r_c)$ და σ_c სხვა სასესხო პორტფელებისათვის, რომელიც შეიცავს ურისკო და რისკიანი ფინანსური სახსრების სხვა პროპორციებს, მოტანილია ცხრილი 28.1.

სასესხო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის და სტანდარტული გადახრის დამოკიდებულება W_f სიდიდის სხვადასხვა მნიშვნელობის დროს

ცხრილი 28.1.

წილი W_f	0	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0
$E(r_c)$	0,1475	0,1374	0,1168	0,0963	0,0758	0,0553	0,0450
σ_c	0,0883	0,0795	0,0618	0,0442	0,0265	0,0088	0

ძნელი არ არის იმაში დარწმუნება ცხრილის 28.1.-ის მონაცემების გრაფიკზე გადატანის შემდეგ, რომ დამოკიდებულება $E(r_c)$ და σ_c-ს შორის რომლებიც შეესაბამება ეფექტიან სასესხო პორტფელებს, მდებარეობს ერთ პირდაპირ ხაზზე.

პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და რისკი ურისკო სესხის პირობებში

ზემოთ მოტანილი ანალიზის გათვალისწინებით ძნელი არ არის ანალოგიური გზით ვაჩვენოთ რომ თუკი ინვესტორი აყალიბებს კომპოზიციურ პორტფელს, რომელშიც შედის ფასიანი ქაღალდები ნებისმიერი ეფექტიანი პორტფელებისაგან (A, B, T და ა.შ.) და სხვა რისკიანი ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც შეიძინება ფულით, რომლის ურისკო პროცენტი არის r_f, მაშინ ეფექტიანი პორტფელების საზღვარი ამ შემთხვევაში იქნება და AD_f, BD_f, TP ა.შ. მონაკვეთები (ნახ. 28.4.). მსგავს სასესხო პორტფელებს აქვს წილი $W_f<0$. ამიტომ მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის და სტანდარტული გადახრის ფორმულები მიიღებენ ასეთ სახეს:

$$E(r_k)=W_f+(1+W_f)\times E(r_a)$$
$$\sigma_k=(1+W_f)\times\sigma_a,$$

სადაც $E(r_k)$ და σ_a – არის A ნებისმიერი პორტფელის შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა, რომლებიც მდგომარეობენ ეფექტიანი პორტფელების ზღვარზე. თუკი $E(r_a)>r_f$-ზე, მაშინ ნასესხები სახსრების წილის გაზრდისას ინვესტორს შეუძლია უწყვეტად გაზარდოს პორტფელის მოსალოდნელი ეფექტიანობა ინვესტირების რისკის ერთდროული გადიდებით მსგავსი პორტფელების შემთხვევაში.

T პორტფელის შემადგენლობა. დაუბრუნდეთ ნახ. 28.4.-ს, როგორც ნახაზიდან ჩანს, სხვადასხვა პორტფელების A, B, T და ა.შ შერჩევის გზით, რომლებიც მდებარეობენ ეფექტიანი პორტფელების გრაფიკზე, და ურისკო ფასიანი ქაღალდების შეძენისას, ინვესტორს შეუძლია

ჩამოაყალიბოს სხვადასხვა სასესხო პორტფელები C_1, C_2 და C. მეორე დაშვების თანახმად ამ შემთხვევაში ინვესტორი უპირატესობას მიანიჭებს სასესხო პორტფელს C-ს, რომელიც უზრუნველყოფს უმაღლეს შემოსავლიანობას, მაგრამ ეს სასესხო პორტფელი მიიღება ურისკო სახსრების გაერთიანების გზით, ისეთ ეფექტიან T პორტფელთან, რომლის დროსაც მოსაკეთი r_A ეხება ეფექტიანი პორტფელების ზღვრის მრუდს.

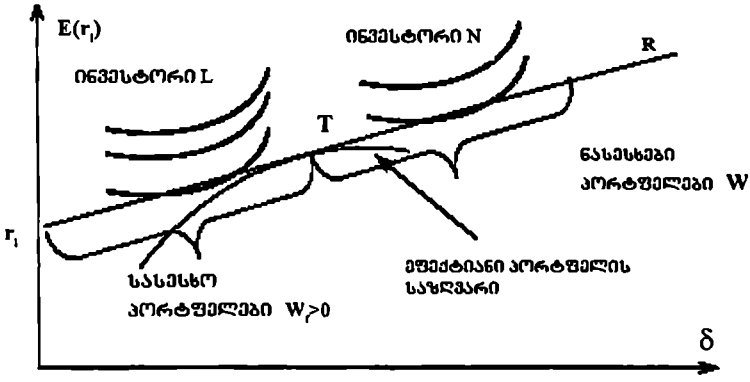
ანალოგიურად შეიძლება ითქვას, რომ სასესხო პორტფელების ფორმირებისას ერთნაირი რისკის დონით σ_D ინვესტორი უპირატესობას ანიჭებს D პორტფელს, რომელიც მდებარეობს r_T მოსაკეთის გაგრძელებაზე.

რამდენადაც ინვესტორს შეუძლია უპირატესობა მიანიჭოს რისკის რომელიმე დონეს. აქედან შეიძლება მნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთება: თუკი ინვესტორს შეუძლია გაასესხოს ფული ან სესხი აიღოს ერთი და იგივე ურისკო საპროცენტო განაკეთის r_f პირობებში, მაშინ ახალი პორტფელის სარისკო კომპონენტებად იგი აიღებს პორტფელ T-ს. ეს პორტფელი შეესაბამება წერტილს ეფექტიანი პორტფელების ზღვარზე, სადაც ხაზი, რომელიც გადის r_f და T წერტილებზე, არის ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის მხები.

მათემატიკურად თ წერტილი შეესაბამება ისეთ ეფექტიან პორტფელს, რომლის დროსაც სიდიდე $\left[E(r_T)-r_f\right]/\sigma_T$ ღებულობს მაქსიმალურ მნიშვნელობას, სადაც $E(r_T)$ და r_f — არის ეფექტიანი პორტფელების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და სტანდარტული გადახრა.

სეპარატულობის თეორემა. ასე რომ, მოტანილი მასალა იძლევა შემდეგი დასკვნის გაკეთების საშუალებას; ვთქვათ, ყველა ინვესტორს შეუძლია შეარჩიოს ნებისმიერი ეფექტიანი პორტფელი, რომელიც მდებარეობს ეფექტიანი პორტფელების ზღვარზე. თუკი ინვესტორებს აქვთ ისესხონ ან გაასესხონ ფული ურისკო საპროცენტო განაკეთით r_f მაშინ ყოველი მათგანი ჩამოაყალიბებს სასესხო ან ვალის პორტფელს T პორტფელის საფუძველზე. ამასთან სასესხო ან ვალის წილი, რომელიც განისაზღვრება W_i სიდიდით, დგინდება, ყოველი ინვესტორის განსაკუთრებული ინდივიდუალური დამოკიდებულებით რისკთან. სხვა სიტყვებით, ოპტიმალური პორტფელი ინვესტორისათვის განისაზღვრება მისი შეხების წერტილით განუსაზღვრელობის მრუდთან ხაზით r_f T (ნახ. 28.5).

მივაქციოთ ყურადღება, რომ T პორტფელში სხვადასხვა პროპორციებით შედის რისკიანი ფასიანი ქაღალდები. მაგალითად, თუკი ეფექტიანი პორტფელები ყალიბდება მხოლოდ სამი კომპანიის „არკტურის", „ვეგასა" და „სირიუსის" აქციებისაგან" და T წერტილში შემოსავლიანობა, დაეუშვათ,



ნახ. 28.5. ოპტიმალური პორტფელის არჩევა

ინვესტორი L და N აირჩევენ ისეთ ოპტიმალურ პორტფელებს, რომლებიც შეესაბამებიან განუსაზღვრელობის ინდივიდუალური მრუდების L და N-ის შეხების წერტილებს r_f T ხაზთან, რომელიც გადის T წერტილში.

$E(r_f)=0.15$, მაშინ ეფექტიანი პორტფელი შეიცავს ამ აქციებს პროპორციით: W_1=0,3208; W_2=0,2342; W_3=0,4450 (წინები გაითვლება ფორმულით). ამასთან მოცემული წილები აბსოლუტურად არაა დამოკიდებული ინვესტორების საწყის სიდიდეზე რისკიან ფასიან ქაღალდებში. მაგალითად, 10 ათასი ლარი საინვესტიციო ხარჯების პირობებში ინვესტორი დახარჯავს „არკტურის" აქციების შეძენაზე 3208 ლარს, „ეგეას" აქციების, შეძენაზე – 2342 მანეთს და „სირიუსის" აქციების შეძენაზე – 4450 ლარს.

ახლა განიხილოთ ორი ინვესტორი L და N. N ინვესტორი უფრო კონსერვატორია. ნაკლებად მიდრეკილია რისკისაკენ და ამიტომ ამჯობინებს ინვესტირების საწყისი თანხის ნაწილი დააბანდოს ურისკო ფინანსური ქ სახსრების შეძენაში. ვთქვათ W_1=0,2-ს. ე.ი. 10 ათასი მანეთიდან, საწყისი საინვესტიციო ხარჯებიდან „არკტურის", „ეგეას" და „სირიუსის" აქციების შეძენაზე მიდის მხოლოდ 8 ათასი მანეთი, მაგრამ ამ შემთხვევაში საინვესტიციო სახსრებს ისე ანაწილებს, რომ ამ თანხის 0.3208 ანუ 0,3 208.800=2566,4 მან მიდის „არკტურის" აქციების შეძენაზე. 0,2342.8000=1873,6 მანეთი „ეგეას" აქციების შეძენაზე და 0,4450.800=3560 მან „სირიუსის" აქციების შეძენაზე. ცხადია, რომ რანაირადაც არ უნდა შეიცვალოს W_i-ის წილი (რაც განისაზღვრება ყოველი ინვესტორის ინდივიდუალური დამოკიდებულებით რისკისადმი) ნებისმიერ შემთხვევაში საინვესტიციო თანხების პროპორციები, რომელიც გამოყოფილია აღნიშნული ფირმების აქციების შესაძენად, საერთო დანახარჯებში შეადგენს 0,3208; 0,2342 და 0,4450-ს.

N ინვესტორისათვის დამახასიათებელია დიდი მიდრეკილება რისკისადმი და აპირებს ისესხოს ფული r_f საპროცენტო განაკვეთით, რათა შეიძინოს „არკტურის", „ეგეასა" და „სირიუსის" დამატებითი ოდენობის აქციები დავუშვათ, რომ მან ისესხა ფული 3 ათასი ლარის ოდენობით. ე.ი. W_f=-0,3. ამ შემთხვევაში მისი საწყისი საინვესტიციო თანხა გაიზრდება 13 ათას ლარამდე. ოღონდ იგი ფულს ხარჯავს ისე, რომ „არკტურის", „ეგეასა" და „სირიუსის" აქციების წონა იყოს საწყისი პროპორციით 0.3208.13000=4170,4 ლარი „არკტურის" აქციებზე 0,2342.13000=3044.4 მან - „ეგეას" აქციებზე, და 0,450.13000=5785 ლარი - „სირიუსის" აქციებზე და ისევ ცხადია, რომ W_1; W_2 და W_3 არ არის დამოკიდებული ინვესტორის მიერ ნასესხებ თანხაზე, შესაბამისად, სასესხო პორტფელის ფორმირებისას ინვესტორი ერთმანეთისაგან განასხვავებს ორი სახის გადაწყვეტილებას:

ა) **საინვესტიციო** – W_i-ს როგორი პროპორციით შეიძინოს რისკიანი ფასიანი ქაღალდები:

ბ) **ფინანსური** – რა თანხით შეიძინოს დამატებითი სახსრები რისკიანი ფასიანი ქაღალდების საყიდლად.

თუკი განვიხილავთ საერთო შემთხვევას და ჩავთვლით, რომ ინვესტორები აყალიბებენ ეფექტიან პორტფელებს „ფასიანი ქაღალდების გამოყენებით და ყოველი ფასიანი ქაღალდის ნაწილი პორტფელში T ტოლია $W_i(i=1, 2, 3,...n)$-ს მაშინ შეიძლება ჩამოვაყალიბოთ ე.წ. სეპარატულობის თეორემა: ნებისმიერი ინვესტორისათვის ფასიანი ქაღალდების წილი W_i T პორტფელში რჩება უცვლელი და არ არის დამოკიდებული ინვესტორის მიერ შეფასებულ რისკსა და შემოსავლიანობის ურთიერთშემართებაზე. სხვა სიტყვებით საინვესტიციო გადაწყვეტილებას (W_i-ს როგორი პროპორციით იქნას შეძენილი რისკიანი ფასიანი ქაღალდები, ინვესტორი ღებულობს ფინანსური გადაწყვეტილებებისაგან რა რაოდენობით ფული ისესხოს r_f საპროცენტო განაკვეთით) დამოუკიდებლად. ე.ი. მისი განუსაზღვრელობის მრუდის მოხაზულობის გაუთვალისწინებლად.

CAPM მოდელის მნიშვნელოვანი დასკვნაა ის, რომ T პორტფელში წარმოდგენილი უნდა იყოს აბსოლუტურად ყველა ფასიანი ქაღალდი, რომლებიც მიმოიქცევიან ფინანსურ ბაზრებზე. სინამდვილეში, რომელიმე i ფასიანი ქაღალდის არარსებობა T პორტფელში იმას ნიშნავს, რომ მასზე მოთხოვნა ინვესტორების მხრიდან ძალზე დაბალია. მაგრამ i ფასიან ქაღალდზე საჭიროა მოთხოვნის არარსებობა გამოიწვევს იმას, რომ მისი ფასი დაიწყებს დაგეგმვას, ხოლო მოსალოდნელი შემოსავლიანობა გაიზრდება და რაღაც მომენტში იგი ისევ გახდება მიმზიდველი ინვესტორებისათვის და ისინი დაიწყებენ მის შესყიდვას, შესაბამისად, ფინანსური ბაზრების წონასწორობის წერტილში (ხოლო ამ ბაზრების წონასწორობა არის CAPM მოდელის ერთ-ერთი დაშვება) T პორტფელი უნდა

შეიცავდეს ფინანსური ბაზრის ყველა ფასიან ქაღალდს. ასეთი პორტფელი საბაზრო პორტფელის სახელწოდებითაა ცნობილი და მან ჩვენ M-ით აღნიშნავთ.

ასე რომ, 1:10 დაშვების გათვალისწინებით CAPM მოდელში იგულისხმება, რომ ფინანსური ბაზრების წონასწორობის შემთხვევაში ყველა ინვესტორი შეეცდება მიიღოს ისეთი საინვესტიციო გადაწყვეტილება (W, როგორი პროპორციით შეიძინონ რისკიანი ფასიანი ქაღალდები), რომელიც ყოველ მათგანს უზრუნველყოფს ჩამოაყალიბოს საბაზრო პორტფელი M. ამასთან წონა ყოველი i ფასიანი ქაღალდის ღირებულება W_i საბაზრო პორტფელში გაუტოლდება დამოკიდებულს i ფასიანი ქაღალდის ღირებულებასა და ყველა ფასიანი ქაღალდის U მთლიან საბაზრო ღირებულებას შორის M საბაზრო პორტფელში.

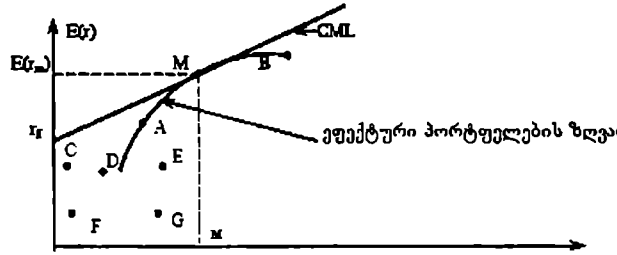
$$W_i = \frac{\text{ფასიანი ქაღალდის საბაზრო ღირებულება}}{\text{ყველა ფასიანი ქაღალდის მთლიანი ღირებულება } M \text{ პორტფელში}}$$

შესაბამისად, CAPM — ეს არის მოდელი, სადაც ყველა ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ისეთნაირად ყალიბდება, რომ ინვესტირებისათვის გამიზნული ფულის მიწოდება (ფასიანი ქაღალდების ყიდვა) გაუტოლდეს ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნას ინვესტორების მხრიდან.

კაპიტალების ბაზრის ხაზი

თუკი ყველა ინვესტორს შეუძლია ინვესტირება მოახდინოს ურისკო ფასიან ქაღალდებში (ე.ი. გაასესხოს ფული) r_f საპროცენტო განაკვეთით, ან ისესხოს ფული იგივე r_f საპროცენტო განაკვეთით ფინანსური სახსრების შესაძენად და ამავე დროს ინვესტირება მოახდინოს M საბაზრო პორტფელში. მაშინ ეფექტიანი პორტფელების ალრინდელი მრუდი P ტრანსფორმირდება სწორ ხაზად, რომელიც გადის r_f და M წერტილებზე (ნახ. 28.6.). ეფექტიანი პორტფელების ამ ახალი წრფივ საზღვარს ეწოდება კაპიტალების ბაზრის ხაზი (Capital Market Line - CML).

როგორც ნახ. 28.6-დან ჩანს, ყველა ინვესტორი უპირატესობას მიანიჭებს პორტფელებს, რომლებიც შეესაბამება CML-ს, რამდენადაც ეს პორტფელები უზრუნველყოფენ უმაღლეს უკუგებას რისკის ნებისმიერი დონის პირობებში ეფექტიანი პორტფელების მომავალი ახალი ზღვარი CML შესაძლებელს



ნახ. 28.6. კაპიტალების ბაზრის ხაზი

ნახაზზე CML ხაზი გადის r_f და M წერტილებზე. CML-ის შესაბამისი პორტფელები დომინირებენ სხვა პორტფელები, რომლებიც მდებარეობენ ეფექტიანი პორტფელების ალრინდელ მრუდზე (მაგ. პორტფელები A და B).

ხდის გამოიხატოს ფასისმიერი ურთიერთდაკოდებულება მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა $E(r)$ და სტანდარტულ გადახრას შორის ნებისმიერი კომპოზიციური პორტფელისათვის.

სინამდვილეში სწორი ხაზების განტოლება ჩაიწერება ასე:

$$y = a + bx, \qquad (28.8.)$$

სადაც a განსაზღვრავს ვერტიკალური მონაკვეთის სიგრძეს, რომელიც ამ ხაზით ჩამოიჭრება ორდინატის ღერძიდან, ხოლო b – სწორი ხაზის აბსცისთა ღერძთან დახრილობის კუთხის ტანგენსს. ჩვენს შემთხვევაში:

$$a = r_f$$

$$b = \left[E(r_m) - r_f \right] / \sigma_m,$$

სადაც $E(r_m)$ და σ_n — არის საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა და სტანდარტული გადახრა. ამ შემთხვევაში კაპიტალების ბაზრის წრფის CML–ის განტოლება შეიძლება ასე ჩაიწეროს:

$$E(r_i) = r_f + \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m} \times \sigma_i. \qquad (28.9.)$$

სადაც $E(r_i)$ და σ_n — ნებისმიერი კომპოზიციური პორტფელის შემოსაელიანობა და სტანდარტული გადახრა, რომელიც იქმნება საბაზრო პორტფელის საფუძველზე ურისკო გასესხების ან სესხების პირობებში.

მაგალითად, თუკი პირობითად დავუშვებთ, რომ r_f=0,045 -ს, $E(r_m) = 0,1475$ და $\sigma_i = 0,0883$, მაშინ განტოლება (11.4) ჩაიწერება ასეთნაირად:

$$E(r_i) = 0,045 + \frac{0,1475 - 0,045}{0,0883} \times \sigma_i = 0,045 + 1,1608 \times \sigma_i.$$

ეხლა, როცა ვიცით კონკრეტული ინვესტორის დამოკიდებულება რისკისადმი, შეიძლება ვიპოვოთ მისი ოპტიმალური პორტფელის შემოსაელიანობა და სტანდარტული გადახრა. თუკი იგი ცდილობს თავი აარიდოს ზედმეტ რისკს მაშინ მისი ოპტიმალური პორტფელის σ სტანდარტული გადახრა 0,0883-ზე დაბლა იქნება. მაგალითად, $\sigma = 0,07$;

$$E(r_i) = 0,045 + 1,1608 - 0,09 = 0,1263.$$

(11.4) ფორმულა შეიძლება ინტერპრეტირებული იქნას შემდეგი სახით; ნებისმიერი ეფექტიანი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსაელიანობა, რომელიც შეესაბამება CML–ს ორი კომპონენტის ჯამის ტოლია:

1. **ურისკო ფასიანი ქაღალდის** r_f უკუგება, რომელსაც ხშირად განიხილავენ როგორც ინვესტორის საზღაურს მომავალი შემოსაელიანობის ლოდინისათვის, ე.ი. როგორც ფულის დროებითი ღირებულებას;

2. **პრემია რისკისათვის** $E(r_i) = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m} \times \sigma_i$; რომელიც ეფექტიანი პორტფელის σ_i რისკის პროპორციულია. პროპორციულობის კოეფიციენტი $E(r_i) = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma} \times \sigma_i$ ახასიათებს CML წრფის დახრილობას და მუდმივია ყველა ეფექტიანი პორტფელისათვის CML წრფეზე. მას უწოდებენ რისკის საბაზრო ფასს. ვინაიდან სწორედ იგი გვიჩვენებს, თუ რამდენ დამატებით ერთეულ მოსალოდნელ შემოსაელიანობას მოითხოვენ ინვესტორები პორტფელის რისკის ყოველ გაზრდილ ერთეულზე ჩვენს მაგალითში რისკის საბაზრო ფასი შეადგენს 1,1608. ე.ი. თუკი რისკი გაიზრდება ერთი პირობითი ერთეულით, მაგალითად 0,01-ზე — 0,07-დან 0,08-მდე, მასინ მოსალოდნელი შემოსაელიანობა უნდა გაიზარდოს: $E(r) = 0,045 + 1,1608 \times 0,08 = 1,1379$, რაც წინა 1,1263 მნიშვნელობაზე 0,011608,ანუ 1,1608 პირობითი ერთეულით მეტია.

ე.ი. CML გვიჩვენებს, რომ ეფექტიანი პორტფელების მოსალოდნელი შემოსაელიანობის განმსაზღვრელი ერთადერთი ფაქტორი, რომელიც შეესაბამება CML–ს არის ამ პორტფელების σ_i

რისკი – რაც უფრო მეტია პორტფელის რისკი, მით უფრო მეტი უნდა იყოს მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_i)$. ეს დასკვნა სამართლიანია, ცხადია, ხოლოდ იმ შემთხვევებში, როცა $E(r_m) > r_f$. თუკი საბაზრო პორტფელის $E(r_m)$ აღმოჩნდება ურისკო საპრცენტო განაკეთზე, r_f -ზე ნაკლები, მაშინ პროპორციულობის კოეფიციენტი $\frac{E(r_m)-r_f}{\sigma_i}\times\sigma_i$ გახდება უარყოფითი და σ_i პორტფელის რისკის გადიდება გამოიწვევს $E(r_i)$-ს შემცირებას. თუმცა სიტუაცია, რომლის დროსაც $E(r_m) > r_f$ არის ნაკლებსავარაუდო ამიტომ დასკვნა პირდაპირი დამოკიდებულების შესახებ σ_i-სა და $E(r_i)$-ს შორის უფრო სარწმუნოა.

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ ფორმულა (11.4) კაპიტალების ბაზრის ხაზის შესახებ სამართლიანია მხოლოდ ეფექტიანი პორტფელებისათვის, რომელიც M საბაზრო პორტფელისა და ურისკო ფასიანი ქაღალდების კომბინაციას წარმოადგენს, ყველა ეფექტიანი პორტფელი, ცალკეული ფასიანი ქაღალდი ისევე როგორც ეფექტიანი პორტფელები ეფექტიანი პორტფელების ზღვარით, შეესაბამებიან წერტილებს, რომლებიც მდებარეობენ CML წრფის ქვემოთ (ნახ. 11.3-ზე წერტილები A, B, C, D, E, F, G, K). ვინაიდან საბაზრო პორფელი არის მაქსიმალურად დივერსიფიცირებული, მისი საკუთარი, არასისტემური რისკი უახლოვდება ნულს, ამიტომ ნებისმიერი პორტფელის რისკი, რომელიც შეესაბამება CML-ს და იზომება σ_i სტანდარტული გადახრით, განისაზღვრება მხოლოდ საბაზრო სისტემური რისკით.

28.3. ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲕᲚᲘᲐᲜᲝᲑᲐᲡᲐ ᲓᲐ ᲠᲘᲡᲙᲘᲡ ᲣᲠᲗᲘᲔᲠᲗᲙᲐᲕᲨᲘᲠᲘᲡ ᲨᲔᲤᲐᲡᲔᲑᲐ ᲜᲔᲑᲘᲡᲛᲘᲔᲠᲘ ᲤᲐᲡᲘᲐᲜᲘ ᲥᲐᲦᲐᲚᲓᲘᲡ ᲐᲜ ᲞᲝᲠᲢᲤᲔᲚᲘᲡᲗᲕᲘᲡ

კაპიტალების ბაზრის ხაზი CML შესაძლებელს ხდის დამყარდეს ურთიერთკავშირი მოსალოდნელ შემოსავლიანობას $E(r_i)$ და რისკს შორის, რომელიც იზომება სტანდარტული გადახრით σ_i. მხოლოდ კარგად დივერსიფიცირებული, ეფექტიანი პორტფელებისათვის, ეს რომ ესე გაკეთდეს, ჩვენ პასუხი უნდა გაეცეთ ორ კითხვას: ჯერ ერთი, რა შეიძლება იყოს მისაღები რისკის გასაზომად, რომლის მიღება შეუძლია ინვესტორს ნებისმიერი i ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის მოსალოდნელი უკუგების შესაფასებლად. მეორეც, როგორი ურთიერთკავშირი არსებობს რისკის ამ საზომსა და მოსალოდნელ შემოსავლიანობას შორის წონასწორობის პრობებში.

ამ კითხვებზე პასუხის გასაცემად მივმართოთ პორტფელის **დისპერსიის ფორმულას:**

$$\sigma_n^2 = \sum_{i=1}^{n} W_i^2\sigma_i^2 + \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} W_iW_j\sigma_{i,j}. \qquad (28.10.)$$

ვთქვათ, ინვესტორებმა ჩამოაყალიბეს საბაზრო პორტფელი ფული n ფასიანი ქაღალდებისაგან. შემდგომი ანალიზის გამარტივებისათვის დაეუშვათ, რომ ყველა ფასიან ქაღალდს აქვთ ერთნაირი წონა საბაზრო პორტფელში. ე.ი. $W_i = 1/n$. როგორც წინა თავში იყო აღნიშნული. ამ შემთხვევაში პორტფელის დისპერსია შეიძლება ამგვარად, იქნას წარმოდგენილი:

$$E(\sigma_n^2) = \frac{1}{n}\left[E(\sigma_i^2) - E(\sigma_{i,j})\right] + E(\sigma_{i,j}), \qquad (28.11.)$$

სადაც $E(\sigma_n^2)$ – პორტფელის მოსალოდნელი რისკი, რომელიც n ფასიანი ქაღალდებს მოიცავს;

$E(\sigma_i^2)$- იმ ფასიანი ქაღალდების დისპერსიის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე, რომლებიც შედიან პორტფელში: $E(\sigma_i^2)=\left(\sum_{i=1}^{n}\sigma_i^2\right)/n;$

$E(\sigma_{i,j})$ – პორტფელის: $E(\sigma_{i,j})=\left(\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}\sigma_{i,j}\right)/n(n-1).$

ფასიანი ქაღალდების კოვარიაციის მოსალოდნელი (საშუალო არითმეტიკული) სიდიდე.

წარმოვადგინოთ, რომ საბაზრო პორტფელის ვამატებთ კიდევ ერთ დამატებით (n+1) ფასიან ქაღალდს როგორც (7.7) ფორმულიდან ირკვევა, ეს გამოიწვევს პორტფელის რისკის ცვლილებებს; ჯერ ერთი, პორტფელის σ_n^2 დისპერსიაზე ახალი, (n+1) ფასიანი ქაღალდის დისპერსიის, σ_{n+1}^2-ის ზემოქმედებით. მეორეც, კოვარიაციით $\sigma_{i,n+1}^2=2\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_{i,n+1}$. ამასთან, ყურადღება მიეპაქციოთ იმას, რომ დისპერსია σ_{n+1}^2 შეუა როგორც ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დისპერსიის $E(\sigma_i^2)=\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_i^2/(n+1)$ საშუალო არითმეტიკული სიდიდე და თუ σ_{n+1}^2 დიდი იქნება $E(\sigma_i^2)$ — ფასიანი ქაღალდის საბაზრო პორტფელზე, მაშინ:

$$E(\sigma_i^2)=\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_i^2/(n+1)>E(\sigma_i^2)=\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_i^2/n, \qquad (28.12.)$$

ე.ი. დისპერსიის საშუალო სიდიდე გაიზრდება თუკი $\sigma_{n+1}^2<E(\sigma_i^2)=\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_i^2/n$, მაშინ $E(\sigma_i^2)=\sum_{i=1}^{n+1}\sigma_i^2/(n+1)$ იქნება ნაკლები საბაზრო პორტფელის ფასიანი ქაღალდების დისპერსიის საშუალო სიდიდეზე. ოღონდ, σ_{n+1}^2 დისპერსიის გაზლენა $E(\sigma_{n,i}^2)$ პორტფელის მოსალოდნელ დისპერსიაზე შეიძლება შევამციროთ, რამდენადაც (28.11) ფორმულიდან გამომდინარე, პორტფელის ფასიანი ქაღალდების დისპერსიის საშუალო სიდიდის ჯამური ზემოქმედება (სადაც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, შედის σ_{n-1}^2-ც), პროპორციულია 1/n. $E(\sigma_i^2)$-სა და ფასიანი ქაღალდების რიცხოვნობის, n-ის ზრდასთან ერთად გახდება ძალზე მცირედ, ე.ი. დისპერსია σ_{n+1}^2 დამატებითი ფასიანი ქაღალდისათვის, მისი უმნიშვნელო ზემოქმედების შედეგად მთელი პორტფელის დისპერსიაზე, არ შეიძლება ჩაითვალოს პოტფელის რისკის შეფასების მისაღებ საზომად.

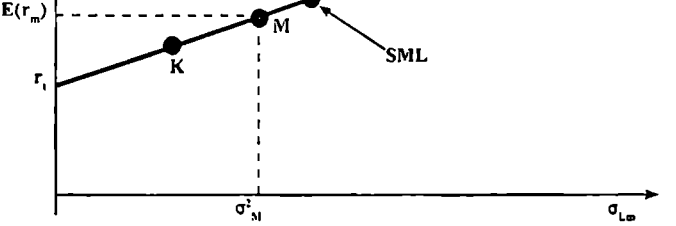
შევაფასოთ დამატებითი ფასიანი ქაღალდის პორტფელის რისკზე ზემოქმედების მეორე ფაქტორი, ცხადია, რომ (n+1) ფასიანი ქაღალდი შეცვლის $E(\sigma_{i,j})$ პორტფელის კოვარიაციის საშუალო სიდიდეს, და რაც მთავარია, როგორც ამას ფორმულა (7.9)-ის მეორე შესაკრები გვიჩვენებს, პორტფელში ფასიანი ქაღალდების საშუალო კოვარიაციაზე გავლენას ვერ მოახდენს n სიდიდე — ფასიანი ქაღალდების რიცხვი პორტფელში. ამიტომ თუკი დამატებითი (n+1) ფასიანი ქაღალდის კოვარიაციის სიდიდე სხვა ფასიან ქაღალდებთან პორტფელში მაღალია (დაბალია) საბაზრო პორტფელში ფასიანი ქაღალდების კოვარიაციის საშუალო სიდიდესთან შედარებით, მაშინ ახალი პორტფელის რისკი (n+1) ფასიანი ქაღალდების დამატებით, გაიზრდება (ან შემცირდება).

რამდენადაც ინვესტორები ცდილობენ დივერსიფიკაციის გზით შეამცირონ რისკის დონე ყოველი შემოსაველიანობის დროს, მაშინ, ცხადია, ისინი ეცდებიან გააფართოვონ პორტფელი ისეთი (n+1) ფასიანი ქაღალდის შეძენით, რომელსაც აქვს ყველაზე დაბალი კოვარიაცია და კიდევ უფრო უკეთესი — უარყოფითი კოვარიაცია არსებული პორტფელის ფასიან ქაღალდებთან. მაგრამ ეს გამოიწვევს მოთხოვნის გადიდებას ასეთ ფინანსურ სახსრებზე, რის შედეგადაც მათი ფასი გაიზრდება, ხოლო მოსალოდნელი შემოსაველიანობა შემცირდება. წონასწორობა ბაზარზე მყარდება ფასით, და შესაბამისად

შესაბამისად k-ური ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობით, რომელიც ადეკვატურად ასახავს მის კოვარიაციას საბაზრო პორტფელთან; ინვესტორები მოითხოვენ უფრო დაბალ უკუგებას იმ ფინანსური სახსრებისაგან, რომელთაც აქვთ კოვარიაციის მცირე სიდიდე (ან რაც იგივეა, კორელაციის დაბალი კოეფიციენტი). პორტფელის ფასიან ქაღალდებთან და ამ კოვარიაციის გაღიდება (კორელაციის კოეფიციენტის) გამოიწვევს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდას დამატებითი ფასიანი ქაღალდისაგან.

ახლ რომ, ჩვენ მიეცეთ იმ პირველ კითხვაზე პასუხის მნიშვნელოვან დასკვნამდე, რომელიც დაისვა პარაგრაფის დასაწყისში: **რისკის მისაღებ საზომად, რომელიც შეიძლება გამოყენებული იქნას ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ადეკვატური შფასებისათვის, არის ამ ფასიანი ქაღალდის შემოსავალიანობის კოვარიაციის სიდიდე სხვა ფინანსური საშუალებების შემოსაელიანობასთან, რომლებიც არიან პორტფელში.** მაგრამ ადრე გაკეთებული დასკვნის საანახმად. ყოველი ინვესტორი ცდილობს ფლობდეს M საბაზრო პორტფელს, შესაბამისად, ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის საჭირო შემოსაელიანობა $E(r_i)$ დამოკიდებულია $\sigma_{i,m}$ კოვარიაციის სიდიდეზე ამ ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობასა და საბაზრო პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსაელიანობას შორის. წონასწორობითი დამოკიდებულება ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელ შემოსაელიანობას. $E(r_i)$ და მის კოვარიაციას შორის საბაზრო პორტფელთან აღწერილია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხაზით (Security Market Line – SML), რომელიც არსებითად, არის კაპიტალისტური სახსრების ფასწარმოქმნის მოდელის – CAPM-ის ასახვა.

CAPM თეორიის თანახმად, დამოკიდებულება ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდისა და ნებისმიერი პორტფელის (როგორც ეფექტურის, ისე არაეფექტურის) შემოსავლიანობასა $E(r_i)$ და კოვარიაციას $\sigma_{i,m}$ შორის, საბაზრო პორტფელის ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში არის წრფივი ხასიათის: წონასწორობის ყოველი წერტილი, რომელიც შეესაბამება დამოკიდებულებას $E(r_i)$-სა და $\sigma_{i,m}$-ს შორის ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდისა და პორტფელისათვის, უნდა მდებარეობდეს ერთ სწორ ხაზზე (ნახ. 28.7).



ნახ. 28.7. CAPM-ის გრაფიკული ინტერპრეტაცია – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხაზი (SML)

ბაზი SML გადის გადის ორ წერტილზე - r_f ***- ორდინატთა ღერძზე და M წერტილზე კოორდინატებით:*** $\left[\sigma_m^2;\ E(r_m)\right]$, ***რომლებიც შეესაბამებიან საბაზრო პორტფელს. SML ხაზის დახრილობა განისაზღვრება დამოკიდებულებით:*** $\left[E(r_m)-r_f\right]/\sigma_m^2$.

საბაზრო პორტფელი, ცხადია, უნდა მდებარეობდეს SML-ზე, მაგრამ საბაზრო პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსაელიანობა ერთიმეორის მიმართ მოგვცემს საბაზრო პორტფელის დისპერსიას: $\sigma_{m,n}=\sigma_m^2$, მაშინ SNL-ის ყველა წერტილისათვის:

$$E(r_i)=r_f+\left\{\left[E(r_m)-r_f\right]/\sigma_m^2\right\}\times\sigma_{i,m}. \qquad (23.13)$$

ფორმულა (28.13) ამტკიცებს, რომ CAPM მოდელში ნებისმიერი i-ური ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელისათვის i არის ორი სიდიდის კომბინაცია;

ურისკო შემოსავლიანობა (r_f);

პრემია რისკზე $\left\{\left[E(r_m)-r_f\right]/\sigma_m^2\right\}\times\sigma_{i,m}$.

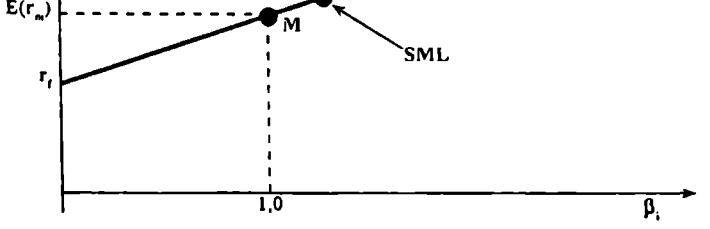
პრემია რისკზე განისაზღვრება იმით, თუ საბაზრო პორტფელის რისკზე რა გავლენას მოახდენს მოცემული ფასიანი ქაღალდი ან პორტფელი იმ კოვარიაციით, რომელიც მყარდება მათ შემოსავლიანობასა და საბაზრო პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის. ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნას, რომ ყველა ინვესტორი ცდილობს ჰქონდეს საბაზრო პორტფელი. ამიტომ რისკი ამ შემთხვევაში არის საბაზრო, სისტემატური რისკი თუკი ვისარგებლებთ წინა თავის ფორმულით, მაშინ:

$$\beta_i=\frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad \text{და} \quad \beta_i=\frac{P_{i,m}\times\sigma_i}{\sigma_m},$$

მაშინ ფორმულა (28.13.) შეიძლება ასეთნაირად ჩაიწეროს:

$$E(r_i)=r_f+\beta_i\left[E(r_m)-r_f\right]. \qquad (28.14.)$$

მოცემული ფორმულა ფართოდ გავრცელებულია პრაქტიკაში „ბეტა" კოეფიციენტის პოპულარობის გამო. (28.14.) ფორმულის საფუძველზე შეიძლება წარმოვიდგინოთ CAPM –ის გრაფიკული ინტერპრეტაციის სახეცვლილება (ნახ. 28.13.).



ნახ. 28.8. SML ხაზი „ბეტა" კოეფიციენტის გამოყენების შემთხვევაში

SML ხაზი ამ შემთხვევაში გადის r_f ***წერტილზე ორდინატთა ღერძზე და წერტილზე კოორდინატებით*** $\left[1;\ E(r_m)\right]$. ***რომელიც შეესაბამება საბაზრო პორტფელს.***

SML ხაზის აგებისას ამ შემთხვევაში აუცილებლად გასათვალისწინებელია, რომ „ბეტა" კოეფიციენტი საბაზრო პორტფელისათვის 1-ის ტოლია:

$$\beta_{\text{საბაზრო პორტფელი}}=\frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2}=\frac{\sigma_m^2}{\sigma_m^2}=1.$$

ნებისმიერი პორტფელისათვის ე.წ. პორტფელური „ბეტა" β_p -ს ტოლია ფასიანი ქაღალდების „ბეტა" კოეფიციენტების საშუალო შეწონილი სიდიდისა, რომლებიც ადგენენ პორტფელს: $\beta_p=\sum_{i=1}^{n}\beta W_i$,

სადაც k არის ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა პორტფელში, ამიტომ ასეთი პორტფელისათვის:

$$E\left(r_{\text{პორტფელი}}\right)=r_f+\beta_{i,}\times\left[E\left(r_m\right)-r_f\right].$$

ე.ი. საერთო შემთხვევაში შეიძლება ჩაითვალოს, რომ ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის, ნებისმიერი პორტფელის (ეფექტიანის და არაეფექტიანის) შემოსავლიანობა არის ორი პარამეტრის ჯამი:

ა) ურისკო შემოსავლიანობის r_f;

ბ) პრემია რისკზე (საბაზრო ან სისტემური რისკი).

ამასთან პრემიარისკისათვის სტოლია სხვაობისა საბაზრო პორტფელის $E\left(r_m\right)$-ის შემოსავლიანობასა და მოცემული ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის ბეტა კოეფიციენტს შორის.

CML-ის და SCL–ის შედარება. შეეცდაროთ ერთმანეთს ფორმულები (28.15.) და (28.16).

CML ხაზი: $E\left(r_i\right)=r_f+\left\{\left[E\left(r_m\right)-r_f\right]/\sigma_m\right\}\times\sigma_i$ (28.15.)

SCL ხაზი: $E\left(r_i\right)=r_f+\left\{\left[E\left(r_m\right)-r_f\right]/\sigma_m^2\right\}\times\sigma_{i,m}$. (28.16.)

მიუხედავად მათი ერთმანეთისადმი მსგავსებისა, აუცილებელია იმის გათვალისწინება, რომ CML გამოსაყენებელია მხოლოდ ეფექტიანი, კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელისათვის, სწორედ ამასთან დაკავშირებით მსგავსი პორტფელების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E\left(r_i\right)$ მათი სტანდარტული გადახრის σ_i-ს პირდაპირპროპორციულია. რაც შეეხება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხაზს SML-ს, იგი გამოსადეგია როგორც ცალკეული ფასიანი ქაღალდის, ასევე ნებისმიერი პორტფელის (და არა მარტო ეფექტიანის) შემოსავლიანობის შეფასებისათვის. ამიტომ რისკის საზომად აქ შეიძლება გამოდგეს ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის კოვარიაცია ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასთან საბაზრო პორტფელში. აღვნიშნავთ, რომ CML და CAPM-ის სპეციფიკური შემთხვევა სინამდვილეში სეპარატულობის თეორემის თანახმად, ინვესტორები ფულს ჩადებენ რისკიან ფასიან ქაღალდებში W_i-ს ერთი და იგივე პროპორციით. ამასთან დაკავშირებით ყველა პორტფელი, რომელიც CMLL ხაზზე მდებარეობს, აბსოლუტურად დადებითად კორელირებულები იქნებიან საბაზრო პორტფელთან. როგორც (7.19) ფორმულიდან ირკვევა, კოეფიციენტი „ბეტა" შეიძლება წარმოვიდგინოთ კორელაციის კოეფიციენტის გამოყენებით:

$$\beta_i=\frac{P_{i,m}\times\sigma_i}{\sigma_m}$$

მაშინ (28.14.) გამოსახულება მიიღებს ასეთ სახეს:

$$E\left(r_i\right)=r_f+\left[E\left(r_m\right)-r_f\right]\times P_{i,m}\times\sigma_i/\sigma_m$$

მაგრამ რამდენადაც აბსოლუტურად დადებითი კორელაციის დროს $P_{i,m}=1$. მაშინ ეღებულობთ CML-ის ფორმულას:

$$E\left(r_i\right)=r_f+\left\{\left[E\left(r_m\right)-r_f\right]/\sigma_m\right\}\times\sigma_i$$

შესაბამისად CAPM მოდელი არის საერთო მოდელი, რომელიც აღწერს დამოკიდებულებას — „რისკი/ შემოსავლიანობა" ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდისა და პორტფელისათვის, ხოლო CML მოდელი ეს არის CAPM-ის სპეციფიკური შემთხვევა, რომელიც შეიძლება გამოყენებული იქნას „რისკი/შემოსავლიანობის" დამოკიდებულების დასახასიათებლად მხოლოდ ეფექტიანი, კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელებისათვის.

დაეუბრუნდეთ ფორმულებს (28.15.) და (28.16.).

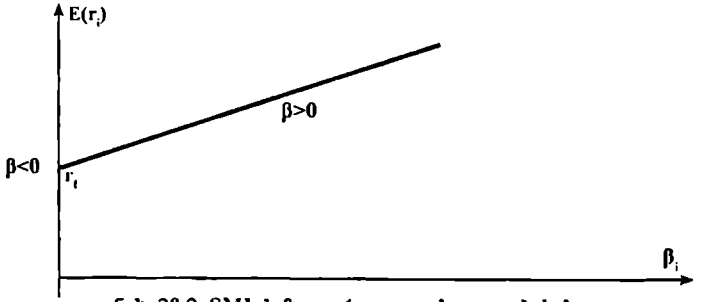
ხაზი SML: $E\left(r_i\right)=r_f+\left\{\left[E\left(r_m\right)-r_f\right]/\sigma_m^2\right\}\times\sigma_{i,m}$

$$E\left(r_i\right)=r_f+\beta_i\times\left[E\left(r_m\right)-r_f\right].$$

წინა ანალიზი აიგება ვარაუდზე, რომ $E(r_m) > r_f$ და რომ $\beta_i > 0$, თუკი აღმოჩნდება, რომ $E(r_m) < r_f$, მაშინ ხაზს SML ექნება შებრუნებული დახრა და β_i-ს ზრდა (ანუ $\sigma_{i,m}$) გამოიწვევს $E(r_i)$-ს შემცირებას. მაგრამ საბაზრო სიტუაცია, რომლის დროსაც ურისკო შემოსავლიანობა აღმოჩნდება საბაზრო პორტფელზე მაღლა ნაკლებ სავარაუდოა. თუკი კოეფიციენტი β i-ური ფასიანი ქაღალდებისათვის აღმოჩნდება ნულზე ნაკლები, მაშინ (28.16.) ფორმულა მიიღებს ასეთ სახეს:

$$E(r_i) = r_f - \beta_i \times [E(r_m) - r_f].$$

ეს იმას ნიშნავს, რომ $E(r_m) > r_f$-ს დროს $E(r_i)$ სიდიდე აღმოჩნდება r_f-ზე ნაკლები და SML ხაზი მიუახლოვდება ორდინატის ღერძს მარცხნიდან (ნახ.28.9.).



ნახ. 28.9. SML ხაზი უარყოფითი სიდიდეებისას

როცა ფასიანი ქაღალდის კოეფიციენტი ნულზე ნაკლებია, მაშინ SML ხაზი უახლოვდება მარცხნიდან ორდინატთა ღერძს, სადაც $E(r_m) < r_f$.

CAMP მოდელის პრაქტიკული გამოყენება

CAPM თეორიის პრაქტიკული გამოყენების ერთ-ერთი ძირითადი მიმართულებაა ამ მოდელის გამოყენება პორტფელებისათვის ცალკეული ფინანსური რესურსების მომაეალი ფასების ანალიზისათვის.

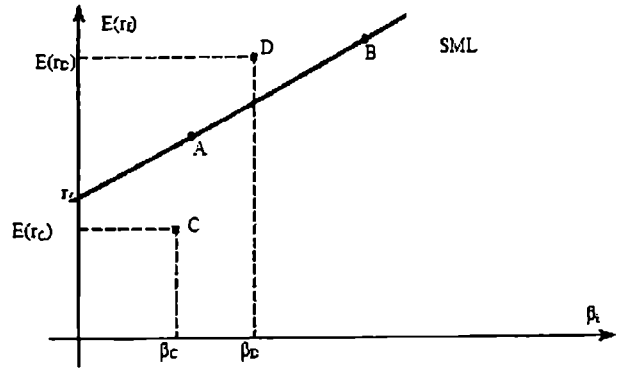
CAPM მოდელის მეშვეობით შეიძლება შეფასდეს ამა თუ იმ ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის შეძენის პოტენციალური „სასურველობა". ამისათვის ინვესტორმა უნდა იცოდეს სამი სიდიდე:

1. r_f ურისკო შემოსაელიანობა (ასეთად შეიძლება მიჩნეული იქნას სახელმწიფო ობლიგაციის შემოსაელიანობა პოლდნგური პერიოდის ტოლი დაფარვის ვადით);
2. საბაზრო პორტფელის $E(r_m)$ მოსალოდნელი შემოსაელიანობა;
3. β_i-ური ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის „ბეტა" კოეფიციენტი.

რიგორც CAPM-ის თეორიიდან ირკვევა, თუკი ცალკეული ფინანსური საშუალების ან პორტფელის ფასი ადეკვატურად ასახავს მათი შემოსაელიანობის $E(r_i)$-სა და რისკის β_i-ს ურთიერთდამოკიდებულებას, მაშინ ეს ფინანსური საშუალებები ან პორტფელები უნდა შეესაბამებოდნენ SML ხაზზე მდებარე წერტილებს (წერტილი A და B ნახ. 28.10.).

ახლა განვიხილოთ C წერტილი, რომელიც მდებარეობს SML ხაზის ქვემოთ. ასეთი მდებარეობა ადასტურებს, რომ რისკის ამ დონეზე (β-ს მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_i)$ ძალზე მცირეა, მაგრამ ასეთი რამ შეიძლება მოხდეს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა ფინანსური საშუალების ფასი აწეულია (მოშატებულია). ეს გამოიწვევს იმას, რომ ინვესტორები ასეთ ფასიან ქაღალდებს მიიჩნევენ არასასურველად და დიდი ოდენობით მიაწედიან მათ გასაყიდად ფასიანი ქაღალდების ბაზარს. შედეგად ფასი დაიწყებს დაცემას, მოსალოდნელი შემოსავლიანობა გაიზრდება და ამ ფინანსურ საშუალებასთან წონასწორობაში დადგინდება ისეთი ფასი, რომლის დროსაც დამოკიდებულება $E(r_i)/\beta_i$ გახდება SML ხაზის შესაბამისი.

სხვა სიტუაცია შეესაბამება D წერტილს: აქ β_D რისკის პირობებში შემოსავლიანობა $E(r_D)$ აღემატება იმ შემოსავლიანობას, რომელიც განსაზღვრულია CAPM მოდელით. მაგრამ ასეთ შემთხვევაში მოცემული ფინანსური საშუალება შეუფასებელია. სწორედ ასეთი ფასიანი ქაღალდების შეძენას ესწრაფვის ნებისმიერი ინვესტორი, რამდენადაც ეს ქაღალდები გვპირდებიან მნიშვნელოვან მოგებას: მაგრამ გაზრდილი მოთხოვნა მსგავს ფინანსურ საშუალებებზე განაპირობებს მათი ფასების ზრდას და როგორც შედეგი, მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შემცირებას. საბოლოო ჯამში, წონასწორობის დროს დამოკიდებულება $E(r_D)/\beta_D$ მოცემული ფასიანი ქაღალდისათვის ასევე SML ხაზისადმი შესაბამისი გახდება.



ნახ. 28.10. CAMP მოდელის გამოყენება ფინანსური საშუალებების ანალიზისათვის

A და B წერტილები ასახავენ ისეთ ფინანსურ საშუალებებს (პორტფელებს), რომელთათვისაც ფასი შეესაბამება თანაფარდობას: „რისკი"/„მოსალოდნელი შემოსავლიანობა". წერტილი C გვიჩვენებს გადაფასებულ ფინანსურ საშუალებებს, ხოლო D — შეუფასებელ ფინანსურ სახსრებს.

ასე რომ, მხოლოდ სამი მაჩვენებლის გამოყენებისას: ურისკო შემოსავლიანობა r_f). საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_m)$და β_i— ნებისმიერი i ფასიანი ქაღალდის β კოეფიციენტი, ინვესტორს შეუძლია გამოიყენოს CAPM მოდელი და განსაზღვროს:

ა) შეინარჩუნებს თუ არა იგი მოცემულ ფასიან ქაღალდს პორტფელში;

ბ) გაყიდის მას;

გ) იყიდის მას.

განვიხილოთ ფირმების: „არკტურის", „ეეგასა" და „სირიუსის" აქციები: შეგახსენებთ, რომ $\beta_A = -0{,}9787$; $\beta_B = 0{,}9740$; $\beta_C = 0{,}5256$; $E(r_A) = 0{,}105$; $E(r_B) = 0{,}128$; $E(r_C) = 0{,}194$.

ხოლო საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა $E(r_m) = 0{,}1475$. პირობითად დავუშვათ, ურისკო საპროცენტო განაკეთი $(r_f) = 0{,}045$ და განვსაზღვროთ როგორი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უნდა ჰქონდეს ყოველ ფასიან ქაღალდს CAPM მოდელის მიხედვით.

CAPM მოდელის მიხედვით:

$$E(r_A) = r_f + \beta_A \times [E(r_m) - r_f] = 0{,}045 - 0{,}9787 \times [0{,}1475 - 0{,}045] = -0{,}055$$

$$E(r_B) = 0{,}045 + 0{,}9740 \times [0{,}1475 - 0{,}045] = 0{,}145$$

$$E(r_C) = 0{,}045 + 0{,}5256 \times [0{,}1475 - 0{,}045] = 0{,}099.$$

ამ სიდიდეების შედარება ფაქტიურებთან ადასტურებს, რომ მოცემული სიაწყის პირობებში ($E(r_m)$

და r_f სიდიდეების):

ა) ფირმა „არკტურის" აქციები შეუფასებელია და აუცილებელია მათი გაყიდვა;

ბ) „ვეგას" აქციები ზედმეტადაა შეფასებული, გადაფასებულია და ინვესტორებისათვის აზრი აქვს შეამცირონ მათი რიცხვი პორტფელში;

გ)ფირმა „სირიუსის" აქციები შეუფასებელია და საჭიროა მათი დამატებითად შესყიდვა.

CAPM მოდელების დაშვებები საშუალებას გვაძლევს გავაკეთოთ ფინანსური საშუალებების ფასების მოძრაობის პირველადწყისი პროგნოზი. უფრო ღრმა ანალიზის შეფასებისათვის აუცილებელია იმის გათვალისწინება, რომ CAPM ეს არის მიახლოებითი მოდელი, რომელიც ემყარება წინასწარ პირობებს. ამიტომ მიზანშეწონილია შეფასდეს, თუ რამდენად ზუსტად ეთანხმება CAPM მოდელი რეალურ სინამდვილეს, იღონდ ასეთი შემოწმების განხორციელება არც ისე ადვილია. ამ დროს ერთ-ერთი მთავარი სირთულე საბაზრო პორტფელის ფორმირების საკითხი და $E(r_m)$-ის გაანგარიშება. ასევე β_i-ს გაანგარიშებაც. ცხადია, რომ საბაზრო პორტფელი უნდა მოიცავდეს ყველა ფასიან ქაღალდს, მაგრამ რამდენადაც რეალურია მისი მახასიათებლების შეფასება, ამ კითხვაზე პასუხის არაადეკვატურობა შესაძლებელს ხდის გამოიყენონ თავიანთი თვალსაზრისი CAPM მოდელის როგორც მომხრეებმა, ასევე მოწინააღმდეგეებმა. ასე მაგალითად, აშშ-ში ჩატარებული რიგი კვლევები ადასტურებენ, რომ $E(r_m)$ და β_i-ს ფაქტიური მნიშვნელობები არ ემთხვევა CAPM–ის თეორიულ მნიშვნელობებს. იღონდ CAPM მოდელის მომხრეები ამ კრიტიკას ხსნიან იმით, რომ არ იყო ადეკვატურად შეფასებული საჭირო პორტფელის ძირითადი პარამეტრები.

28.4. CAPM მოდელის შედეგების შეფასება. საარბიტრაჟო თეორია

მრავალრიცხოვანმა გამოკვლევებმა, რომელიც ჩატარდა CAPM მოდელის სიზუსტის შეფასების მიზნით, ურთიერთსაპირისპირო შედეგები მოგვცეს. ემპირიული მონაცემები ადასტურებენ, რომ ნამდვილად არსებობს ურთიერთკავშირის დადებითი ხაზი ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და მათ „ბეტა" კოეფიციენტებს შორის, რომლებიც გათვალისწინი არიან რეგრესიული მეთოდების გამოყენებით, მაგრამ კოეფიციენტების, α და β-ს რეგრესიული მნიშვნელობები ზოგჯერ არსებითად განსხვავდებოდნენ r_f სიდიდესა და β „ბეტა" კოეფიციენტებისაგან, რომლებიც გაითვლებიან (11.6.) ფორმულის გამოყენებით. კერძოდ, აღნიშნული იყო, რომ რეგრესიული კოეფიციენტი α, რომელიც განსაზღვრავს ვერტიკალური მონაკვეთის სიდიდეს, რომელსაც SML ხაზი ჩამოჭრის ორდინატთა ღერძს, აღემატება r_f სიდიდეს, ხოლო ემპირიული (რეგრესიული) ხაზის დახრა ნაკლებია თეორიულზე: $[E(r_m)-r]$ ამასთან დაკავშირებით გამოყენებული იქნა მრავალმხრივი ძალისხმევა CAPM თეორიის სრულყოფის თვალსაზრისით. ეს მცდელობა პირობითად შეიძლება დაიყოს ორ კატეგორიად:

ა) კვლევები, რომლებიც ცდილობენ გამოიყენონ CAPM მოდელი CAPM –ის საწყისი პირობების შესუსტების გათვალისწინებით;

ბ) შემუშავდეს ფინანსური საშუალებების ფასწარმოქმნის ალტერნატიული თეორია.

მოკლედ შევჩერდეთ ამ მცდელობებზე.

CAPM–ის თეორია ცალკეული საწყისი პირობების მოხსნის თვალსაზრისით

კრიტიკულ მიდგომას ექვემდებარება CAPM-ის შემდეგი საწყისი დაშვებები.

დაშვება 1. ინვესტორები ღებულობენ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს, მხოლოდ ორი პარამეტრის შეფასებით – ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და დისპერსია.

დაშვება 4. ყოველი ფინანსური საშუალება იყოფა ნებისმიერი შეუზღუდავი რაოდენობის ნაწილებად:

დაშვება 5. არსებობს ურისკო ფასიანი ქაღალდები, ურისკო შემოსავლით r_f. ყველა ინვესტორს შეუძლია ისესხოს ან გაასესხოს ფული r_f განაკვეთით. განაკვეთი r_f ერთნაირია გასესხებისას და სესხებისას;

დაშვება 6. არ არსებობს არანაირი წინააღმდეგობა ინვესტორების მიერ ფინანსური რესურსების ყიდვა-გაყიდვის აქტების განხორციელებისათვის;

დაშვება 7. ყველა ინვესტორს აქვს პომოგენური მოლოდინი ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობასთან მიმართებაში. ასევე ფასიანი ქაღალდების $E(r_i)$-სა და σ_i შეფასებასთან.

CAPM-ის თეორია 1 დაშვება მოხსნისას

შემოსავლიანობის შემთხვევითი სიდიდეების ნორმალური განაწილება (პირველი დაშვება სწორედ ამ ყარაულს იცილებს თავიდან). არ ვიოთხოვთ პორტფელზე მაღალი მომენტების, ე.ი. σ_i^2 დისპერსიების გამოთვლას, ალბათობას სიმეტრიის სიმჭიდროეზე ძალით საშუალო სიდიდესთან მიმართებაში.

რეალურ ცხოვრებაში ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის შემთხვევითი სიდიდეების განაწილება ყოველთვის არ არის ნორმალური, რის გამოც, შეინიშნება განაწილების ასიმეტრია (skewness), რომელიც გაითვლება ფორმულით:

$$m^3 = \sum_{i=1}^{N} [r_i - E(r_i)]^3 / (N-1). \qquad (28.17.)$$

იგი ასახავს იმ ფაქტს, რომ შემთხვევითი სიდიდეების განაწილებაში ძალზე დიდი ან ძალზე მცირე მნიშვნელობები იწყებენ მნიშვნელოვანი როლის შესრულებას. ასიმეტრიის არსებობა (ე.ი. როცა $m^3 \neq 0$). სახეს უცვლის (28.4) განტოლებას და $E(r_i)$ და β_i-ს რეალური სიდიდეები განსხვავებულნი იქნებიან CAPM-ის თეორიულად ნაწინასწარმეტყველები სიდიდეებისგან.

ამერიკელი ეკონომისტის McEnally-ს მიერ ჩატარებული კვლევები ადასტურებენ, რომ ფასიან ქაღალდებს ძალზე მაღალი „β" კოეფიციენტით ხშირად აქვთ საშუალოზე უფრო დაბალი შემოსავლიანობა, დაბალი „β" კოეფიციენტის მქონე ფასიან ქაღალდებთან შედარებით. ეს დაკვირვება ეწინააღმდეგება CAPM-ის დასკვნებს. ამის გარდა, მაკკინლიმ გამოაქვეყნა, რომ ფასიანი ქაღალდები მაღალი „β" კოეფიციენტით გამოირჩევიან ძლიერი დადებითი, ამ ფენომენის ახსნა ასე შეიძლება ჩამოყალიბდეს: ინვესტორები, რომლებიც ირჩევენ რისკიან ფასიან ქაღალდებს „β" კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობით, მიდიან იმაზე, რომ საშუალო შემოსავალი ამ ფასიანი ქაღალდებიდან შეიძლება იყოს დაბალი, შემდგომში ზემაღალი შემოსავლის მიღების იმედით.

ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა დამოკიდებულია არა მხოლოდ r_f-ის და „β"-ს მნიშვნელობებზე, არამედ დამოკიდებულია ასევე შემოსავალზე, რომელიც ფასდება სპეციალური სიდიდის, კოეფიციენტის (coskewness) γ-ს მეშვეობით, იგი კოვარიაციას ანალოგიურია. γ-ს სიდიდე გაითვლება ფორმულით:

$$\gamma = \frac{\sum_{i=1}^{N} [r_{M,i} - E(r_M)]^2 \times [r_i - E(r_i)]}{\sum_{i=1}^{N} [r_{M,i} - E(r_M)]^3}. \qquad (28.18.)$$

ასეთ პირობებში ინვესტორები ასევე ეცდებიან შექმნან კომპოზიციური პორტფელები, ურისკო საშუალებების და საბაზრო პორტფელების ხარჯზე. ინვესტორები დაიწყებენ იმ ფასიანი ქაღალდების შეძენას, რომელთაც ექნებათ γ-ს მაღალი მნიშვნელობა საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობასთან მიმართებაში. საბაზრო პორტფელის უარყოფით პირობებში ინვესტორები ეცდებიან თავიდან მოიცილონ γ-ს მაღალი სიდიდის მქონე ფასიანი ქაღალდები.

ამ შემთხვევაში CAPM-ის განტოლებას ექნება შემდეგი სახე:

$$E(r_i) - r_f = a_0 + a_1 \times \beta + a_2 \times \gamma. \qquad (28.19.)$$

1926-1970-იან წლებში ჩატარებულმა კვლევებმა აჩვენეს, რომ $E(r_i)$ და r_i-ის რეალიზებული მნიშვნელობებისათვის ზემოთ მოტანილი ტოლობა ასეთ სახეს მიიღებს:

$$E(r_{i,B}) - E(r_{f,B}) = -0,109 + 1,119 \times \beta_i - 0,212\gamma_i$$

(მინუსი ნიშანი γ-ს წინ გეიჩვენებს, რომ შემოსაელიანობის საშუალო სიდიდე მცირდება დადებითის პირობებში).

CAPM-ის თეორია 4 დაშვების მოხსნისას

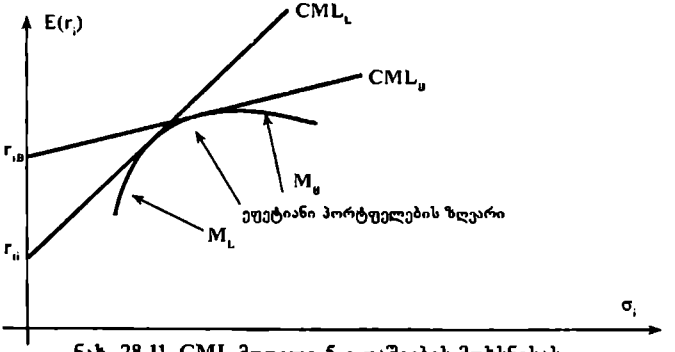
თუკი ფასიანი ქაღალდები არ შეიძლება დაიყოს ძაშინ CAPM-ის უწყვეტი ხაზი გარდაიქმნება მონაკვეთების თანმიმდევრობად. მკვლევარია შეფასებით ეს ფაქტი არსებითად არ უნდა აისახოს CAPM-ის დამოკიდებულებაზე.

CAPM-ის თეორია 5 დაშვების მოხსნისას

მოცემული დაშვება შეიძლება შესუსტდეს რამდენიმე მიმართულებით:

r_{iL} განაკვეთები ურისკო გასესხებისას და r_{iB} ურისკო სესხის ალებისას განსხვავებულია (ინვესტორები არ აიღებენ სესხს იმავე პროცენტით, რითაც სახელმწიფო). მოცემული სიტუაცია შეიძლება წარმოვადგინოთ CML და CAPM მოდელებზე.

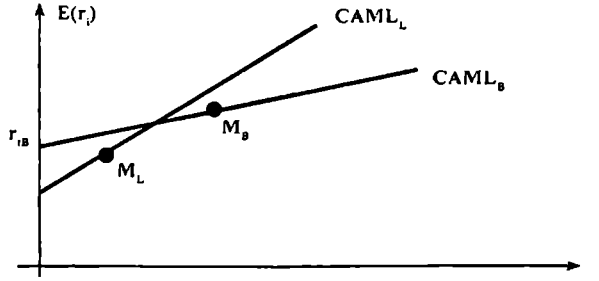
CML-სათვის:



ნახ. 28.11. CML მოდელი 5-ე დაშვების მოხსნისას

CML ამ შემთხვევაში იწყება r_f წერტილიდან შემდეგ მიდის M_L წერტილამდე, რომელიც შეესაბამება საბაზრო პორტფელს, ამის შემდეგ $M_L + M_B$ მონაკვეთზე CML ხაზი ემთხვევა ГЭ სასესხო საბაზრო პორტფელს, და ამის შემდეგ მიდის მარჯვენა მონაკვეთზე.

CAMP-სათვის:

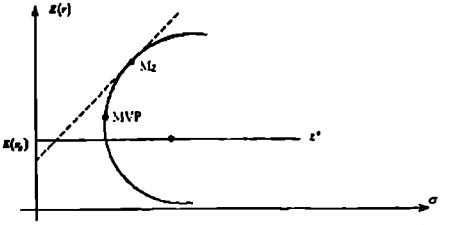


ნახ. 28.12. CAML მოდელი 5-ე დაშვების მოხსნისას

ურისკო პროცენტის არსებობა როგორც ფულის გასესხებისას, ისევე სესხებისას განაპირობებს იმას, რომ ერთი და იგივე ფინანსური საშუალებისათვის ყალიბდება SML-ის ორი ხაზი.

რამდენადაც r_{fl} შეიძლება განსხვავდებოდეს სხვადასხვა ინვესტორებისათვის, ყოველი ინვესტორი წააწყდება თავისთან მიმართებაში CML-ისა და CAPM-ის ურთიერთდამოკიდებულებას. ე.ი. არ არსებობს ერთადერთი წონასწორობითი დამოკიდებულება „რისკი/შემოსავლიანობასთან" მიმართებაში ყველა ფასიანი ქაღალდისათვის და ყველა ინვესტორისათვის.

ბ) საერთოდ არ არსებობს ურისკო საშუალებები. ასეთ შემთხვევაში მოდელი ტრანსფორმირდება მოდელად ნულოვანი „ბეტა კოეფიციენტით" (Zero Beta Version of CAPM). CML-ის შემთხვევაში მოდელი ამგვარად აისახება:



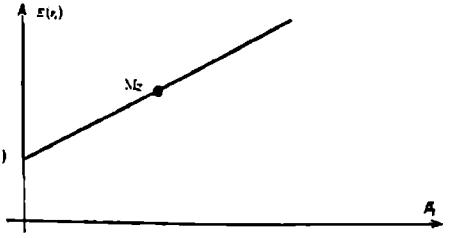
ნახ. 28.13. CML მოდელი ნულოვანი „ბეტათი"

M_z — საბაზრო პორტფელი; MVP – მოდელი მინიმალური დისპერსიით. Z – პორტფელი, $\beta_{პორტფ.}=0$. ე.ი. ნულოვანი სისტემატური რისკით.

პორტფელი $\beta_{პორტფ.}=0$-ს აქვს ნულოვანი სისტემატური რისკი და ამაში მდგომარეობს მისი განსხვავება ურისკო საშუალებებისაგან – მას საერთოდ არა აქვს რისკი, ხოლო β=0-ს. არ არსებობს მხოლოდ სისტემური რისკი, ხოლო არასისტემური რისკი შეიძლება არსებობდეს. ამასთან დაკავშირებით წერტილი Z რომელიც შეესაბამება Z პორტფელს, $\beta_{პორტფ.}=0$ არ მდებარეობს ვერტიკალურ ღერძზე. ხაზზე Z* განლაგდებიან პორტფელები, რომელთაც აქვთ ნულოვანი კორელაცია M_z საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობასთან (მათთვის $\beta_{პორტფ.}=0$). ოღონდ Z პორტფელს ასეთი პორტფელების საერთო ნაკრებიდან აღენიშნება მინიმალური დისპერსია, ე.ი. Z-ესაა პორტფელი მინიმალური დისპერსიით ნულოვანი „β"-ს პირობებში (MVZB პორტფელი).

როცა არა გვაქვს ურისკო ფასიანი ქაღალდები, ინვესტორები ირჩევენ ГПЭ პორტფელს WVP წერტილის ზემოთ. პორტფელები. რომლებიც მდებარეობენ MSP-დან M_z-მდე. ყალიბდებიან. როგორც Mz და Z პორტფელების კომბინაცია დადებითი პროპორციებით. ე.ი. $W_{MZ} > 0$ და $W_Z > 0$. წერტილი M_z-ს მარჯვნივ აუცილებელია მოკლედ გაყიდოს Z პორტფელი და ფული ჩაიდოს M_z პორტფელში. CAPM-ისათვის ეს შემთხვევა ასახულია ნახ. 28.14.-ზე და CAPM-ის ტოლობა ღებულობს ასეთ სახეს:

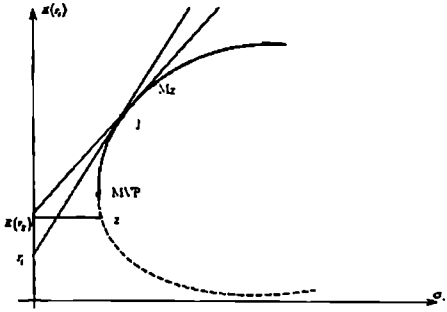
$$E(r_i) = E(r_z) + [E(r_m) - E(r_z)] \times \beta_i.$$



ნახ. 28.14. CAPM მოდელი ნულოვანი „ბეტა"-თი

ამ შემთხვევაში ვერტიკალურ ღერძზე აიღება არა r_f-ის მნიშვნელობა, არამედ $E(r_z)$- მნიშვნელობა — პორტფელის მნიშვნელობა ნულოვანი „ბეტა"-თი.

გ) არის შესაძლებლობა შეძენილი იქნას ურისკო ფასიანი ქაღალდები (გასესხებული იქნას ფული), r_f-ის ქვეშ, მაგრამ საერთოდ შეუძლებელია ურისკო სესხის აღება (სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მოკლე გაყიდვაც კი შეუძლებელია). ამ შემთხვევაში CML ღებულობს ასეთ სახეს (ნახ. 28.15.).



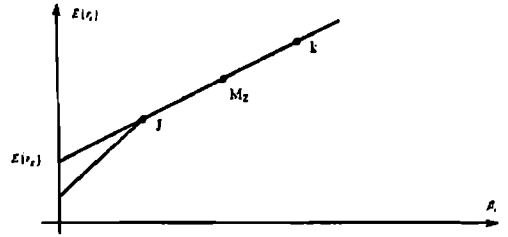
ნახ. 28.15. CML მოდელი ურისკო სესხის არარსებობის შემთხვევაში

ბაზი CML ამ შემთხვევაში თავდაპირველად მიდის სხივის $r_f J$-ს მიმართულებით, შემდეგ ГЭП-ის მიმართულებით JM_z მონაკვეთზე, ხოლო შემდეგ ГЭП-ის მიხედვით k წერტილისაკენ.

წინა შემთხვევისაგან განსხვავებით მონაკვეთზე MVP-დან J-მდე, $r_f J$ ჭარბობენ და პორტფელები მდებარეობენ ამ სხივზე. პორტფელი J არ არის საბაზრო პორტფელი. J მონაკვეთზე მაღალ ადგილას ინვესტორები იძენენ მხოლოდ რისკიან ფასიან ქაღალდებს. რამდენადაც საბაზრო პორტფელი M_z არის შეწონილი საშუალო პორტფელი ინვესტორების მიერ შექმნილი ყველა ეფექტიანი პორტფელებიდან, მათ შორის J პორტფელიც, მაშინ პორტფელი M_z უნდა მდებარეობდეს J-ს ზევით და მარჯვნივ. სხვა სიტყვებით, J – არის ოპტიმალური სარისკო პორტფელი იმ ინვესტორებისათვის, რომლებიც იყენებენ ურისკო ფულის გასესხებას.

J წერტილის მარჯვნივ და ზევით M_z წერტილამდე პორტფელების ფორმირება ხდება საბაზრო M_z პორტფელის და Z (MVZB) პორტფელის კომბინირების გზით. M_z წერტილის ზევით და მარჯვნივ პორტფელების ფორმირებისათვის უნდა მოკლედ გაიყიდოს პორტფელი Z და მიღებული ფული ჩაიდოს M_z პორტფელში.

CAPM მოდელთან მიმართებაში მოცემული სიტუაცია ასეთნაირად გამოიყურება:



ნახ. 28.16. CAPM მოდელი ურისკო სესხის არარსებობის პირობებში

ამ შემთხვევაში SML ბაზი წარმოადგენს ტეხილ ბაზს, რომელიც ორი სხივისაგან იქმნება და რომელთაც J პორტფელი ყოფს.

თუკი ინვესტორს შეუძლია ფული გაასესხოს r_f საპროცენტო განაკვეთით და არ არის შესაძლებლობა სესხი აღებული იქნას r_f საპროცენტო განაკვეთით, მაშინ გაწონასწორებული დამოკიდებულება $E(r)$

და β-ს შორის ყველა რისკიანი ფასიანი ქაღალდისათვის (რომლებიც შედიან საბაზრო პორტფელში) აისახება შემდეგი განტოლებით:

$$E(r_i) = E(r_z) + [E(r_m) - E(r_z)] \times \beta_i \qquad (28.20.)$$

(რომელიც გამოყვანილია ნულოვანი „ბეტას" შემთხვევაში). ოღონდ ეს განტოლება მიეკუთვნება მხოლოდ იმ შემთხვევებს, როცა პორტფელში არის მხოლოდ რისკიანი ფასიანი ქაღალდები (ურისკო ფასიანი ქაღალდები არ არის). ე.ი. აღწერს პორტფელებს, რომლებიც მდებარეობენ J წერტილის ზევით და მარჯვნივ. კომპოზიციური პორტფელები, რომლებიც იქმნებიან J პორტფელის და ურისკო სახსრების საფუძველზე, არ აღიწერება ამ ტოლობით. ასე, რომ CAPM-ის დამოკიდებულება ამ შემთხვევაში წარმოდგენილია პორტფელით ერთობლივად გამოყოფილი ორი სხვით.

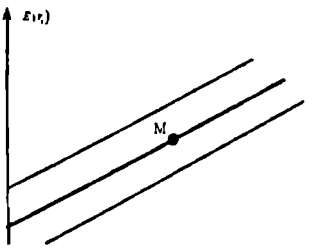
შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ MVZB პორტფელი დომინირებს ურისკო საშუალებებზე: ორიენტაციის $\beta=0$, მაგრამ $E(r_z) > r_f$. თუმცა MVZB პორტფელები შეიცავენ არასისტემურ რისკებს და ამიტომ არ არიან დომინირებულები.

CAPM-ის თეორია ნ-ე ხარისხის

აღნიშნული დაშვების მოხსნა ორი ასპექტით შეიძლება განვიხილოთ: ა) **საკომისიოების აღრიცხვას** მივყვეართ იქამდე, რომ ყალიბდება განსაზღვრული საზღვრები პარალელურ შერეულ ხაზებს შორის (ნახ. 28.17.).

ბ) **გადასახადების გათვალისწინება** – მათი ზემოქმედება მოითხოვს სპეციალურ კვლევებს, რამდენადაც გადასახადებს შეუძლიათ გავლენა მოახდინონ და შეცვალონ წონასწორობითი დამოკიდებულება: რისკი/შემოსავლიანობა. აშშ-ს სპეციალისტების შეფასებით გადასახადები განსაკუთრებულ გავლენას ახდენენ დივიდენდებზე.

მიღებულია, რომ ამ შეზღუდვის მოხსნა ძირფესვიანად ცვლის თეორიას, ვინაიდან ყოველი ინვესტორი ეცდება შექმნას საკუთარი პორტფელი დროის განსაზღვრული მონაკვეთის შემდეგ. ამ შემთხვევაში CML-სა და CAPM-ს შორის წონასწორობითი დამოკიდებულება არ არსებობს.



ნახ. 11.14. CAPM მოდელი საკომისიოების გათვალისწინებით

თუკი პორტფელების ფორმირებისას გაითვალისწინება ბროკერებისათვის საკომისიოები, მაშინ თეორიული სწორი ხაზი SML იქნება პარალელურად გადაადგილებული შესაძლო კორიდორის ჩარჩოებში (საზღვრებში).

ამგვარად, რიგი მკვლევარები ცდილობენ ახსნან CAPM მოდელის ფაქტიურ მონაცემებსა და თეორიულ შეფასებებს შორის განსხვავება.

ის ფაქტი, რომ ხშირად CAPM-ს თეორიული შეფასებები არ ემთხვევა ფაქტიურ მონაცემებს, აიძულებს რიგ მკვლევარებს იფიქრონ კოეფიციენტთან ერთად, დამატებითი ფაქტორების არსებობა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფინანსური საშუალებების ფასწარმოქმნის პროცესზე.

მრავალფაქტორიანი მოდელის ერთ-ერთი ვარიანტია საარბიტრაჟო თეორია.

28.5. საარბიტრაჟო თეორია. ფასნარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი (Arbitrage Pricing Theory — ART)

ფასნარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი

ეს მოდელი ფორმულირებული იქნა 1976 წელს ამერიკელი ეკონომისტის ს. როსის (Stephen Ross) მიერ. მან დაუშვა, რომ ნებისმიერი ფინანსური საშუალების ფასი განისაზღვრება საარბიტრაჟო დამოკიდებულებით: APT ემყარება ვარაუდს, რომ ნებისმიერი ორი ან მეტი ოდენობის ფასიანი ქაღალდი ან პორტფელი, რომელთაც ერთნაირი შემოსავალი მოაქვთ ინვესტორისათვის, უნდა გაიყიდოს ერთი და იგივე ფასში. სხვა სიტყვებით, თუკი ორ ფასიან ქაღალდს აქვთ ერთი და იგივე დონის რისკი. მაგრამ აქვთ სხვადასხვა შემოსაველიანობა, — ინვესტორი არბიტრაჟის გზით აღმოფხვრის ამ სხვაობას, იქნეს რა ფასიან ქაღალდებს უფრო მაღალი შემოსაველიანობით (და ნაკლები ფასით) და ყიდის ფინანსურ სახსრებს დაბალი შემოსაველიანობით (მაღალი ფასით). ორი ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვის ეს პროცესი გრძელდება მანამ, სანამ მათი შემოსაველიანობა და შესაბამისად ფასები არ გათანაბრდება.

APT მოდელი არ მოითხოვს იმდენ საწყის შეზღუდვებს, როგორც CAPM მოდელი და მას მიეკუთვნება შემდეგი:

1. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი აბსოლუტურად კონკურენტულია;

2. ინვესტორებს აქვთ ჰომოგენური მოლოდინი და ცდილობენ ინვესტირების პროცესში მოახდინონ თავიანთი სარგებლიანობის მაქსიმიზაცია;

3. ნებისმიერი ფინანსური საშუალების r შემოსაველიანობა შეიძლება წარმოდგენილი იქნას რამდენიმე ფაქტორის წრფივი ფუნქციის სახით:

$$r_i = \beta_{i0} + \beta_{i1} \times F_1 + \beta_{i2} \times F_2 + \ldots + \beta_{iM} \times F_M + \varepsilon_i, \qquad (28.21.)$$

სადაც r_i – i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსაველიანობა $(i = 1, 2, \ldots n)$ ჰოლდინგური პერიოდის განმავლობაში β_{i0} i-ური ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავალიანობა თუკი ყველა ფაქტორის უკუგება ნულის ტოლია;

β_{ij} – კოეფიციენტი, რომელიც ახასიათებს i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსაველიანობის მგრძნობელობას i-ური ფაქტორის ცვლილების მიმართ.

F_j – i-ური ფაქტორის სიდიდე; $\beta_j F_j J = 1, 2, \ldots M$.

ε_i – შემთხვევითი ცდომილება მოსალოდნელ სიდიდესთან, ნულის ტოლია.

4. არ არსებობს კორელაცია შემთხვევით ცდომილებას შორის ორი ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის მიხედვით, ე.ი. $E\left[\varepsilon_i \times \varepsilon_j\right] = 0$ ყველა $i \neq j$-თვის;

5. არ არსებობს კორელაცია შემთხვევით ცდომილებებსა და ფაქტორების სიდიდეს შორის ყველა ფასიანი ქაღალდისა და ყველა პორტფელისათვის. ე.ი. $0E\left\{\varepsilon_i \times \left[F_j - F(F_j)\right]\right\} = 0$ ყველა $i = 1.2, \ldots n$; და $J = 1, 2, \ldots M$.

ძირითადი განტოლებები (28.21.) არბიტრაჟის თეორიაში შარპის მოდელის ძირითადი ტოლობებისა (26.14. ფორმულა) მსგავსია. იმ განსხვავებით, რომ საარბიტრაჟო მოდელში რეგრესია დგება რამდენიმე ფაქტორის მიხედვით. თეორიულად შეიძლება შერჩეული იქნას ნებისმიერი ფაქტორები. მაგ. თვითონ როსი (როლისთან და ჩენთან ერთად), ოთხი ფაქტორის გამოყენებით ამოწმებდა APT მოდელს:

1. სამრეწველო წარმოების ზრდის დონე;

2. ინფლაციის დონე;

3. სხვაობა საპროცენტო განაკვეთის დონეებს შორის გრძელვადიანი და მოკლევადიანი კრედიტების მიხედვით;

4. სხვაობა ნაკლებსაიმედო და მაღალსაიმედო ობლიგაციების უკუგებას შორის.

ცნობილი საინვესტიციო ბანკი Salomon Brothers იყენებდა შემდეგ ფაქტორებს:

1. ინფლაციის დონე;
2. მთლიანი ეროვნული პროდუქტის ზრდის ტემპები;
3. საპროცენტო განაკვეთი;
4. ფასების ცვლილების პროცენტი საათობზე;
5. დანახარჯების ზრდის პროცენტი თავდაცვაზე.

ამოსავალი დებულებების, გამოსაყენებელი ფაქტორების რაოდენობას განსხვავებულობის APT და CAPM მოდელები ერთიმეორის მსგავსია იმით, რომ ორივე ისინი გულისხმობენ მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნის განსაზღვრისას სისტემური (საბაზრო) რისკის გათვალისწინების აუცილებლობას. საკუთარი (არასისტემური) რისკის თავიდან აცილება ხდება დივერსიფიკაციის ხარჯზე.

$\beta_{i,j}$ თანამამრავლები (28.21.) განტოლებაში ანალოგიურია შარპის მოდელის β_i კოეფიციენტისა, ისინი გვიჩვენებენ, რა გავლენას ახდენს i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობაზე j-ური ფაქტორი. ასე მაგალითად, თუ $\beta_{i,j} = 1{,}5$, მაშინ j-ური ფაქტორის ყოველი 1%-ით ცვლილებას შეესაბამება i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის 1,5%-ით ცვლილება.

თუკი ინვესტორმა ჩამოაყალიბა კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელი, მაშინ APT მოდელის 4 და 5 პირობებიდან გამომდინარე, პორტფელის ფასიანი ქაღალდების საკუთარი რისკი, რომელიც გამოისახება შემთხვევითი ცდომილების ε_i-ს სახით, თავიდან აცილება დივერსიფიკაციის გზით. ამიტომ ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობაზე გავლენას ახდენენ მხოლოდ F_i-ფაქტორებით გამოსახული სისტემატიკური კომპონენტები. როგორც რისმა აჩვენა, ამ პირობებში APT საფუძველი — არბიტრაჟული არგუმენტები განაპირობებენ იმას, რომ წულოვან ინვესტიციებთან და წულოვან სისტემატიკურ რისკთან პოზიციების უკუგების წონასწორობა გაუტოლდება წულს. ამ შემთხვევაში ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეიძლება გამოისახოს ფორმულით:

$$E(r)_i = \lambda_0 + \beta_{i,1} \times \lambda_1 + \beta_{i,2} \times F_2 + \ldots + \beta_{i,M} \times \lambda_M, \qquad (28.22.)$$

სადაც $E(r)_i$ - i-ური ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობაა.

λ_0 — i-ური ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა წულოვანი სისტემატიკური რისკის პირობებში; $\lambda_0 = r_f$, თუკი არსებობს ურისკო ფულის გასესხება და სესხება.

λ_j — პრემია რისკზე, რომელიც დაკავშირებულია i-ური ფაქტორის გავლენასთან. $\lambda_i = E(r_i) - \lambda_0$ ან $\lambda_i = E(r_i) - r_f$ ურისკო ოპერაციების შემთხვევაში.

β_{ij} — „ბეტა“ კოეფიციენტი, რომელიც ახასიათებს i-ური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის მგრძნობელობას i-ური ფაქტორის ცვლილების მიმართ.

მიუხედავად იმისა, რომ APT თეორიას აქვს საწყისი შეზღუდვების ნაკლები რიცხვი, და არის უფრო ზოგადია, ვიდრე CAPM მოდელი, მისი გამოყენების ძირითადი სირთულე შემდეგში მდგომარეობს: რომ იგი არ ხსნის, რა რაოდენობით და, სახელდობრ, რომელი ფაქტორები უნდა იქნას გამოყენებული რეგრესის განტოლებების ადეკვატური შედგენისათვის.

ოცდამეცხრე თავი. საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების შეფასება

29.1. ინვესტიციების შემოსავლიანობის გათვლა

წინა მასალა წარმოდგენას გვიქმნის საინვესტიციო პროცესის პირველ ეტაპებზე: ცალკეული ფინანსური საშუალებების შეფასება; პორტფელების შეფასება; პორტფელების შერჩევა. ახლა ჩვენ უნდა ვუპასუხოთ ბოლო ფაზას: როგორ შეძლებენ ინვესტორები საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების შეფასებას. შევნიშნავთ, რომ პასუხი ხშირად ემთხვევა პასუხს კითხვაზე: თუ რამდენად წარმატებულად მოქმედებდა საანგარიშო პერიოდში საინვესტიციო მენეჯერი. ეს იმით აიხსნება, რომ ბევრი ინდივიდუალური ინვესტორი მონაწილეობს საინვესტიციო პროცესში საინვესტიციო, საპენსიო და სადაზღვევო ფონდების მეშვეობით და კომპანიებით, რომლებსაც მართავენ მენეჯერები. რამდენადაც საინვესტიციო პროცესის ერთ-ერთი მთავარი მშამდგენელი კომპონენტი ფინანსური საშუალებების უკუგებაა, იმდენად აუცილებელია შევსრულდეთ ინვესტიციების შემოსავლიანობის გათვლის ხერხებზე.

ინვესტიციების შემოსავლიანობის გათვლა

ადრე უკვე აღვნიშნეთ, რომ ინვესტორისათვის სიძნელეს არ წარმოადგენს გათვალოს i-ური ფასიანი ქაღალდის r_i შემოსავლიანობა პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში:

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} + D_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, \qquad 29.1.$$

სადაც $r_{i,t}$ — ფინანსური საშუალების უკუგებაა პოლდინგური პერიოდის ბოლოს;

$P_{i,t}$ — ფინანსური საშუალების ფასი პოლდინგური პერიოდის ბოლოს;

$D_{i,t}$ — ფულის ნაკადი (დივიდენდი აქციებზე, პროცენტები ობლიგაციებზე), რომელიც მიიღება პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში;

$P_{i,t-1}$ — ფინანსური საშუალების ფასი ჰოლდინგური პერიოდის დასაწყისში.

მაგრამ ეს ფორმულა გამოყენებადია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა პოლდინგური პერიოდის განმავლობაში არ ხდება საინვესტიციო პროცესთან დაკავშირებული $P_{i,t}$ სიდიდის ცვლილებები. განვიხილოთ უბრალო მაგალითი. დავუშვათ, ჩვენ გვსინდა შევაფასოთ საინვესტიციო ფონდის „ვეგას" მენეჯერის საქმიანობა, სადაც ჩადებულია ჩვენი ფული 2009 წლის მარტში. როგორც დადგენილია, სამუშაოების დასრულების მომენტში 28 თებერვალს ფონდის ანგარიშზე იყო 120 ათასი ლარი. 7 მარტს ქარხანა „დინამომ" ფონდის ანგარიშზე გადაიტანა 30 ათასი ლარი. ყოველდღიური შენატანების სახით 2009 წლის თებერვლიდან 31 მარტამდე ფონდის ანგარიშზე ირიცხებოდა 152,175 ათასი ლარი. როგორია ფონდის მიერ მიღებული შემოსავლიანობა მარტის თვეში? თუკი გაგთვლით ზემოთ მოტანილი ფორმულის მიხედვით და თუ ჩაეთვლით საწყის თანხად 120 ათას ლარს, მაშინ მივიღებთ:

$$r = (152{,}175 - 120)/120 = 0{,}268.$$

ან 26,8% — შესანიშნავი შედეგია. მაგრამ 32, 175 ლარი ფონდი თანხის ნაზრდიდან მარტში 30 ათასი ლარი შეადგენს შენატანები ქარხანა „დინამო", რომელსაც არანაირი ურთიერთობა არა აქვს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებთან. შეიძლება მივიღოთ საწყის თანხად 150 ათასი მან. ე.ი. მაშინვე გავითვალისწინოთ ახალი შემოსულობანი. ამ შემთხვევაში

$$r = (152{,}175 - 150)/150 = 0{,}0145.$$

ან 1,45%, მაგრამ ამასთან არ გაითვალისწინება ის 6 დღე მარტის, როცა ფონდის ანგარიშზე იყო მხოლოდ 120 ათასი ლარი.

ფულადშენოწილი შემოსავლიანობა

არსებობს შემოსავლიანობის შეფასების ორი სისტემა პერიოდებისათვის, რომლის განმავლობაში საინვესტიციო საქმიანობასთან უშუალოდ დაუკავშირებელი ფულის ნაკადები შეინიშნება. **პირველ შემთხვევაში ჩვენ მივიღებთ შემოსავლიანობას, რომელიც შეწონილია შემოსულ ფულად თანხებთან**

თანხებით – ფულად შეწონილ შემოსავლიანობასთან. მეორე შემთხვევაში შემოსავლიანობა შეიწონება დროის მონაკვეთებით და მიიღება დროში შეწონილი შემოსავლიანობა.

ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა წარმოადგენს ფულის ყველა ნაკადის IRR შემოსავლიანობის შიდა ნორმას, რომელსაც ადგილი აქვს განსახილველ პერიოდში. დასაწყისისათვის აიღოთ მარტივი მაგალითი. ვთქვათ საინვესტიციო ფონდი „ოქეგა" 31 მარტისათვის ფლობდა 90 ათას ლარს. 1 აპრილს აქ შემოვიდა დამატებით 5 ათასი ლარი. ამის შემდეგ მსგავსი შენატანები გაკეთდა 1 მაისს, 1 ივნისს, 1 ივლისს, 31 ივლისს. ფონდის ანგარიშზე იყო 115 ათასი ლარი, რისი ტოლია ფონდის მენეჯერის მიერ მიღებული პასუხისათვის აუცილებელია გავითვალოთ განსახილველ პერიოდში ყოველთვიური შემოსავლიანობის შიდა ნორმა, ხოლო შემდეგ ეს თვიური ნორმა შესაბამისობაში მოვიყვანოთ წლიურ სიდიდესთან.

როგორც ცნობილია, **შემოსავლიანობის შიდა ნორმა IRR ეს არის დისკონტის ისეთი ნორმა, რომლის დროსაც ფულის ნაკადების დაყვანილი ღირებულება გარკვეულ პერიოდში უტოლდება საწყის საინვესტიციო თანხას** (ე.ი. WPV-ს წმინდა დაყვანილი ღირებულება ნულის ტოლია). ჩვენს შემთხვევაში IRR გაითვლება ფორმულით:

$$90 = \frac{-5}{(1+IRR)^1} + \frac{-5}{(1+IRR)^2} + \frac{-5}{(1+IRR)^3} + \frac{-5}{(1+IRR)^4} + \frac{115}{(1+IRR)^5}.$$

შევნიშნავთ, რომ ფულის შემოსული ნაკადები აიღება უარყოფითი ნიშნით, რამდენადაც ეს თანხები არ მიეკუთვნება საინვესტიციო სამეწარმეო შედეგებს. პირველი შემოსული თანხა არ დისკონტირდება, რამდენადაც მოტანილი ფულის მომავალი თანხები მოდის პირველი აპრილისათვის, რიცა ფონდში შემოვიდა პირველი 5 ათასი ლარი. IRR-ის გათვლა ამ ფორმულით შეიძლება ან შერჩევის მეთოდის გამოყენებით, ან სპეციალურად დაპროგრამებული კალკულატორებით. ჩვენს შემთხვევაში IRR=0,012. ანუ 1,2%-ს. ეს სიდიდე წარმოადგენს ფონდის ფულად შეწონილ შემოსავლიანობას თვეში. რამდენადაც შემოსავლიანობა ჩვეულებრივ მიეთითება მთელი წლისათვის, აუცილებელია გაითვალოს წლიური შემოსავლიანობა. ამასთან შეიძლება გაითვალოს არითმეტიკული წლიური შემოსავლიანობა და გეომეტრიული წლიური შემოსავლიანობა. არითმეტიკული წლიური შემოსავლიანობა გაითვლება შემოსავლიანობის შეკრებით ყოველ თვეში. ჩვენს შემთხვევაში საჭიროა 1,2% უბრალოდ გავამრავლოთ 12-ზე (თვეების რაოდენობა წელიწადში). 1,2%×12=14,4% — **ესაა არითმეტიკული წლიური ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა.**

წლიური გეომეტრიული შემოსავლიანობის განსაზღვრისათვის საჭიროა სიდიდე (1+IRR)=(1+0,012)=1,012 აიყვანოთ 12-ე ხარისხში: $(1,012)^{12} = 1,1539$ და გამოვაკლოთ ერთიანი (1,1529-1)=0,1539, ანუ 15,39%. **ეს არის წლიური გეომეტრიული ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა.** შევნიშნავთ, რომ რამდენადაც გეომეტრიული შემოსავლიანობა საშუალებას იძლევა გაითვალოს რთული პროცენტი (პროცენტი პროცენტზე), იგი არის უფრო მისაღები საინვესტიციო საქმიანობის შეფასებისათვის.

გაცილებით რთულია ფულადი შეწონილი შემოსავლიანობის განსაზღვრის ამოცანა, რიცა ფულის ნაკადები არარეგულარულად შემოდის. ამ შემთხვევაში მიზანშეწონილია ვიპოვოთ შემოსავლიანობის შიდა ნორმა ერთი დღისათვის, ხოლო ამის შემდეგ განვსაზღვროთ შემოსავალიანობის ნორმა თვის ან წლის მიხედვით.

დავუბრუნდეთ საინვესტიციო ფონდი „ოქეგას" მაგალითს, რომელიც განვიხილეთ პარაგრაფის დასაწყისში. ფონდი განაგებდა 120 ათას ლარს 28 თებერვლის მდგომარეობით. 7 მარტის 9 საათისათვის მის ანგარიშზე ჩაირიცხა დამატებითი 30 ათასი ლარი და 31 მარტისათვის ფონდში ირიცხებოდა 152,175 ათასი ლარი. გავითვალოთ დღიური შიდა შემოსავლიანობის ნორმა პირობით:

$$120 = \frac{-30}{(1+IRR)^0} + \frac{152,175}{(1+IRR)^{31}},$$

რაც გვაძლევს IRR=0,0005 ანუ 0,05%-ს. ამ შემთხვევაში გეომეტრიული შემოსავლიანობა

მარტში არის 31-ე ხარისხში აყვანილი სიდიდე (1,0005), ერთის გამოკლებით: $(1.0005)^{31} = (1,01562 - 1)$ ანუ 1,56%. ხოლო არითმეტიკული — ვამრავლებთ 0,0005-ს 31-ზე: $0.0005 \times 0,31 = 0.155$ ან 1,55%. ე.ი. ვიფასებთ რა ფონდი „ვეგა"-ს მენეჯერის საქმიანობას, ჩვენ მხედველობაში უნდა მივიღოთ რომ ფულად შეწონილი გეომეტრიული შემოსაელიანობა მარტის თვეში იყო 1,58%. მაშინ წლიური უკუგება შეადგენს: $(1,01562)^{12} - 1 = (1,2044 - 1)$, ანუ 20,44%..

დროში შეწონილი შემოსავლიანობა

დროში შეწონილი შემოსაელიანობის გასათველელად, ვიქცეთ შემდეგნაირად: მთელი შესაფასებელი პერიოდი (მაგ. 4 თვე, როგორც ამას ფონდი „ომეგა"-ს დროს ჰქონდა ადგილი) იყოფა ინტერვალებად. რომელთა განშავლობაშიც ადგილი აქვს ფულის ნაკადების მოძრაობას. შემდეგ ყოველი ინტერვალისათვის გაითველება უკუგება $(1+r)$, ამასთან, მრიცხველის სახით აიღება საბოლოო თანხა (ინტერვალის ბოლოს), ხოლო მნიშვნელის სახით – საწყისი თანხა (ინტერვალის დასაწყისში. ფულადი ნაკადის შემოსავლის მომენტში). ამის შემდეგ მიღებული შედეგები გარდაიქმნება ყოველთვიურ ან წლიურ შემოსავლიანობად. განვიხილოთ ფონდი „ომეგას" მაგალითი, რომლის მიხედვით მონაცემები მოტანილია ცხრილი 29.1-ში.

შეწონილების გათვლა დროითი შემოსავლიანობის მიხედვით

ცხრილი 29.1.

თარიღი	პორტფელის ღირებულება (ათასი ლარი.)	CF ფულის ნაკადი (ათასი ლარი.)	$\frac{P_t}{P_{t-1} + CF_{t-1}}$	უკუგება $(1+r)$
31 მარტი	90 000		0	
1 აპრილი-30 აპრილი	94 800	5 000	$\frac{94\,800}{90\,000 + 5\,000}$	0,99879
1 მაისი-31 მაისი	99 600	5 000	$\frac{99\,600}{94\,800 + 5\,000}$	0,99800
1 ივნისი-30 ივნისი	106 300	5 000	$\frac{106\,300}{99\,600 + 5\,000}$	1,01625
1 ივლისი-31 ივლისი	115 000	5 000	$\frac{115\,000}{106\,300 + 5\,000}$	1,03324

საშუალო არითმეტიკულის ყოველთვიური შემოსავლიანობა იქნება:

$$\left[\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(1+r_i)\right] - 1 = \frac{1}{4}(0,99879 + 0,99800 + 1,01625 + 1,03324) - 1 = 0,011345, \quad \text{ან } 1,13\%.$$

საშუალო გეომეტრიულის ყოველთვიური შემოსავლიანობა იქნება:

$$\left[\prod_{i=1}^{N}(1+r_i)\right]^{1/N} - 1 = (0,99879 + 0,99800 + 1,01625 + 1,03324)^{1/4} - 1 = 0,0112388, \quad \text{ან } 1,12\%.$$

მონაცემები მეორე სვეტში შერჩეულია პირობითად, რათა ვაჩვენოთ მეთოდის არსი. როგორც ცხრილი 29.1.-დან ჩანს, შემოსავლიანობა გაითველება ფულის ნაკადების შემოსვლის ყოველ ინტერვალში. უკუგება აპრილში და მაისში 1-ზე ნაკლებია, რაც უარყოფითი შედეგიანობის დასტურია (დანაკარგები ამ თვეებში). პირველ აპრილს ფონდს ჰქონდა 95 ათასი ლარი, 30 აპრილს — 94,8 ათასი ლარი.

თვეში საშუალო არითმეტიკული შემოსავლიანობის გასათველელად აუცილებელია, როგორც ეს ცხრილი 29.1.-ის ქვედან ნაწილშია ნაჩვენები, შევკრიბოთ მიღებული შემოსავლიანობა. გაყოთ იგი დასაკვირვებელი ინტერვალების რიცხვზე (ჩვენს შემთხვევაში თვეები) და გამოვაკლოთ ერთი. საშუალო არითმეტიკული შემოსავლიანობა თვეში შეადგენს 1,13%-ს.

საშუალო გეომეტრიული შემოსავლიანობა თვეში გაითვლება ყოველთვიური შემოსავლიანობების ოთხჯერადი გადამრავლებით. აქედან მეოთხე ხარისხის ფესვის ამოღებით და მიღებული შედეგებიდან ერთიანის გამოკლებით. საშუალო გეომეტრიული სიდიდე ტოლია 1,12%-ის. მხედველობაშია მისაღები, რომ ყოველთვის. ფულადი ნაკადების ირაციონალურად შემოსულობებთან დაკავშირებული ინვესტიციების შემოსავლიანობის გასათვლელად აუცილებელია გაითვალის შემოსავლიანობის საშუალო გეომეტრიული სიდიდე, რამდენადაც იგი ახახაეს რთული პროცენტის დარიცხვის პროცესს.

ფონდი „ომეგას" შემთხვევაში საშუალო სიდიდეები გაითვლებოდა თვეების მიხედვით, რამდენადაც ასეთი ინტერვალების აქით ფონდში შემოდიოდა ფულადი სახსრები. თუკი შემოსულობები განხორციელდება დროის განსხვავებული მონაკვეთებით, მაშინ აუცილებელია გაითვალის შემოსაელიანობა დღეში, ხოლო ამის შემდეგ ამ საფუძველზე განისაზღვრის ყოველთვიური ან წლიური შემოსავლიანობა.

მაგალითად, დავუშვათ, რომ ფონდი „ეეგა" 9 მარტს 9.00 საათისათვის ანგარიშზე ფლობდა 120,56 ათას ლარს (ციფრი პირობითადაა აღებული), მაშინ პირველ 6 დღეში მარტის თვეში ფონდი „ეეგას" უკუგება შეადგენდა 121,56/120=1,013 ან 1,3%-ს. მარტის დანარჩენი 25 დღისათვის უკუგება იქნება: 152,175/(121,56+30)=1,004. თუკი ამ ციფრებს გავამრავლებთ ერთიმეორეზე, მაშინ მიეიღებთ ფონდის გეომეტრიულ უკუგებას თვეში: 1,013×1,0171=1,0171. *ავიყვანოთ მოცემული შედეგი 12-ე ხარისხში და გავითვალოთ გეომეტრიული წლიური დროის მიხედვით შეწონილი შემოსავლიანობა ფონდი „ეეგასათვის":* $(1,0171)^{12}=1,2256$ *ან 22,56%, რაც რამდენადმე აღემატება ფულად შეწონილ ანალოგიურ სიდიდეს (იგი 20,44%-ის ტოლია).*

დროის მიხედვით შეწონილი შემოსავლიანობა

თუკი დროის მიხედვით შეწონილი შემოსავლიანობა გაითვლება დროის სხვადასხვა მონაკვეთებში, მაშინ ყოველთვიური ან წლიური არითმეტიკული შემოსავლიანობის განსაზღვრისათვის აუცილებელია ყოველი ინტერვალის უკუგება შეწონილი იქნას მოცემული ინტერვალის ხანგრძლივობასთან. ოღონდ, როგორც წინა მაგალითი გვიჩვენებს გეომეტრიული შემოსავლიანობის გათვლა ავტომატურად ითვალისწინებს შეწონილობას დროის მიხედვით.

მაგალითად, ფონდი „ეეგასათვის" 6 დღიანი შემოსავლიანობა 1,013 გამრავლდება 25 დღიან ნორმაზე 1,004-ზე და მიიღება თვის უკუგება:

1.013×1.004 = 1.0171 *თუკი ჩვენ გვინდა გავთვალოთ არითმეტიკული შემოსავლიანობა 1 თვისათვის ფონდი „ეეგას" მაგალითზე, მაშინ მიზანშეწონილია თავდაპირველად ვიპოვოთ საშუალო არითმეტიკული დღიური შემოსავლიანობა ყველა პერიოდისათვის, ხოლო შემდეგ გავაკაშუალოოთ ისინი. დავუშვათ, მაგალითად, რომ პირველი 8 დღის განმავლობაში შემოსავლიანობამ შეადგინა 1,014, ხოლო დანარჩენი 27 დღე — 1,004. მაშინ საშუალო დღიური შემოსავლიანობა გაითვლება ასე:*

$$\left[8\times(1,014)^{1/8}+27\times(1.004)^{1/27}\right]/35=1.0005116. \quad \text{ან } 0,051\%$$

ამის შემდეგ კი ეს სიდიდე უნდა გამრავლდეს 31-ზე და მივიღებთ თვეში საშუალო არითმეტიკულ შემოსავლიანობას — 0,0158609 ან 1,59%.

ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა განისაზღვრება როგორც შეძოსავლიანობის შიდა ნორმა. რადგან, ყოველ პერიოდში მიღებული უკუგება „შეიწონება" ამ პერიოდში შემოსულ ფულად სანახაზთან დროსთან მიმართებაში შეწონილი შემოსავლიანობის განსაზღვრისათვის ყოველ ინტერვალში „შეიწონება" ინტეველის ხანგრძლივობა, რომლის განმავლობაშიც ეს უკუგება მიიღება. შემოსავლიანობის გათვლაში ორიეე ხერხი მისაღებია, თუმცა მათ შეიძლება განსხვავებული შედეგები მოგვცენ. მხედველობაში უნდა მიეღოთ ის გარემოება, რომ ფულად შეწონილი სიდიდეები გამოიყენება აწვიათად და უპირატესობას ანიჭებენ დროში შეწონილ შემოსაელიანობას.

29.2. საინვესტიციო საქმიანობის შეფასების ხერხები

ცხადია, რომ ყოველ ინვესტორს სურს მისი მენეჯერის ძალისხმევით ჩამოაყალიბოს ისეთი პორტფელი, რომელიც მისცემს გაცილებით მეტ უკუგებას, ვიდრე არარეგულირებადი პორტფელები. მაგალითად, საბაზრო პორტფელი (რომელიც ფასდება რომელიმე საბაზრო ინდექსის, ვთქვათ PTC-ს საფუძველზე). მკაცრი მსჯელობით, ასეთი შედეგის მიღწევა შეიძლება **ან სელექციის გზით** (მართვის პასიური ხერხი) — ფასიანი ქაღალდების დივერსიფიცირებული პორტფელის შერჩევა, რომელსაც აქვს საშუალო საბაზრიზე უკეთესი დამოკიდებულება რისკსა და შემოსავლიანობას შორის; **ან ტაიმინგის** (მართვას აქტიური ხერხი) **გზით** – იმ ფინანსური სახსრების მუდმივი გაყიდვა, რომელთა ფასები მცირდება და იმ ფინანსური სახსრების შესყიდვა, რომელთა ფასები იზრდება ან ორივე ხერხის ერთდროულად გამოყენების გზით, შევნიშნავთ, რომ საინვესტიციო მენეჯერის საქმიანობის შეფასება მის მიერ რეგულირებადი პორტფელის მხოლოდ შემოსავლიანობის საფუძველზე არც მთლად კორექტულია, ვინაიდან ამ დროს არ გაითვალისწინება ინვესტირების რისკი ფასიანი ქაღალდების პორტფელში. ასე მაგალითად, თუკი მენეჯერი მართავს ფონდის პორტფელს, რომელიც ფულს დებს ფასიან ქაღალდებში ფიქსირებული შემოსავლით, მაშინ ასეთი პორტფელის შემოსავლიანობა უეჭველად ფონდის აქციებით ოპერირებადი პორტფელის შემოსავლიანობაზე დაბალი იქნება. შესაბამისად, ამ ფონდების მენეჯერების საქმიანობის შედეგები არ შეიძლება შეფასდეს მხოლოდ პორტფელების მიღწეული შემოსავლიანობის მიხედვით.

ყოველივე ეს განაპირობებს ნაკლები იქნას საინვესტიციო საქმიანობის შეფასების ხერხები, რომლებიც გაითვალისწინებენ ფასიანი ქაღალდების რისკსაც. ოპტიმალური პორტფელის განსაზღვრის ადრე განხილული ხერხები შესაძლებელს ხდიან CAPM-ის თეორიის საფუძველზე შემუშავდეს საინვესტიციო საქმიანობის შეფასების კრიტერიუმები და შემოღებულ იქნას სპეციალური ერთეულები, საზომები, ისეთი შეფასებები, რომლებიც გაითვალისწინებენ ინვესტიციების რისკს.

CAPM-ის თეორია შესაძლებელს ხდის აიხსნას ფინანსური საშუალებების ფასწარმოქმნა მოსალოდნელი. სამომავლო შემოსავლიანობისა და რისკის მნიშვნელობის გამოყენებით. სხვა სიტყვებით, CAPM აღწერს, როგორ უნდა დადგინდეს ფინანსური საშუალებების ფასი:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times \left[E(r_m) - r_f \right]. \qquad (29.2.)$$

ოღონდ თუ CAPM-ით მიღებილი შემოსავლიანობის მოსალოდნელი სიდიდეები ძალზე არ განსხვავდებიან რეალურად დაკვირვებადი მონაცემებისაგან. თუკი ფინანსური საშუალებების შემოსავლიანობა წარსულ და მომავალ პერიოდებში არ ხასიათდებიან მნიშვნელოვანი, გაფანტულობით, მაშინ CAPM-ზე დაფუძნებული საზომები შეიძლება გამოყენებულ იქნას საინვესტიციო საქმიანობის შესაფასებლად განსილ პერიოდში. ასეთი შეფასების შედარებით ცნობილი საზომებია ჯ. ტრეინორის (Jack Treynor), მ ჯენსენისა (Michael Jensen) და უ. შარპის (William Sharpe) მიერ შემოთავაზებული საზომები.

ტრეინორის შეფასების საზომები

ტრეინორმა შემოგვთავაზა შემოგველო სპეციალური ერთეული, რომელიც მან აღნიშნა T_i-ით. **ესაა საზომი, რომელიც აფასებს უკვე მოცემული მონაცემების საფუძველზე პორტფელის დამატებით უკუგებას სისტემური რისკის ერთეულზე.** ამასთან სისტემური რისკის ხარისხი ფასდება პორტფელის „ბეტა“ კოეფიციენტით:

$$T_i = \frac{\overline{r_i} - \overline{r_f}}{\beta_i}, \qquad (29.3.)$$

სადაც $\overline{r_i}$ — პორტფელის შემოსავლიანობის დაკვირვებადი მნიშვნელობა (საშუალო არითმეტიკული) საკელეე პერიოდში;

r_c —ურისკო შემოსავლიანობების დაკვირვებადი საშუალო (გეომეტრიული) მნიშვნელობაა საკვლევ პერიოდში.

β_i — შესაფასებელი პორტფელის პორტფელური „ბეტა".

ნებისმიერი პორტფელის T_i საზომი აუცილებლად უნდა შეუდარდეს T_m საბაზრო საზომს, რომელიც $(\bar{r}_c - \bar{r}_f)$-ის ტოლია. რამდენადაც საბაზრო პორტფელის „ბეტა" კოეფიციენტი ერთის ტოლია, თუკი განხილული პორტფელისათვის $T_i > T_m$-ს, მაშინ ეს პორტფელი აღემატება საბაზროს.

წარმოვიდგინოთ, რომ ფასდება საინ შენეჯერის საქმიანობა, რომლებიც მართავენ A, B და C პორტფელებს სამი უკანასკნელი წლის განმავლობაში.

პორტფელების ყოველწლიური შემოსავლიანობის არსებული ცნობების საფუძველზე გაეცანით საშუალო გეომეტრიული წლიური უკუგება ყოველი პორტფელისათვის r_a, r_b და r_c. ეცით რა საბაზრო ინდექსის ცვლილება ამ დროის მონაკვეთში, გაეთვალით $\beta_i = \sigma_{i,m}^2 / \sigma_m^2$ ყოველი პორტფელისათვის, ასევე განსაზღვროთ $r_f = 0,056$ და $r_m = 0,108$-ის საშუალო გეომეტრიული წლიური მნიშვნელობები (პირობითი მონაცემები). დავუშვათ, რომ ჩვენ მიეღეთ შემდეგი მონაცემები (ცხრილი29.2.).

მონაცემები ტრეინორის საზომების გათვლისათვის

ცხრილი 29.3.

ბოლო 3 წლის მონაცემები	პორტფელები			
	A	B	C	საბაზრო
საშუალო შემოსავალი	0,124	0,136	0,118	0,108
„ბეტას" კოეფიციენტი	1,120	0,820	1,450	1,000
ტრეინორის საზომი	T_a=0,060714	T_b=0,097561	T_c=0,042759	T_m=0,052

T-ს მნიშვნელობა გაითვლება შემდეგნაირად:

$$T_c = \frac{0,124 - 0,056}{1,12} = 0,060714;$$

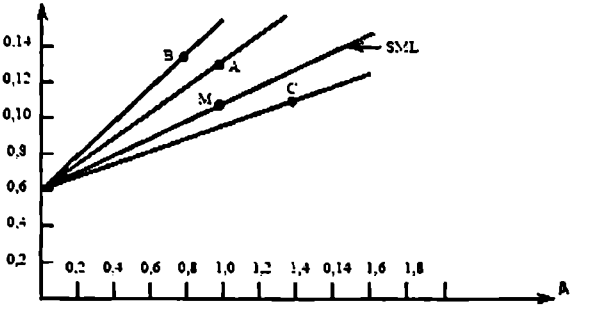
$$T_b = \frac{0,136 - 0,056}{0,82} = 0,097561;$$

$$T_m = \frac{0,108 - 0,056}{1,00} = 0,052000$$

როგორც ცხრილი 29.2.-დან ჩანს, რეალიზებული შემოსავლიანობის თვალსაზრისით სამივე პორტფელი აღემატება საბაზრო პორტფელს. ეღონდაც ეს შემოსავლიანობა ისევე უნდა შეესაბამოს ყოველი პორტფელის სისტემატიზებული რისკის დონეს (კოეფიციენტი „ბეტა"). როგორც ვხედავთ, C პორტფელისათვის რისკი ძალზე დიდია CP_c-თან შედარებით, ამიტომ საბაზრო პორტფელი C პორტფელზე დომინირებს. ტრეინორის საზომების გამოყენება შეიძლება ილუსტრირებული იქნას გრაფიკულად (ნახ. 29.1.).

გრაფიკზე წერტილები A, B, C და M შეესაბამებიან საშუალო მნიშვნელობებს: $\bar{r}_a$ და β_a; $\bar{r}_b$ და β_b; $\bar{r}_c$ და β_c; $\bar{r}_m$ და β_m. ამ წერტილებზე და r_f წერტილზე გავლებულია ხაზი, რომელსაც ტრეინორმა უწოდა **შესაძლო პორტფელების ხაზი (portfolio possibility line)**. ისინი გეიჩევნებენ, როგორი პორტფელები შეიძლება შეიქმნას ურისკო სესხების კომბინირებით ან სესხით და A, B და C პორტფელებით. M წერტილზე გადის SML ხაზი; ყურადღება მიაქციოთ SML-ის პრინციპულ განსხვავებას, რომელიც აგებულია $E(r_i)$-ს მოსალოდნელი მნიშვნელობებისათვის და SML, რომელიც აგებულია ფაქტიური,

რეალიზებული მონაცემების საფუძველზე. პირველ შემთხვევაში ყველა ფასიანი ქაღალდები და ყველა პორტფელები შეესაბამებიან SML-ის წერტილებს, წინააღმდეგ შემთხვევაში ისინი არასწორად იქნებიან შეფასებულები და საბაზრო მექანიზმები ფასებს წონასწორობით მდგომარეობაში მოიყვანენ. როცა SML აიგება ფაქტიური მონაცემების საფუძველზე, მაშინ პორტფელები და ფასიანი ქაღალდები შეიძლება არ მდებარეობდეს SML ხაზზე, როგორც ჩვენს შემთხვევაში A, B და C პორტფელები.



ნახ. 29.1. ტრეინორის საზომების გრაფიკული ინტერპრეტაცია

ნახაზზე მოტანილია A, B და C პორტფელების საფუძველზე აგებული ბაზები (PPL). ასევე დაკვირვებების საფუძველზე აგებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის SML ხაზი, რომლებიც ახდენენ შემოსაელიანობის სიდიდის რეალიზებას.

B პორტფელი PPL დომინირებს ყველა სხვა დანარჩენ ხაზებზე. ამიტომ შეიძლება ვიფარაუდოთ, რომ ამ ფონდის მენეჯერი მიაღწევს საუკეთესო შედეგებს მომავალი სამი წლის განმავლობაში. ყველაზე ცუდი შედეგი აქვს C პორტფელის მენეჯერს, რამდენადაც ამ პორტფელისათვის მიღებული თანაფარდობა: „რისკი/შემოსავლიანობა" საბაზროზე დაბალია. სპეციფიკურ შემთხვევას აქვს ადგილი, როცა მართული პორტფელის პორტფელური „ბეტა" უარყოფითია ($\beta_{პორტფ} < 0$). ცხადია, რომ ამ შემთხვევაში როცა $\bar{r}_i > \bar{r}_f$ ტრეინორის საზომი უარყოფითია $T_i < 0$, შესაბამისად, იგი ყოველთვის ნაკლებია T_m-ზე. ოღონდ იმის საფუძველზე არ შეიძლება ვამტკიცოთ, რომ მოცემულ მართული პორტფელი საბაზრიზე უარესია. იმისათვის, რომ მიხდეს მართული პორტფელის შეფასება, იმ შემთხვევაში, როცა $\beta_{პორტფ} < 0$. უნდა მოვიქცეთ შემდეგნაირად:

- უნდა ვიპოვოთ პორტფელის საშუალო შემოსაელიანობის მნიშვნელობა, როცა $\beta_{პორტფ} < 0$ რომელიც შეესაბამება CAPM მოდელს:

$$\bar{r}_{CAPM} = \bar{r}_f - \beta_{პორტფ} \times \left(\bar{r}_m - \bar{r}_f\right) \qquad (29.4.)$$

- შეუდაროთ მნიშვნელობებს $\bar{r}_i$ და $\bar{r}_{CAPM}$. თუკი $\bar{r}_i > \bar{r}_{CAPM}$, მაშინ მართული პორტფელი უკეთესია.

ჯენსენის საზომი

ჯენსენი საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების კვლევას უდგებოდა შემდეგნაირად: აფასებდა r_i პორტფელის შემოსავლიანობის გადაჭარბებას r_{fJ} ურისკო შემოსაელიანობაზე, განსახილველი პერიოდის ყოველი მომენტისათვის (ჩვენს შემთხვევაში უკანასკნელი სამი წლის მანძილზე). ჯენსენის საზომი, რომელიც აღინიშნება J_i-თი, არის თავისუფალი წევრი რეგრესიულ განტოლებაში, რომელიც აღწერს $(r_{i,t} - r_{f,t})$ გადიდებას წრფივ რეგრესიას განსახილველი პორტფელისათვის საბაზრო პორტფელის $(r_{m,t} - r_{f,t})$ იგივე მაჩვენებელზე:

$$\left(r_{i,t} - r_{f,t}\right) = J_i \times \beta_i \times \left(r_{m,t} - \bar{r}_{f,t}\right) + \varepsilon_{i,t}. \qquad (29.5.)$$

ჯენსენის საზომი შეიძლება გაითვალოს ორი გზით:

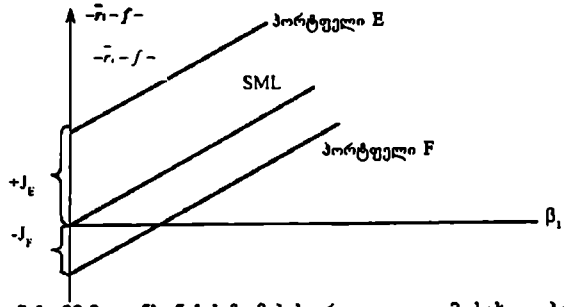
- თუკი გათვლილია საშუალო სიდიდეები r_f, r_i, r_m და β_i, მაშინ:

$$J_i = \bar{r}_i - \bar{r}_f - \beta_i \times \left[\bar{r}_m - \bar{r}_f\right];$$

მეორე შემთხვევაში შეიძლება ავიღოთ r_{it}, r_{ft}, r_{mt} დაკვირვებადი მნიშვნელობები. მაგალითად, ყოველი თვისთვის წინა სამი წლის განმავლობაში. გამოვიანგარიშოთ $(r_{it} - r_{ft})$ და $(r_{mt} - r_{ft})$ გადამეტება, ჩავსვათ ისინი რეგრესიულ (29.5.) ფორმულაში და გავთვალოთ J_i როგორც რეგრესიის თავისუფალი წევრი. ჯენსენის საზომის, როგორც რეგრესიის თავისუფალი წევრის, პირდაპირი გათვლის შესაძლებლობა არის ჯენსენის მეთოდის ერთ-ერთი მთავარი უპირატესობა. ამის შემდეგ J_i საზომი უდარდება საბაზრო პორტფელის J_m საზომს, რომელიც ნულის ტოლია.

მენეჯერის უნარი აამაღლოს საბაზრო პორტფელის მაჩვენებლები აისახება იმაში, რომ საზომი მეტი გახდება ნულზე, ხოლო მენეჯერის წარუმატებლობის შემთხვევაში ეს საზომი უარყოფით მნიშვნელობას მიიღებს.

თუკი გრაფიკზე ვერტიკალურ ღერძზე ავიღებთ $(\bar{r}_i - \bar{r}_f)$-ის გადიდებულ მნიშვნელობას, ხოლო ჰორიზონტალურზე β_i, მაშინ გრაფიკულად SML ხაზი (რეალიზებული მონაცემების მიხედვით) ამ კოორდინატებზე გაივლის კოორდინატების საწყისზე (ნახ. 29.2.).



ნახ. 29.2. ჯენსონის საზომების გრაფიკული გამოსახულება

ვერტიკალურ ღერძზე ამ გრაფიკზე აიღება $\bar{r}_i - \bar{r}_f$ სხვაობის გადამეტების სიდიდე. ხაზი, რომელიც შეესაბამება საბაზრო პორტფელს, გაივლის კოორდინატთა სათავეზე. E პორტფელს აქვს დადებითი J სიდიდე, ამიტომ „რისკი/შემოსავლიანობა" დამოკიდებულება აღემატება საბაზროს, ხოლო F პორტფელი იმართება არცთუ ისე წარმატებულად, რამდენადაც $J_E < 0$.

ასეთ შემთხვევაში, ყოველთვის, როცა შესაფასებელ პორტფელს აქვს $J_i > 0$ და შესაბამისი ხაზი გადის საბაზროზე ზემოთ, რომელიც ვერტიკალურ ღერძს ჩამოაჭრის დადებით მონაკვეთს (როგორც პირობითი E პორტფელისათვის), მაშინ ასეთი პორტფელის მენეჯერის საქმიანობა უნდა შეფასდეს დადებითად. როცა $J_i < 0$ (როგორც პირობითი F პორტფელისათვის) მენეჯერის საქმიანობა წარუმატებელია.

შარპის საზომი. შარპმა შემოგვთავაზა პორტფელის შეფასება S_i-საზომის მეშვეობით, რომელიც გვიჩვენებს საშუალო სიდიდეების $\bar{r}_i$-ს გადაჭარბებას $\bar{r}_f$-ზე. ე.ი. $(\bar{r}_i - \bar{r}_f)$ და პორტფელის ჯამურ (და არა სისტემატურ) რისკს, რომელიც გამოიხატება სტანდარტული გადახრით σ_i.

$$S_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{\sigma_i}.$$

ე.ი. შეიძლება ჩაითვალოს, რომ შარპის საზომი გვიჩვენებს, თუ როგორ იცვლება $(\bar{r}_i - \bar{r}_f)$ სიჭარბე

ერიფულზე პორტფულის ჯამური რისკის ცვლილებებისას.

საბაზრო M პორტფულისათვის შარპის საზომის სიდიდე $S_m = (\bar{r}_i - \bar{r}_f)/\sigma_m$. სწორედ ამ სიდიდეს უნდა შეუდარდეს შარპის საზომი ყველა პორტფულისათვის: რაც უფრო მეტია S_i და რაც უფრო მეტად აღემატება იგი S_m-ს, მით უფრო წარმატებულია პორტფულის შედეგები.

ვაჩვენოთ შარპის საზომის გამოყენება პირობით მაგალითზე პორტფულებისათვის R, S, T რომელთა მახასიათებლების შესაბამისი მონაცემები მოტანილია ცხრილი 29.3.-ში.

S_i საზომების გათვლა პირობითი პორტფულებისათვის

ცხრილი 29.3.

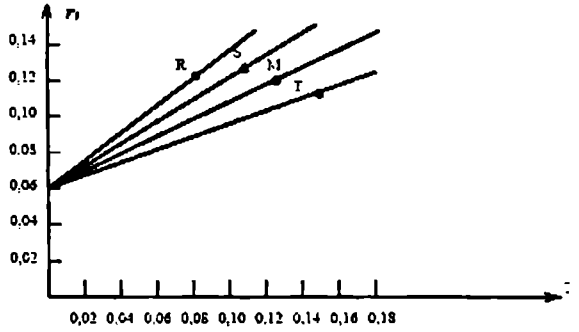
ბოლო 3 წლის მონაცემები	პორტფულები			
	R	S	T	საბაზრო
$\bar{r}_i$	0,123	0,131	0,118	0,125
σ_i	1,090	0,120	1,135	1,138
შარპის საზომი $(\bar{r}_f = 0,056)$	$S_R = 0,75$	$S_S = 0,63$	$S_T = 0,46$	

ცხრილში მოტანილია ყოველი პორტფულისათვის შარპის საზომები, რომელიც გამოითვლება შემდეგნაირად:

$$S_R = (0,123 - 0,056)/0,090 = 0,74; \quad S_S = (0,131 - 0,056)/0,120 = 0,63;$$
$$S_T = (0,118 - 0,056)/0,135 = 0,46; \quad S_m = (0,125 - 0,056)/0,138 = 0,50.$$

როგორც (29.3) ცხრილიდან ჩანს, R და S პორტფულები დომინირებენ საბაზრო პორტფულებზე, რამდენადაც $S_R = 0,74 > S_m = 0,50$ და $S_S = 0,63 > S_m = 0,50$.

შარპის საზომების გამოყენება შეიძლება ილუსტრირებული იქნას გრაფიკულად (ნახ. 29.3.):



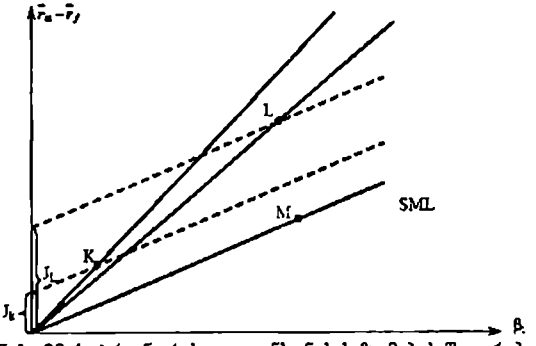
ნახ. 29..

როგორც ნახაზიდან ჩანს პორტფულების R და S პორტფულებისათვის დომინირებენ საბაზრო პორტფულის ბაზზე, ამავდროულად საბაზრო პორტფული დომინირებს T პორტფულზე.

ტრეინორის, ჯენსენისა და შარპის საზომების შედარება. მიუხედავად იმისა, რომ ყველა სამი საზომი, გამოყვანილია CAPM თეორიის გამოყენებით, მათ პორტფულების შეფასებისას შეიძლება ურთიერთსაწინააღმდეგო შედეგები მოგვცენ. ვინაიდან თითოეული საზომის გამოყენების შედეგები დამოკიდებულია პორტფულების ხასიათზე, რომლებიც ექვემდებარებიან ანალიზს. ასე მაგალითად, ტრეინორისა და ჯენსენის საზომები გვაძლევენ აბსოლუტურად იდენტურ შედეგებს, თუკი შეეფასებით

რომელიმე პორტფელის საბაზრო პორტფელთან მიმართებაში: თუკი J_K k-ური პორტფელისათვის ჯენსენის საზომი დადებითია, ე.ი. ტრეინორის საზომი T_K მეტია ტრეინორის საბაზრო საზომებზე T_T შესაბამისად, გრაფიკზე (ნახ. 29.4.) k წერტილზე გამავალი შესაძლო პორტფელების ნაზი მდებარეობს SML ხაზის ზემოთ (რომელიც აგებულია ფაქტური მონაცემების საფუძველზე). ამავდროულად ჯენსენის საზომი $J_k > 0$, ე.ი. ორივე საზომი გვიჩვენებს, რომ k პორტფელი დომინირებს რიგ საბაზრო პორტფელებზე.

ოღონდ, ტრეინორისა და ჯენსენის საზომებმა ურთიერთსაპირისპირო შედეგები შეიძლება მოგვცეს, თუკი მათი მეშვეობით მოვახდენთ პორტფელების რანჟირებას. ე.ი. ყველებით ავხსნათ k და L პორტფელებიდან რომელია (ორივე აღემატება საბაზროს) დომინირების. ეს აიხსნება იმით, რომ მოცემული საზომები სხვადასხვაგვარად გაითვალისწინებენ სისტემატიკურ რისკს: ტრეინორის მოდელში „ბეტა" კოეფიციენტი დაიყვანება რეგრესიის გზით რეალურ მონაცემებზე $r_{i,t}$ და $r_{m,t}$-ზე, ხოლო ჯენსენის მოდელში — $(r_{i,t} - r_{f,t})$ აჭარბებს რეგრესიის გზით $(r_{i,t} - r_{f,t})$-ზე. ამასთან დაკავშირებით ჯენსენის საზომები არ უნდა გამოვიყენოთ იმ პორტფელების რანჟირებისას, განსაკუთრებით თუ პორტფელების რისკები მკვეთრად განსხვავდებიან. მაგალითად, შევადაროთ ორი პორტფელი, K და L (ნახ. 29.4.) რომელი მათგანია უკეთესი. თუ გამოვიყენებთ ჯენსენის საზომებს, მაშინ უკეთესი იქნება L პორტფელი, ვინაიდან $J_L > J_K$. ოღონდ ეს არასწორია და შესაძლო პორტფელების ნაზი უგულებელყოფენ ასეთ დასკვნას. რამდენადაც პორტფელები, რომლებიც შედგებიან K პორტფელს პლუს ურისკო ფულის გასესხება ან სესხება, ყოველთვის დომინირებს L პორტფელის საფუძველზე შედგენილ ანალოგიურ პორტფელებზე.



ნახ. 29.4. ტრეინორისა და ჯენსონის საზომების შედარება

გრაფიკი აგებულია კოორდინატებში: $\left[\beta_i; \bar{r}_i - \bar{r}_f\right]$. ამიტომ შესაძლო პორტფელების ნაზი გადის კოორდინატთა სათავეზე.

კიდევ უფრო მეტი განსხვავება შეიძლება მოგვცეს შარპის საზომების გამოყენებამ. მაგალითად, ზოგიერთი შერჩეული პორტფელისათვის ტრეინორის საზომები დააადასტურებს მათ საბაზრო პორტფელებზე უპირატესობას, შარპის საზომები კი პირიქით — საბაზრო პორტფელების უპირატესობას გაუსვამს ხაზს. ყველაფერი აიხსნება იმით, რომ შარპის მოდელში გაითვალისწინება არა მარტო სისტემატური რისკი, არამედ ჯამური რისკიც. თუკი პორტფელი საკმაოდაა დივერსიფიცირებული, და ჯამური რისკი უახლოვდება საბაზროს, მაშინ ყველა სამივე საზომი მოგვცემს ურთიერთ შედეგებს. ოღონდ თუ მენეჯერი საბაზრო პორტფელის ამაღლების მიზნით დაიწყებს შეუფასებელი ფინანსური საშუალებების შეძენას, და გადაფასებული ფინანსური საშუალებების გაყიდვას, მაშინ დივერსიფიკაცია შემცირდება და დივერსიფიცირებული რისკი გავლენას მოახდენს პორტფელის შეფასებაზე. ამის

შედეგად ჯენსენის და ტრეინორის საზომებმა შეიძლება გვიჩვენონ, რომ პორტფელი დომინირებს საბაზრო პორტფელზე, ხოლო შარპის საზომებმა – არა.

რითი უნდა ვიხელმძღვანელოთ მსგავს შემთხვევაში? რამდენადაც გასაკვირად არ უნდა მოგვეჩვენოს, ყველაფერი განისაზღვრება იმით, თუ ინვესტორის საერთო მდგომარეობაში რა წილს იკავებს საინვესტიციო ხარჯები. თუკი ეს ხარჯები მაღალია, მაშინ უნდა ვიხელმძღვანელოთ შარპის საზომებით. როცა ინვესტირდება საინვესტიციო რესურსების მცირე ნაწილი, მაშინ უმჯობესია ტრეინორისა და ჯენსენის საზომების გამოყენება. მიღებულია, რომ ახალი მუნეკერების საქმიანობა უკეთესია შეფასდეს ტრეინორის საზომებით. ჯენსენის საზომები უკეთ შეესაბამება რისკის დონის მიხედვით ერთიმეორისაგან მცირედ განსხვავებული პორტფელების შეფასებას.

29.3. საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების ძირითადი მდგენელების განსაზღვრა

1972 წელს ამერიკელმა ეკონომისტმა ე. ფამამ (Eugene Fama) შემოგვთავაზა $(\bar{r}_i - \bar{r}_f)$ -ის შემადგენელ ნაწილებად დაყოფის ხერხი, რომელიც ნათელ წარმოდგენას გვაძლევს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებზე. ეს ხერხი ეფუძნება CAPM მოდელის გამოყენებას. დავუბრუნდეთ ნახაზს.

დავუშვათ, ფაქტიური მონაცემების საფუძველზე ჩვენ ავაგეთ ფასიანი ქაღალდების SML წრფე CAPM მოდელში. იგი გაივლის $\bar{r}_f$ წერტილზე, ვერტიკალურ ღერძზე. ასევე საბაზრო პორტფელს შესაბამის წერტილზე სამი რეგულირებადი პორტფელის შესაბამის T, V და Y წერტილებზე. SML ხაზის ზემოთ მდებარეობს A წერტილი, რომელიც შეესაბამება მართულ პორტფელს. ამ პორტფელის საშუალო შემოსავლიანობა გასულ პერიოდში შეადგენს $\bar{r}_a$-ს, ხოლო რისკის დონე განისაზღვრება β_a სიდიდით. T წერტილი შეესაბამება პორტფელს, რომლის რისკის დონე β_t და შემოსავლიანობა $\bar{r}$ მისაღებია ინვესტორისათვის. ეს შეიძლება ჩაიწეროს ასეთნაირად: $\bar{r}_t = \bar{r}_x \times \beta_t$. სადაც, $\bar{r}_x$-არის პირობითი პორტფელის უკუგება, რომელიც გამოიყენება გადმოცემული $\bar{r}_x \times \beta_t = \bar{r}_f + (\bar{r}_x - \bar{r}_f) \times \beta_t$ მასალის თვალსაჩინოებისათვის: პორტფელი U მდებარეობს SML ხაზზე და აქვს რისკის იგივე β_u დონე, რაც საკვლევ პორტფელს. მისი შემოსავლიანობა SML-ის წრფივი დამოკიდებულების გამო შეიძლება ჩაიწეროს ასეთნაირად: $\bar{r}_u = \bar{r}_x \times \beta_u = \bar{r}_f + (\bar{r}_m - \bar{r}_f) \times \beta_u$. და ბოლოს U პორტფელი არჩეულია ისე, რომ რისკის დონე

$$\beta_x = \sigma_u / \sigma_m$$

და შემოსავლიანობა

$$\bar{r}_x \times (\sigma_u / \sigma_m) = \bar{r}_f + (\bar{r}_m - \bar{r}_f) \times \sigma_u / \sigma_m. \qquad (29.6.)$$

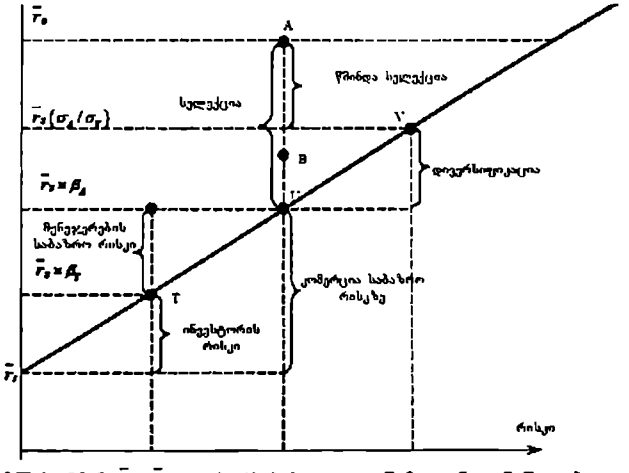
ცხადია, $\bar{r}_u$ შემოსავლიანობის სებისმიერი გადამეტება A პორტფელის $\bar{r}_i$ ურისკო ნორმაზე, არის თაკისებური საფასური რისკისათვის. თუკი მენეჯერმა ჩამოაყალიბა კომპოზიციური პორტფელი საბაზრო პორტფელის საფუძველზე ურისკო ფულის გასესხების ან სესხების გამოყენებით, მაშინ ასეთი პორტფელები შეესაბამებოდნენ SML ხაზს გრაფიკზე (ნახ. 29.5.), ხოლო მათი შემოსავლიანობის აჭარბება r_f -ზე იქნება საფასური სისტემატური, საბაზრო რისკისათვის. მაგრამ მენეჯერს უკუგება და რისკიც შეუძლია გაზარდოს სელექციის ხარჯზე. შეარჩიოს ფასიანი ქაღალდები „რისკი/უკუგება" უფრო მომგებიანი თანაფარდობით და ტაიმინგით — დაბალუკუგების მქონე ფასიანი ქაღალდების მუდმივი გაყიდვით (მაღალ ფასში) და შეუფასებელი ფასიანი ქაღალდების შესყიდვით (მაღალი უკუგებით და დაბალ ფასად). ამ შემთხვევაში ვიხილავთ რა კონკრეტულ A პორტფელს r_a შემოსავლიანობით და β_a რისკის დონით , ჩვენ უნდა ვიპოვოთ პასუხი ორ კითხვაზე:

• A პორტფელის r_a უკუგების რა ნაწილი არის სისტემატიური რისკისათვის კომპენსაცია და რა ნაწილია განსაკუთრებული მენეჯერის მიზანმიმართული საქმიანობით საჭირო ქალაღდების შერჩევით (სელექციით)?

• თუ შეუფასებელი ფინანსური საშუალებების შესყიდვის მცდელობის მიზნით მიდის დივერსიფიკაციაზე, მაშინ კომპენსირდება თუ არა მისაღებ შემოსავლიანობას ამ დროს წარმოშობილი არასისტემური, დივერსიფიცირებული რისკი?

საკვლევი პორტფელის საშუალო უკუგება აღემატება საშუალო ურისკო $(\bar{r} - \bar{r}_f)$ სიდიდის შემოსავლიანობას. როგორც (29.5.) ნახაზიდან ჩანს, ეს აჭარბება შეიძლება დავყოთ ორ ნაწილად: $(\bar{r}_a - \bar{r}_f \times \beta_a)$ და $(\bar{r}_f \times \beta_a - \bar{r}_f)$:

$$(\bar{r}_a - \bar{r}_f) = (\bar{r}_a - \bar{r}_f \times \beta_a) + (\bar{r}_f \times \beta_a - \bar{r}_f) \qquad (29.7)$$



ნახ. 29.5. $\bar{r}_i - \bar{r}_f$ **გდაჭარბების დაყოფა შემადგენელ ნაწილებად**

ბაზი SML CAPM მოდელიდან მოტანილია რეალური და არა მოსალოდნელი სიდიდეების საფუძველზე

ამ ტოლობის პირველი შესაკრები $(\bar{r}_a - \bar{r}_f \times \beta_a)$ შეესაბამება სელექციის ხარჯზე მიღებულ A პორტფელის უკუგებას, ხოლო მეორე შესაკრები არის სისტემატიკური, საბაზრო რისკის კომპენსაცია. ასე. რომ (29.7.) ფორმულა შეიძლება წარმოვადგინოთ ასეთი სახით:

$$\begin{matrix}\text{საერთო} \\ \text{აჭარბება}\end{matrix} = \begin{matrix}\text{უკუგება} \\ \text{სელექციისათვის}\end{matrix} + \begin{matrix}\text{კომპენსაცია} \\ \text{რისკისათვის}\end{matrix}$$

$$(\bar{r}_a - \bar{r}_f) = (\bar{r}_a - \bar{r}_x \times \beta_a) + (\bar{r}_x \times \beta_a - \bar{r}_f) \qquad (29.8.)$$

ახლა დაეუბრუნდეთ $(\bar{r}_a - \bar{r}_x \times \beta_a)$ პირველ შესაკრებს: გავიხსენოთ, რომ β კოეფიციენტი შეიძლება წარმოვიდგინოთ ასეთი სახით: $\beta_A = P_{Am}(\sigma_a/\sigma_m)$, სადაც P_{Am} არის კორელაციის კოეფიციენტი A პორტფელის შემოსავლიანობასა და M საბაზრო პორტფელს შორის; σ_a და σ_m—ამ პორტფელების შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრები. თუკი A პორტფელი კარგადაა დივერსიფიცირებული, მაშინ მისი შემოსავლიანობა უნდა იყოს ზუსტად საბაზრო პორტფელის ტოლი, ამასთან r_a-ს გადიდება ან შემცირება პროპორციული უნდა იყოს r_m-ის შესაბამისი ცვლილებების მიმართ. სხვა სიტყვებით, კარგად დივერსიფიცირებულ პორტფელს აქვს $P_{Am} = 1$ კორელაციის კოეფიციენტი და მისთვის

კოეფიციენტ „β"-ს სიდიდე შეადგენს σ_a/σ_m-ს. V პორტფელი პირობითად შერჩეულია სწორედ ისეთად, რომ $\beta_v = \sigma_a/\sigma_m$. A პორტფელის შემოსავლიანობა ეს ის შემოსავლიანობაა, რომელმაც კომპენსირება უნდა გაუკეთოს A პორტფელის სრულ ჯამურ რისკს (სისტემურს+არასისტემურს). ასეთ შემთხვევაში სელექციისაგან მიღებული ჯამური წილი შეიძლება წარმოვიდგინოთ ორი ნაწილის ჯამით, რომელიც მიიღება დივერსიფიკაციის შედეგად და წმინდა სელექციის შედეგად:

სელექცია = დივერსიფიკაცია + წმინდა სელექცია

$$\left(\overline{r_a} - \overline{r_x} \times \beta_a\right) = \left[\overline{r_x} \times (\sigma_a/\sigma_m) - \overline{r_x} \times \beta_a\right] + \left[\overline{r_a} - \overline{r_x} \times (\sigma_a/\sigma_m)\right].$$

პირველი შესაკრები წარმოადგენს იმ მინიმალურ უკუგებას, რომელიც მენეჯერის მიერ განხორციელებული სელექციის შედეგად (და ტაიმინგის შედეგად), დამატებით უნდა მოგცეს პორტფელმა არასისტემატური (დივერსიფიცირებული) რისკისათვის. მაშინ **წმინდა სელექცია — ესაა მოგება, სარგებელი, რომელიც მიიღება აუცილებელი კომპენსაციის ზემოთ ჯამური რისკისათვის.**

დივერსიფიცირებული შესაკრები ყოველთვის დადებითია, ის მეორე შესაკრები კი შეიძლება გახდეს უარყოფითი (ასე მაგალითად, B პორტფელისათვის ნახ. 29.5.-ზე). ასეთ შემთხვევაში შემოსავლიანობა r_x მთლიანად არ აკომპენსირებს ჯამურ რისკს და დივერსიფირებული რისკის ნაწილი არ იფარება პორტფელის უკუგებით. შესაბამისად, მენეჯერის მიერ განხორციელებული სელექცია არ იწვევს „რისკი/შემოსავლიანობა" ადეკვატურ თანაფარდობას.

და ბოლოს, მიეუბრუნდეთ ფორმულა (29.8.)-ის მეორე შესაკრებს: $\left(\overline{r_x} \times \beta_a - \overline{r_f}\right)$. რომელიც ახასიათებს კომპენსაციას სისტემური (საბაზრო) რისკისათვის. თუკი ინვესტორის მიზანია T პორტფელის ფორმირება რისკის დონით β_t, და შემოსავლიანობით $\overline{r_x} \times \beta_t$ -ზე, მაშინ შეიძლება დაიწეროს:

გადახდა საბაზრო რისკისათვის	=	გადახდა ინვესტორის რისკისათვის	+	გადახდა მენეჯერის რისკისათვის

$$\left(\overline{r_x} \times \beta_a - \overline{r_f}\right) = \left(\overline{r_x} \times \beta_t - \overline{r_f}\right) + \left(\overline{r_x} \times \beta_a - \overline{r_x} \times \beta_t\right) \qquad (29.8.)$$

პირველი შესაკრები — ესაა კომპენსაცია, რომლის მიღებაც სურს ინვესტორს მის მიერ გაზიარებული სისტემატური (საბაზრო) რისკისათვის, ხოლო მეორე შესაკრები ესაა კომპენსაცია მენეჯერის მიერ შეგნებულად გაწეული სისტემური რისკისათვის, რომელიც მიზანმიმართულ საქმიანობას ატარებდა საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისათვის.

მიუხედავად ვ. ფამას მიერ შემოთავაზებული სიმარტივისა და სიცხადისა, იგი ვერ პოულობს ფართო გამოყენებას და აღიარებას. ეს შეიძლება აიხსნას ორი მიზეზით:

ა) საჭიროა ამოსავალი მონაცემების ფართო სპექტრი;

ბ) CAPM თეორიის საფუძვლებში არსებული დაშვებების უზუსტობებსან.

როგორც უკვე აღინიშნა, განსხვავება CAPM თეორიული მოდელისაგან ყალიბდება იმის გამო, რომ შეუძლებელია იდენტიფიცირებული იქნას საბაზრო პორტფელი, საპროცენტო განაკვეთის სხვადასხვაობის გამო ურისკო ფულის სესხების ან გასესხების დროს, აგრეთვე იმის გამო, რომ r_f ალბათობის სიხშირის განაწილება არასისტემურია და არ შეესაბამება ასეთ ნორმალურ განაწილებას.

ამის გარდა, აუცილებლად გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ სამი განხილული საზომი — ტრეინერის, ჯენსენის და შარპის, ისევე როგორც ფამას სქემა, ეყრდნობა CAPM მოდელის გამოყენების რეალური, უკვე დაკვირვებული მონაცემების შეფასებას: თუმცა თეორიული მოდელი CAPM გამიზნულია მომავალი, მოსალოდნელი სიდიდეების შეფასებისათვის, ამიტომ საჭიროა მხედველობაში გვქონდეს ის. რომ თუკი ამ მიზეზებს შედეგად CAPM მოდელი არ იქნება გამოყენებული ფინანსური საშუალებების ფასწარმოქმნის შეფასებისას, მაშინ ტრეინორის, ჯენსენის და შარპის საზომების გამოყენება არ შეიძლება, რამდენადაც ისინი მოგვცემენ საინვესტიციო საქმიანობის არც თუ სანდო შეფასებებს. მსგავს შემთხვევებში მიზანშეწონილია გამოყენებული იქნას პორტფელების შეფასების სხვა ხერხები.

✓ ფასწარმოქმნა – ეს არის ფასების ფორმირების პროცესი არსებული ეკონომიკური პირობების, მოქმედი საკანონმდებლო ნორმებისა და დამკვიდრებული პრაქტიკის გათვალისწინებით.

✓ ფასი – ეს არის ფასიანი ქაღალდის ღირებულების ფულადი გამოხატულება. ღირებულება – პირველადია, ფასი – მეორადი. ღირებულება ეს არის საანგარიშსწორებო მაჩვენებელი, ხოლო ფასი დეკლარირებული, რომელიც შეიძლება დავინახოთ კოტირებისას. ნებისმიერ კონკრეტულ მომენტში ფასი ერთმნიშვნელოვანია, ამასთან ღირებულების შეფასების ოდენობა დამოკიდებულია ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა ოდენობასა და მისი გათვლის მეთოდებზე.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის ამოცანებია: 1) მოთხოვნისა და მიწოდების რეალური თანაფარდობის ასახვა; 2) ფასწარმოქმნის კონკრეტული მიზნების განხორციელება; 3) სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება, რაც გავლენას ახდენს ფასების დადგენაზე; 4) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება.

✓ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს: 1) საალრიცხვო; 2) საკონტროლო; 3) მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსება; 4) გადანაწილებითი; მართვის.

✓ ფასები კლასიფიცირდება შემდეგი ნიშნების მიხედვით: 1) ფასიანი ქაღალდების სახეობა; 2) ემიტენტის ტიპი; 3) ბაზრის სეგმენტი; 4) ოპერაციის სახე ფასიანი ქაღლადების ბაზარზე; 5) ფასწარმოქმნის ადგილი და დრო.

✓ ფასიანი ქაღალდის ღირებულება – ეს არის გარკვეული საინვესტიციო ხარისხისა და მმართველობითი შესაძლებლობების ფულადი ეკვივალენტი, რომელიც დამოკიდებულია კონკრეტულ მიზნებზე და შეფასების მეთოდებზე.

✓ შეიძლება გამოიყოს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების შემდეგი სახეები: 1) ნომინალური ღირებულება; 2) საემისიო ღირებულება; 3) საბალანსო ღირებულება; 4) საალრიცხვო ღირებულება; 5) დისკონტირებული ღირებულება; 6) კონვერსირებული (გაცვლითი) ღირებულებას; 7) საკურსო ღირებულება; 8) საბაზრო ღირებულება; 9) შიდა ღირებულება; 10) საბირჟო ღირებულება; 11) სადაზღვევო ღირებულება; 12) საგირავნო ღირებულება; 13) სალიკვიდაციო ღირებულება.

✓ ღირებულება და ფასი მჭიდროდ არიან ერთიმეორესთან დაკავშირებული. თავდაპირველად განისაზღვრება ფასიანი ქაღალდის ღირებულება, ამის შემდეგ გარიგების დადების მომენტში მის საფუძველზე წესდება ფასი.

✓ ფასწარმოქმნა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხორციელდება განსაზღვრული წესების მიხედვით, კონკრეტული მეთოდების გამოყენებით, საერთოდ აღიარებული პრინციპების საფუძველზე და ცალკეული ფაქტორების გათვალისწინებით.

✓ ძირითადი მეთოდები, რომელთა საფუძველზეც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ხდება ფასწარმოქმნა, არის შემდეგი: საექსპერტო, ანალიტიკური, სტატისტიკური, ნორმატიულ-პარამეტრული (ქულებრივი), საბალანსო და ეკონომიკურ-მათემატიკური მოდელირების მეთოდები.

✓ ეკონომიკურ — მათემატიკური მეთოდები და მოდელები წარმოადგენს ანალიზის სპეციფიკურ ხერხს იმიტაციური მოდელების ანდა დინამიკური მოდელირების სახით გრაფიკული ან ლოგიკური მოდელების საფუძველზე კომპიუტერული ტექნოლოგიების გამოყენებით. ისინი ემყარებიან რიგი სქემების (მოდელების) აგებას, რომლებიც აფიქსირებენ გარკვეულ დამოკიდებულებას და ითვალისწინებენ კონკრეტულ ფაქტორებს, რომლებიც ახდენენ როგორც დადებით, ასევე უარყოფით გავლენას. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შეიძლება გამოყენებული იქნას კონცეპტუალურ-მათემატიკური, ტრენდული, კომპონენტური ანალიზი, სტრუქტურული, სტატისტიკური, ფაქტორული, გრაფიკული, ლოგიკური

და იმიტაციური მოდელები. ეს მოდელები წარმოადგენენ ფასების დონეზე სხვადასხვა ფაქტორების გავლენის სქემატურ ასახვას.

✓ ფასიანი ქაღალდის საინვესტიციო თვისებების ანალიზი შეიძლება განხორციელდეს ორი მიმართულებით: მისი საბაზრო ღირებულებისა და შიდა ღირებულების გაანალიზება. პირველ შემთხვევაში იკვლევენ ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კონიუქტურას, მათი კურსების დინამიკას. მეორე შემთხვევაში შეისწავლება ემიტენტის ფინანსურ-ეკონომიკური მდგომარეობა, დარგი, რომელსაც ეკუთვნის ფასიანი ქაღალდი. ზემოაღნიშნულის შესაბამისად ისტორიულად ჩამოყალიბდა ფასიანი ქაღლადების ბაზრის ანალიზისადმი შემდგომი მეთოდოლოგიური მიდგომები: 1) ტექნიკურ ანალიზზე დამყარებული მიდგომა; 2) ფუნდამენტურ ანალიზზე დამყარებული მიდგომა.

✓ ფინანსური სახსრების წონასწორობითი ფასის ცვლილება შეიძლება მოხდეს ცვლილებების გავლენით ერთიან მოთხოვნაში ფასიან ქაღალდებზე.

✓ ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნის თეორია სწორედ ცდილობს ეპოვოს პასუხი კითხვაზე როგორ გავლენას მოახდენს ინვესტორთა ერთობლივი მოქმედება, რომლებიც ცდილობენ მიაღწიონ მაქსიმალურ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას რისკის მოცემული დონის პირობებში დამოკიდებულებაზე მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის. ამ თეორიას ქვია კაპიტალების რისკის თეორია (Capital Market Theories). იგი ცდილობს განსაზღვროს წონასწორობითი ფასისმიერი ურთიერთდამოკიდებულება, რომელიც უნდა არსებობდეს მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის როგორც ცალკეული ფასიანი ქაღალდის მიმართ, ასევე ნებისმიერი პორტფელისათვის.

✓ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბებისას ანალიტიკოსებს შეუძლიათ გამოიყენონ ფასების გამოთანაბრების მოდელი ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელი. მოცემულ მოდელში აქციების მოსალოდნელი შემოსავალი მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. პრაქტიკაში ძალზე რთულია აიხსნას, კონკრეტულად რომელი ფაქტორის ჩართვაა საჭირო მოდელში. დღეისათვის ასეთი ფაქტორების რანგში იყენებენ შემდეგ მაჩვენებლებს: სამრეწველო წარმოების განვითარება, საბანკო პროცენტების დონე-თა ცვლილება, ინფლაცია, კონკრეტული საწარმოს გადახდისუუნარობის რისკი და ა.შ.

✓ ბაზრის ეფექტიანობის ჰიპოთეზამ და მასთან დაკავშირებულმა აქტივების საბაზრო ფასების „შემთხვევითი ხეტიალის" მოდელმა სტიმული მისცა შემთხვევით პროცესების თეორიაზე დაფუძნებული დინამიკური თეორიულ-ალბათური მოდელების გამოყენებას. ამ იდეების კალაპოტში მ. შოულსმა და ფ. ბლეკმა შექმნეს ოპციონების ე.წ. ბლეკ-შოულსის მოდელი. ეს მოდელი ეყრდნობოდა ურისკო გარიგების განხორციელების შესაძლებლობას იმყოფროულად აქციის და მასზე გამოწერილი ოპციონის გამოყენებით. ამგვარი გარიგების ღირებულება (ფასი) უნდა ემთხვეოდეს ბაზარზე ურისკო აქტივების ღირებულებას, მაგრამ რადგან აქციის ფასი დროდადრო იცვლება, ამიტომ შესაბამისად უნდა იცვლებოდეს ურისკო გარიგების უზრუნველმყოფი გაწერილი ოპციონის ღირებულების ალბათური შეფასება.

✓ ნებისმიერი ფინანსური საშუალების ფასი განისაზღვრება საარბიტრაჟო დამოკიდებულებით: APT ემყარება ვარაუდს, რომ ნებისმიერი ორი ან მეტი ოდენობის ფასიანი ქაღალდი ან პორტფელი, რომელთაც ერთნაირი შემოსავალი მოაქვთ ინვესტორისათვის, უნდა გაიყიდოს ერთი და იგივე ფასში. სხვა სიტყვებით, თუკი ორი ფასიანი ქაღალდი აქვთ ერთი და იგივე რისკის დონეზე, მაგრამ აქვთ სხვადასხვა შემოსავლიანობა ინვესტორი არბიტრაჟის გზით აღგენს ამ სხვაობას, იძენს რა ფასიან ქაღალდებს უფრო მაღალი შემოსავლიანობით (და ნაკლები ფასით) და ყიდის ფინანსურ სახსრებს დაბალი შემოსავლიანობით (მაღალი ფასით). ორი ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვის ეს პროცესი გრძელდება მანამ, სანამ მათი შემოსავლიანობა და შესაბამისად ფასები არ გათანაბრდება.

✓ ინვესტორი ერთმანეთს შეუთავსებს განურჩევლობის მრუდებისა და ეფექტიანი სიმრავლის გრაფიკებს, მას შეუძლია შეუდგეს მრუდზე სხვებთან შედარებით უფრო მაღლა და უფრო მარცხნივ მოთავსებული პორტფელის შერჩევას. ეს პორტფელი იმ წერტილის შესაბამისი იქნება, რომელშიც

განურჩეველობის მრუდი ეხება ეფექტიან სიმრავლეს. ამგვარად, პორტფელების კლასიკურმა თეორიამ განვითარების მთელი რიგის ეტაპები განვლო. ის ძირითადი დასკვნები, რომლებიც პორტფელის კლასიკურ თეორიაში დღეისათვისაა გამოტანილი, შემდეგნაირად შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ: 1) ეფექტიანი სიმრავლე მოიცავს იმ პორტფელებს, რომლებიც ერთდროულად უზრუნველყოფენ მაქსიმალურ მოსალოდნელ შემოსავლიანობასაც რისკის ფიქსირებული დონის დროს და მინიმალურ რისკსაც მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მოცემული დონის დროს. 2) იგულისხმება, რომ ინვესტორი ოპტიმალურ პორტფელს ირჩევს იმ პორტფელებიდან, რომლებიც ეფექტიან სიმრავლეს შეადგენენ.3) ინვესტორის ოპტიმალური პორტფელი იდენტიფიცირდება ეფექტიან სიმრავლესთან ინვესტორის განურჩეველობის მრუდის შეხების წერტილთან. 4) დივერსიფიკაცია, ჩვეულებრივ, იწვევს რისკის შემცირებას, რადგან პორტფელის სტანდარტული გადახრა ზოგად შემთხვევაში უფრო ნაკლები იქნება, ვიდრე პორტფელ-ში შემავალი ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი სტანდარტული გადახრები. 5) ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობისა და ბაზრის ინდექსზე მოსული შემოსავლიანობის თანაფარდობა ცნობილია როგორც საბაზრო მოდელი. 6) ბაზრის ინდექსზე მოსული შემოსავლიანობა მთლიანად არ ასახავს ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას, აუხსნელი ელემენტები საბაზრო მოდელის შემთხვევით ცდომილებაში შეაქვთ. 7) საბაზრო მოდელის შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდის მთლიანი რისკი შედგება საბაზრო რისკისა და საკუთარი რისკისგან. 8) დივერსიფიკაცია იწვევს საბაზრო რისკის გასაშუალოებას. დივერსიფიკაციას შეუძლია მნიშვნელოვნად შეამციროს საკუთარი რისკი.

✓ ამგვარად, შეგვიძლია ჩამოვაყალიბოთ შემდეგი ძირითადი პოსტულატები, რომლებზეც პორტფელის კლასიკური თეორია არის აგებული: 1) ბაზარი შედგება სასრული რაოდენობის აქტივებისაგან, რომელთა შემოსავლიანობაც მოცემული პერიოდისთვის შემთხვევით სიდიდეებად მიიჩნევიან. 2) ინვესტორს შეუძლია, მაგალითად, სტატისტიკური მონაცემებიდან გამომდინარე მიიღოს შემოსავლიანობათა და მათთან დაწყვილებულ კოვარიაციათა, აგრეთვე, რისკის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობის დონეთა მოსალოდნელი (საშუალო) შეფასება. 3) ინვესტორს შეუძლია ჩამოაყალიბოს ნებისმიერი დასაშვები (მოცემული მოდელისთვის) პორტფელი, პორტფელების შემოსავლიანობებიც შემთხვევითი სიდიდეებია. 4) შესარჩევი პორტფელების შედარება ეყრდნობა მხოლოდ ორ კრიტერიუმს — საშუალო შემოსავლიანობასა და რისკს. 5) ინვესტორი რისკზე არ მიდის იმ აზრით, რომ ერთნაირი შემოსავლიანობის მქონე ორი პორ-ტფელიდან იგი უპირატესობას აუცილებლად მიანიჭებს ნაკლები რისკის მქონე პორტფელს.

✓ პრაქტიკაში დიდ პრობლემადაა ქცეული ამ დებულებათა მკაცრად დაცვა, მაგრამ პორტფელების თეორიის შეფასება უნდა ეყრდნობოდეს არამარტო საწყისი დაშვებების ადეკვატურობის ხარისხს, არამედ, მისი მეშვეობით ინვესტიციების მართვის ამოცანების წარმატებით გადაწყვეტასაც. ბოლო ათწლეულებში მნიშვნელოვნად გაფართოვდა პორტფელების თეორიის გამოყენება. სულ უფრო მეტი საინვესტიციო მენეჯერი და საინვესტიციო ფონდების მმართველი იყენებს მის მეთოდებს პრაქტიკაში. მართალია, ამ თეორიას ბევრი მოწინააღმდეგეც ჰყავს, მაგრამ მისი გაღრმავება მუდმივად მატულობს როგორც აკადემიურ წრეებში, ისე ცალკეული ქვეყნების პრაქტიკაშიც. ამის დასტურია თეორიის შემქმნელებისა და დამმუშავებლებისთვის ნობელის პრემიის მინიჭება ეკონომიკის დარგში.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- განმარტეთ ფასწარმოქმნის და ფასის არსი;
- რა არის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის ამოცანები?
- რა არის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფასწარმოქმნის ძირითადი პრინციპები?
- რა ფაქტორებზეა დამოკიდებული ფასწარმოქმნის სტრატეგია?
- ჩამოთვალეთ ფასების ფუნქციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.
- როგორ განიმარტება ფასიანი ქაღალდების ღირებულება?
- დაასახელეთ ფასიანი ქაღალდების ღირებულებების სახეები.
- ჩამოაყალიბეთ ურთიერთკავშირი ღირებულებასა და ფასს შორის.
- დაასახელეთ ფასწარმოქმნის წესები და კონკრეტული შეთოდები.
- დაახასიათეთ ეკონომიკურ-მათემატიკური მეთოდები და მოდელების. როგორც ფასების დინეზე სხვადასხვა ფაქტორების გავლენის სქემატური ასახვა;
- რას ნიშნავს ფასიანი ქაღალდების რეიტინგი? დაასახელეთ მათი ამსახველი ცნობილი საინფორმაციო;
- ჩამოთვალეთ და მოკლედ დაახასიათეთ ფასწარმოქმნის პროცესზე მოქმედი ფაქტორები.
- რა შედის პირველი - ტრადიციული ფაქტორების ჯგუფში?
- რა შედის ფაქტორების მესამე - ობიექტურ ჯგუფში?
- რა მიეკუთვნება ფაქტორების მეორე - გარე ჯგუფს?
- რას მოიცავს ბაზის მხრივ მიკრო და მაკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები?
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზის რა მეთოდოლოგიური მიდგომები გამოიყენება?
- რა არის ფუნდამენტური ანალიზი და რას მოიცავს იგი?
- რა არის ტექნიკური ანალიზი და რას მოიცავს იგი?
- განმარტეთ ინდუსტრიალური (დარგობრივი) ანალიზის არსი.
- როგორ განიმარტება კონკრეტული საწარმოს ანალიზი და რას მოიცავს იგი?
- რა არის ლიკვიდობა?
- რას გვიჩვენებს ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები?
- რას მოიცავს საქმიანი აქტიურობის მაჩვენებლები?
- რას ასახავს რენტაბელობის მაჩვენებლები?
- რა შედის აქციების კურსთან დაკავშირებულ მაჩვენებლებში;
- რა მეთოდები და მაჩვენებლები გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების ფასების მოდელირების დროს?
- რას მოიცავს საფონდო ბაზრის ტექნიკური ანალიზი?
- რას წარმოადგენს საფონდო ინდექსი, ჩამოთვალეთ მისი ძირითადი ამოცანები.
- რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს საფონდო ინდექსების კლასიფიკაცია?
- დაასახელეთ საფონდო ინდექსების გათვლის ძირითადი მეთოდები.
- ჩამოთვალეთ აშშ ძირითადი ინდექსები.

- ჩამოთვალეთ დიდი ბრიტანეთის ძირითადი ინდექსები;
- დაასახელეთ საფრანგეთის ინდექსები;
- დაასახელეთ იაპონიის ინდექსები;
- დაასახელეთ პონკონგის ინდექსები;
- დაასახელეთ მექსიკის ინდექსები;
- დაასახელეთ ბრაზილიის ინდექსები;
- დაასახელეთ რუსეთის ინდექსები;
- დაახასიათეთ საფონდო ბირჟის ინდექსები;
- ჩამოთვალეთ სხვა განვითარებული ქვეყნების ძირითადი ინდექსები;
- რას გულისხმობს ფინანსური სახსრების ფასწარმოქმნის თეორია?
- ვინ დაასაბუთა პირველად CAPM მოდელს ძირითადი დებულებები და როდის?
- ახსენით ფასების გამოთანაბრების ან საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელის არსი.
- რაში მდგომარეობს ბლეკ-შოულსის მოდელის არსი?
- რაში მდგომარეობს CAPM მოდელის პრაქტიკული გამოყენება?
- ჩამოთვალეთ CAPM მოდელის საწყისი დაშვებები და მოკლედ ახსენით მათი შინაარსი.
- რაში მდგომარეობს ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელის შინაარსი, ვინ და როდის დაასაბუთა იგი?
- როგორ წარმოებს ინვესტორების მიერ საინვესტიციო საქმიანობის შეფასება?
- როგორ გესმით დროში შეწონილი შემოსავლიანობა?
- ახსენით ტრეინორის შეფასების საზომების არსი;
- დაასახელეთ ტრეინორის შეფასების T ფორმულა;
- ახსენით ჯენსენის საზომის შინაარსი;
- ახსენით შარპის საზომის მექანიზმი;
- რაში მდგომარეობს CAPM თეორიის პირველი დაშვების მოხსნა?
- რაში მდგომარეობს CAPM თეორიის მეოთხე დაშვების მოხსნა?
- რაში მდგომარეობს CAPM თეორიის მეხუთე დაშვების მოხსნა?
- რაში მდგომარეობს CAPM თეორიის მეექვსე დაშვების მოხსნა?
- რა ფაქტორებს ეყრდნობა APT (ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო მოდელი)?
- როგორ განიმარტება ფულადშეწონილი შემოსავლიანობა?
- რა არის შემოსავლიანობის შიდა ნორმა IRR?
- რა არის დროში შეწონილი შემოსავლიანობა?
- რას ნიშნავს პორტფელის მართვის პასიური (სელექციის) მეთოდი?
- რას ნიშნავს მისი პორტფელის მართვის აქტიური (ტაიმინგის) ხერხი?
- როგორ ხდება ტრეინერის, ჯენსენისა და შარპის საზომების შედარება?

გამოყენებული ლიტერატურა

1. გიტმანი ლ., ჯონკი მ. ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.
2. კოჭლანაძე ი. საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.
3. ფინანსები. ინვესტიციები. საბანკო საქმე. ენციკლოპედიური ტერმინოლოგია (ინგლისურ-რუსული-ქართული) შემდეგენელი პორფ. ლ. ქოქიაური.
4. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სიახლე". 2002. გვ 20-71.
5. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
6. ქოქიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
7. ქოქიაური ლ. შონია ნ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
8. ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
9. **Алехин Б.И.** Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М., "Финансы и статистика", 1991, გვ.159.
10. **Аскунадзи В.М., Максимова В.Ф., Петров В.С.** Инвестиционное дело. М.; Маркем ДС. 2007,
11. AXA, IQ Institutional Quarterly Jan 2002.
12. Bureau of the Census, US Department of Commerce, Prudential Research.
13. Barron's / Jacqueline Doherty.
14. **Cordon J. Alexander and Jack Clark Francis**. Portfolio Analysis. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall. 2001.
15. Datastream; Nypo-Landesbank.
16. Deutsche Bundesbank an FAZ.
17. Deutche Boerse; Boerse Online.
18. **Edwin J. Elton and Martin J. Gruber.** Modern Portfolio Theory and Invetment Analysis. New-Yourk: John Wiley. 1999.
19. ELLIOT WAVE INTERNATIONAL
20. **Eugene F. Fama and Kenneth R. French.** The Cross-Section of Expected Stock Returns.
21. Federal Reserve Board, Fremont EconChartbook apr. 2003.
22. Federal Reserve, Prudential Research.
23. Flow of Funds Chartbook., Prudential Research, Mar 2003.
24. Global investment Strategy HSBC 3Q 2002, IBES, Thomson Financial Datastream.
25. Global investment Strategy HSBC 3Q 2002.
26. MULTICHART. www.multichart.de.
27. Ned Davis Research, Datastream, MSIM Asset Allocation Research.
28. Martin Capital.
29. Monetary Supply Chartbook, Prudential Research, Mar 2003.
30. Portfolio Theory and Investment Analysis. New-York: John Wiley. 1999.
31. **Richard W. Roll and Stephen A. Ross.** Regulation, the Capital Asset Prissing Model and the Arbitrage Pricing Theory. Bublic Utilities Fortinightly, 111. no. 11. May. 26. 1993.
32. **Stephen A. Ross.** The Arbitrage Theory of Capital Asset Prising. Journal of Economic Theory. 13. no. 3. December. 1997.
33. Sterling World Report Feb 2000, WEFA.
34. Trade Signal © and www.tecnical. de © by System Soft, www. Systemsoft.de.
35. Unico Asset Allocation, Nov 2001, Datastream.
36. Vtoreport.com; Investors Intelligence.
37. http://www.dogsoftthedow.com/doggish.htm.
38. www.rst.ru.

VIII განყოფილება

ინვესტიციები ინტელექტუალურ კაპიტალში

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- რა არის ინტელექტუალური კაპიტალი, რატომ განიხილება იგი მთავარ საზოგადოებრივ სიმდიდრედ, უმნიშვნელოვანეს ფასეულობად;
- ინვესტიციის ბაზრის ერთ-ერთ მდგენელად ინტელექტუალური ფასეულობების ბაზრის გამოყოფა და დასაბუთება;
- ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაცია და მათი ძირითადი საბეების დახასიათება;
- ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის ძირითადი ამოცანები. მისი განვითარებისა და შენარჩუნების პოლიტიკის მიზნების შემუშავება;
- რატომ უნდა ჩაიდოს ინვესტიციები, უპირველეს ყოვლისა, უმაღლესი განათლების, პროფესიული განათლების, ბიზნეს-განათლების სისტემების თანამედროვე სტანდარტების დანერგვაში;
- რა არის ადამიანური აქტივები, ფირმის ინტელექტუალური კაპიტალის ადამიანური აქტივების მდგენელები;
- ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა, როგორც ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნისა და განხორციელების უწყვეტი პროცესი;
- ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის საბაზისო-თეორიული წინაპირობები და მათი გადაწყვეტილებების მიღების მეთოდები;
- ინოვაციების შემუშავებისა და რეალიზაციის პროცესში გამოყენებული მეთოდები;
- ინტელექტუალური კაპიტალის ბრუნვა ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლებში;
- ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმი. მისი ძირითადი მაჩვენებელები და პარამეტრები.

ოცდამეათე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის განსაზღვრისათვის

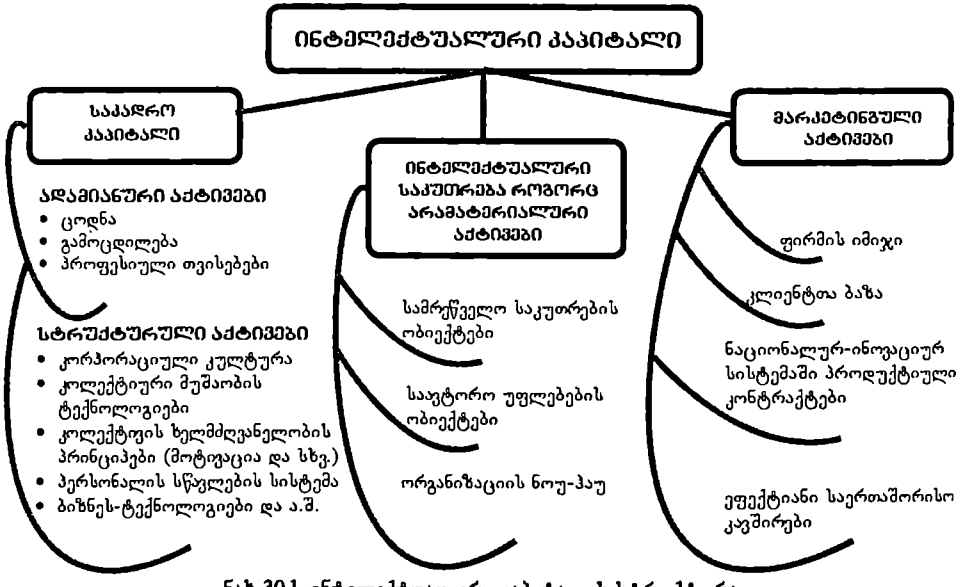
30.1. ინტელექტუალური კაპიტალის არსი და სტრუქტურა

თანამედროვე ეკონომიკის ძირითადი და წარმმართველი ელემენტია ინოვაციური საქმიანობა, იგი საბაზრო ურთიერთობების პირობებში განსაზღვრავს წარმოების განვითარების დინამიკას, რესურსების განაწილებას და განთავსებას. მკაცრი კონკურენციული ბრძოლის პირობებში და მომხმარებელზე თავისი პროდუქციით გავლენის შესანარჩუნებლად საქონლისა და მომსახურებაზე ორიენტირებული ორგანიზაციები, პერიოდულად უნდა ითვისებდნენ ინოვაციებს და უშვებდნენ ახალ პროდუქციას. ამ მოძრაობის წარმმართველი ძალაა როგორც ბაზრის ცვალებადი შესაძლებლობები, მზარდი საზოგადოებრივი მოთხოვნები, ასევე სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის პროცესში აღმოცენებული ახალი თეორიული და პრაქტიკული დამუშავებები.

ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის საფუძველია მისი ინტელექტუალური კაპიტალი. ინტელექტუალური კაპიტალის დონე და მისი ეფექტიანად გამოყენების უნარი განსაზღვრავს ორგანიზაციის წარმატებულ ფუნქციონირებას საქონლისა და მომსახურების თანამედროვე ბაზარზე. ამასთან **ტერმინის „ინტელექტუალური კაპიტალი“ ქვეშ მოიაზრება ორგანიზაციის შემოქმედებითი შესაძლებლობები, შექმნას და რეალიზაცია გაუკეთოს ინტელექტუალურ და ინოვაციურ პროდუქციას, რაც განისაზღვრება სამი მდგენელით:**

1. საკადრო კაპიტალი;
2. ინტელექტუალური კაპიტალი;
3. მარკეტინგული აქტივები.

ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის სტრუქტურა წარმოდგენილია ნახ. 30.1-ზე.



ნახ 30.1. ინტელექტუალური კაპიტალის სტრუქტურა

ადამიანური აქტივების ქვეშ მოიაზრება კოლექტიური ცოდნა, გამოცდილება (ჩვევები), ორგანიზაციაში მომუშავე ყოველი სპეციალისტის პროფესიონალური თვისებები.[1] აქვე შეიძლება ჩართული იქნას ფსიქომეტრიული ცნობები და მონაცემები ცალკეული პიროვნების სხვადასხვა სიტუაციებში ქცევის შესახებ. მაგალითად: სტრესულ სიტუაციებში და სამუშაოს ჯგუფური ორგანიზაციისას. კარგი მმართველის ამოცანა მდგომარეობს იმ მექანიზმის შემუშავებაში, რომელიც თითოეულ თანამშრომელს მისცემს თავისი პოტენციალის სრულად რეალიზაციის საშუალებას, არსებული ორგანიზაციის ჩარჩოებში, საბაზრო, ინფრასტრუქტურული და ინტელექტუალური აქტივებისაგან განსხვავებით, ადამიანური აქტივები არ ეკუთვნის საწარმოს. აქედან გამომდინარე, მათ მიმართ განსაკუთრებული დამოკიდებულება უნდა ჰქონდეთ მეწარმეებს.

ადამიანური აქტივები ასრულებენ პირველხარისხოვან როლს ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის საქმეში. ორგანიზაციის თანამშრომელთა ცოდნა და ჩვევები, მათი პროფესიონალური თვისებები არის ის ინსტრუმენტი, რომელთა მეშვეობითაც იქმნება **ინტელექტუალური პროდუქცია,** ყალიბდება ორგანიზაციის არამატერიალური აქტივები. **სტრუქტურული აქტივები** წარმოადგენს ორგანიზაციის თანამშრომელთა კოლექტივის შემოქმედებითი აქტიეობის იმ პოტენციალს, რომელიც უზრუნველყოფს ადამიანური აქტივების ეფექტიან გამოყენებას, შესაძლებელს ხდის მიღებული იქნას უფრო მეტი, ვიდრე ორგანიზაციის ცალკეულ წევრთა მთლიანი ძალისხმევა. კადრობრივი პოტენციალის (კაპიტალის) აღნიშნული შემადგენელი ელემენტი განისაზღვრება კოლექტივში საერთო ზემოქმედების კულტურით ანუ კორპორატიული კულტურით. კოლექტივში ურთიერთობათა კულტურა ხელს უწყობს ცოდნის დაგროვებას, ახალი ჩვევების შექმნას, გამოცდილების გამდიდრებას და პროფესიული ჩვევების სრულყოფას.

კორპორატიული კულტურა განსაზღვრელი სტრუქტურულ როლს თამაშობს აქტივების სხვა მდგენელთა სრულყოფის საქმეშიც, კერძოდ:

- კოლექტიური მუშაობის ტექნოლოგიების განვითარებაში;
- კოლექტიური ხელმძღვანელობის პრინციპების (მოტივაცია, სპეციალისტების შერჩევა, სხვადასხვა ამოცანების შესრულებისათვის ბრძანებათა ფორმირება და ა.შ.) დაცვაში;
  სპეციალისტების სწავლების სისტემების (მოშზადება, კვალიფიკაციის ამაღლება და ა.შ.) შექმნაში.
  საქონლისა და მომსახურების ბაზარზე ორგანიზაციის სტრატეგიის განმსაზღვრელ ბიზნეს-ტექნოლოგიების ჩამოყალიბებაში.

ინტელექტუალური საკუთრება

ინტელექტუალური საკუთრება იქმნება ორგანიზაციის თანამშრომელთა მიერ, მათი ცოდნისა და გამოცდილების ბაზაზე, და ავსებს მათ არამატერიალურ აქტივებს. ინტელექტუალური საკუთრება საქონლის სახეს ღებულობს ინტელექტუალური პროდუქციის ბაზარზე და შეიძლება შეძენილ იქნას სხვა ორგანიზაციის საკუთრებაში. ამასთან აქ ხდება ინტელექტუალური საკუთრების სარგებლობაზე უფლების შეძენაც.

ინტელექტუალური საკუთრების სამი შედარებით მნიშვნელოვანი ჯგუფი კარგად ჩანს 30.1. ნახაზზე ესენია:

- სამრეწველო საკუთრების ობიექტები;
- საავტორო უფლებების ობიექტები;
- ნოუ-ჰაუ.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ქვეშ მოიაზრება ორგანიზაციის უფლება გამოგონების, სასარგებლო მოდელების, სამრეწველო ნიმუშების, სელექციური მიღწეევების და სავაჭრო მარკების გამოყენებაზე. **საავტორო უფლებების ობიექტებია** სამეცნიერო და ლიტერატურული ნაწარმოებები, ელექტრონულ-გამომთვლელი მანქანების პროგრამები და მონაცემთა ბაზები, ინტეგრალური სქემების ტოპოლოგიები და შერეულ უფლებათა დაცვის ობიექტები (ტელე და რადიოდანადგარები, მხატვრული

[1] **Брукинг Энни**. Интелектуальный капитал. СПб.: Питер, 2001. gv. 17.

ნაწარმოებების შესრულება და ა.შ.).

შედარებით ნაკლებად დაცულია ინტელექტუალური საკუთრების **ტერმინის „ნოუ-ჰაუს"** (სიტყვა-სიტყვით, „ეიცი როგორ") ქვეშ ნაგულისხმევი ობიექტები. ეს არის პრაქტიკული ცოდნა პროცესების ორგანიზაციის ინოვაციური ღონისძიებების გატარების შესახებ, რომლებიც უზრუნველყოფენ ახალი ტექნოლოგიების ეფექტიან რეალიზაციას, „ახალი საქონლის" და მომსახურების შექმნას, ასევე, სხვადასხვა სახის სამსახურებრივი და კომერციული ინფორმაცია. როგორც წესი, ორგანიზაციის ნოუ-ჰაუს შესახებ ინფორმაცია ფიქსირდება ტექნიკური კომერციული ხელმძღვანელი (ორგანიზაციული) დოკუმენტაციის სახით, შიდა (სამსახურეობრივი) სარგებლობისათვის. არაკეთილსინდისიერი კონკურენციის პირობებში ინფორმაცია ხშირად ხდება სამრეწველო შპიონაჟის ობიექტი.

როგორც ინტელექტუალური საკუთრების ნებისმიერი სახის ობიექტი, ნოუ-ჰაუც არის ინტელექტუალური პროდუქტი და აქვე საბაზრო ღირებულება. ნოუ-ჰაუს სარგებლობის უფლება შეიძლება გაიყიდოს საპატენტო პროდუქციის წარმოებაზე სალიცენზიო ხელშეკრულების გაფორმებასთან ერთად.

ინტელექტუალური კაპიტალის მესამე მდგენელია **მარკეტინგული აქტივები**, რომლებიც მოიცავენ ფირმის იმიჯს, მისი სავაჭრო მარკის ცნობადობას, მოცემული ფირმის საქონლის ხარისხის ავტორიტეტს და ამის შესაბამის კლიენტთა ბაზას. მარკეტინგული აქტივები განისაზღვრება ასევე ორგანიზაციის მიერ დამყარებული და წარმატებით ფუნქციონირებადი კავშირებით ეროვნული ინოვაციური სისტემის ფარგლებში და მათი საერთაშორისო კავშირებით, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე კოტირებით.

ინტელექტუალური კაპიტალის სამი მდგენელი ელემენტის მნიშვნელობა ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნისა და გადიდების პროცესის არსის გასააზრებლად განაპირობებს მათი დეტალური განხილვის აუცილებლობას.

30.2. ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაცია

ამრიგად, ინტელექტუალური აქტივები არის საკუთრების ის სახე, რომელიც შექმნილია გონებრივი საქმიანობით და დაცულია კანონმდებლობით. იგი გვევლინება საკუთრების არა განსხვავებულ ფორმად, არამედ თავისებურ სახეობად, რამდენადაც მოიცავს ფრიად სპეციფიკურ ფასეულობებს და გამოხატავს ადამიანთა ინტელექტუალური საქმიანობის შედეგების ფლობის, განკარგვის, გამოყენებისა და მითვისების თაობაზე აღმოცენებულ ურთიერთობებს, ანუ უფრო ლაკონურად თუ ვიტყვით, საკუთრების უფლებას ინტელექტუალურ პროდუქტებზე ნებისმიერ სფეროში.[1] ეს ტერმინი, ჩვეულებრივ, გამოიყენება პატენტებთან, საავტორო უფლებებთან, სავაჭრო ნიშნებთან, წარმოების საიდუმლოებებთან, ორიგინალურ ტექნოლოგიურ ნოუ-ჰაუსთან.

პატენტი

ეს არის სახელმწიფოს მიერ გამომგონებლისათვის მინიჭებული **საკუთრების უფლება**. ასეთი უფლება არის განსაკუთრებული, რაც იმას ნიშნავს, რომ მესაკუთრე მონოპოლიურად ფლობს მას დათქმული პერიოდის განმავლობაში. ასევე ეს არ აძლევს შექმნილი პროდუქტის კოპირების, გამოყენებისა და გაყიდვის უფლებას სხვა სუბიექტებს, მაგრამ პატენტის მიღებისათვის საჭიროა გამოგონების საზოგადოებისათვის გაცნობა. მიუხედავად პატენტის უპირატესობისა, რომელიც მდგომარეობს მის ანგარიშგასაწევ გაფრთხილებაში „არ მომიახლოვდე", მას აქვს ნაკლიც-გამოგონება აღარ არის საიდუმლო.

პატენტის არსებობა მფლობელის აქტიურობის შემთხვევაში ძალიან ფასეულია. პატენტი არის ერთგვარი უფლება და ეს უფლებები აუცილებლად უნდა იქნას გამოყენებული. ახალი პროდუქტის შექმნისას ორგანიზაციები ცდილობენ, რომ შექმნილი პროდუქტი დაიცვან დიდი რაოდენობის პატენტებით, რათა ასახული იქნეს გამოგონების თითოეული ნაწილი და დეტალი (რაც ეროობლიობაში იწოდება „ნაკრებად"). მაგ; ფოტოაპარატი „Kodac Instamitic"-ი დაცული იყო პატენტების ნაკრებით, რომელიც შედგებოდა ასზე მეტი ცალკეული განაცხადისაგან, შედეგად კონკურენტებისათვის შეუძლებელი გახდა ამ პროდუქტის კოპირება. თუ კომპანია იღებს გადაწყვეტილებას მიყიდოს ლიცენზია თავისი გამოგონების გამოყენებაზე სხვა საბაზრო სუბიექტს, მაშინ ის მოიპოვებს საბაზრო აქტივს-შემოსავალს, რომელსაც მიიღებს სალიცენზიო ხელშეკრულებიდან. პატენტი არის ფასეულობა მხოლოდ მისი მუდმივი გამოყენების და დაცვის შემთხვევაში. კომპანიები, რომლებიც იგნორირებას უკეთებენ მათი საპატენტო უფლების დარღვევას, არამარტო შემოსავალს კარგავენ სალიცენზიო ხელშეკრულებიდან, არამედ აუფასურებენ თავიანთ ინტელექტუალურ აქტივს.

ალტრუისტი გამომგონებლები უმრავლეს შემთხვევაში ამჯობინებენ არ გააფორმონ პატენტი და თავიანთი გამოგონება საზოგადოებისათვის მისაწვდომი გახადონ, ანუ ნებისმიერს მისცენ საშუალება გამოიყენონ ისინი. კეთილშობილ საქციელს ზოგჯერ საპირისპირო შედეგამდე მიყავს გამოგონება. გარანტირებული მონოპოლიის არქონის შემთხვევაში კომპანიებმა შეიძლება უარი თქვან პროდუქტის კომერციული წარმოების დაფინანსებაზე. იმის შიშით, რომ მთელ შემოსავალს მისი კონკურენტი კომპანია მიიღებს, რომელიც მასზე ძლიერია. ზუსტად ასე იყო საქმე პენიცილინთან მიმართებაში, რომლის გამომგონებელი ალექსანდრე ფლემინგი გახლდათ. მან გაღაწყვიტა არ გაეფორმებინა პატენტი, რის შედეგადაც წამალი ბაზარზე აღმოჩნდა დიდი დაგვიანებით. კომპანიებს არ სურდათ ჩაედოთ ფინანსური საშუალებები მის წარმოებაში. საპატენტო პორტფელი მაშინ გამოდის, როგორც აქტივი, თუ მისი მართვა ხდება სწორად.

ზოგჯერ ის ორგანიზაცია, რომელიც ფლობს პატენტებს, მას სათანადოდ ვერ იყენებს, მაგრამ არ უნდა დავივიწყოთ, რომ პატენტის მეშვეობით მიღებული ფინანსური შემოსავალი მცირდება პატენტის ვადის გასვლისას. აქედან გამომდინარე, პროდუქტის კოპირება შესაძლებელი ხდება. პატენტები პოტენციურად ფასიან აქტივებად ითვლება იმ შემთხვევაში, თუ მათ ეთმობათ საჭირო ყურადღება.

საავტორო უფლება

საავტორო უფლება იცავს იდეას განაცხადებისაგან და არა თვით იდეას. დაცვა იწყება იმ მომენტიდან, როდესაც იდეას მიეცემა რაიმე მატერიალური სახე, მაგ; წერილობითი ფორმა. ზოგიერთ ქვეყანაში, მაგალითად, აშშ-ში, საავტორო უფლება შეიძლება იყოს ნოტარიულად დამტკიცებული დრო, რომლის განმავლობაშიც უზრუნველყოფილია საავტორო უფლების დაცვა. სხვადასხვა ქვეყანაში განსხვავებულია, მაგრამ, როგორც წესი, ის მოიცავს ავტორის მთელ ცხოვრებას და პლიუს 50 წელს.

საავტორო უფლებას, ჩვეულებრივ ანიჭებენ ლიტერატურული ნაწარმოების შემქმნელს, კინოფილმებს, ქორეოგრაფიულ დადგმებს, სამხატვრო, გრაფიკულ და მუსიკალურ ნაწარმოებებს.

საავტორო უფლება – ეს ეჭვგარეშეა, რომ აქტივია, რადგან მის მფლობელს შეუძლია გაყიდოს ნაწარმოები, გააერცელოს ის, გასცეს მასზე ლიცენზია და ამ სახით გაზარდოს თავისი კეთილდღეობა. მაგალითად, მწერალი უფლებას მისცემს გამომცემელს გამოსცეს ნაწარმოები, იპოვოს გასაღების ბაზრები და ამისათვის მიიღოს პონორარი.

დიზაინზე უფლება

საქონლის გარეგნული სახის დაცვის პირობები სხვადასხვა ქვეყანაში განსხვავებულია, ამიტომ საჭიროა ვიცოდეთ ამ სფეროში საქმის მდგომარეობის შესახებ იმ ბაზრებზე, სადაც ჩვენ ვთავაზობთ საქონელს და მომსახურებას. მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში დიზაინი შეიძლება დაცული იქნეს 2 მეთოდით: თვით გარეგნული სახის რეგისტრაციით და დიზაინის უფლებით. **დარეგისტრირებული**

დიზაინი ან დიზაინზე პატენტი – ეს არის მონოპოლია ნაკეთობის გარეგნულ იერსახეზე ან რიგი ნაკეთობებისა, რომელსაც ეხება მოცემული გაფორმება. პატენტი ამ შემთხვევაში იცავს დიზაინის სიახლეს, რომელიც იპყრობს მყიდველის ყურადღებას. დიზაინის უფლება იცავს როგორც ორიგინალურ დიზაინს ან ნაკეთობათა გარეგნულ იერსახეს, ასევე მფლობელის განსაკუთრებულ უფლებას ამ ორიგინალური დიზაინის ტირაჟზე.

სასაქონლო ნიშანი

ეს არის დარეგისტრირებული აღნიშვნა, რომელიც მომხმარებლისათვის ასოცირდება იმ კომპანიასთან, ან იმ საქონელთან, რომელიც გამოარჩევს მას სხვა კომპანიის საქონლისაგან. სასაქონლო ნიშანი შეიძლება გამოსახული იქნას სიტყვით (მაგალითად, კომპანიის სახელით) ნახატით, ლოგოთი და სხვადასხვა სახით. ექსკლუზიურ უფლებებს სასაქონლო ნიშანზე კომპანია იძენს მისი ხანგრძლივი დროის გამოყენების შედეგად და ის შეიძლება დარეგისტრირებულ საპატენტო ბიუროში. სასაქონლო ნიშნები იცავენ საფირმო საქონელს და ასევე წარმოადგენენ ძალიან ფასეულ აქტივებს დიდი ხნის განმავლობაში. მათი ფასეულობა კი, რაც დრო გადის მით უფრო იზრდება.

მომსახურების ნიშანი

სასაქონლო ნიშნის მსგავსია, იმ განსხვავებით, რომ ის განასხვავებს ერთი კომპანიის მომსახურებას მეორე კომპანიის მომსახურებისაგან. სასაქონლო ნიშნების მსგავსად, შეიძლება მომსახურების ნიშნების დარეგისტრირებაც. მომსახურების ნიშნებზე, რომლებიც ხანგრძლივი დროის განმავლობაში გამოიყენება, შეიძლება ექსკლუზიური უფლების შეძენა.

ნარმოების საიდუმლოება

ეს არის ინფორმაცია, რომელსაც არ ფლობენ ამ დარგის სხვა წარმომადგენლები. ეს შეიძლება იყოს დაუპატენტებელი გამოგონება, ახალი მონაცემები, ახალი აღმოჩენები, ტექნოლოგიური პროცესი და სხვა. წარმოების საიდუმლოებები მიეკუთვნება დაცვის საშუალებებს, რომელიც ხორციელდება კონფიდენციალური შეთანხმების დადებით. ზოგჯერ კომპანიები უპირატესობას ანიჭებენ ფორმულას ან ტექნოლოგიურ პროცესს მისცენ წარმოების საიდუმლოს სტატუსი, რომ გაექცნენ პატენტის დარეგისტრირების შემთხვევაში მის საზოგადოებრივ გამოქვეყნებას. თქვენთვის შესაბამისი ვარიანტის არჩევისას კარგი იქნება განვსაზღვროთ, რომელ შემთხვევაშია უფრო მაღალი რისკი: ვინმეს მცდელობისას დაარღვიოს თქვენი საპატენტო უფლება თუ საიდუმლოს გამჟღავნებისას?

ნოუ-ჰაუ

ნოუ-ჰაუს – ეს არის ცოდნა განსაზღვრული თემის შესახებ, რომელსაც ფლობს ადამიანი. ზოგიერთი ცოდნა შეიძლება ადვილად გასარკვევი იყოს, მაგალითად იმის ცოდნა, თუ როგორ უნდა ვაწარმოოთ ვაჭრობა. ზოგიერთი ცოდნა შეიძლება იყოს ძალიან ღრმა, მაგალითად იმის ცოდნა, თუ როგორ დააპროექტოთ თვითმფრინავის ფრთა. ზოგჯერ ცოდნა რთულად გამოიხატება სიტყვებით, მაგალითად, როგორი სუნი აქვს კარგ ღვინოს ან როგორია ახალი მარგარინის გემო, რის გაგებაც აუცილებელია, რათა იგი გაშვებულ იქნას მასიურ წარმოებაში. მეცნიერები, რომლებიც დიდი ხნის განმავლობაში სწავლობდნენ ხელოვნური ინტელექტის პრობლემებს, აშუქებდნენ კითხვებს, რომელიც დაკავშირებული იყო კომპიუტერის წარმოდგენაზე სხვადასხვა ტიპის ცოდნასთან დაკავშირებით. იმის მიუხედავად, რომ არსებობს ზოგიერთი კომპიუტერული სისტემა, რომელიც სამუშაოს გაცნობიერებული შესრულების დემონსტრირებას ახდენს, ნოუ-ჰაუ მაინც რჩება ადამიანისათვის დამახასიათებელ თვისებად.

30.3. ორგანიზაციის საკაპიტალო კაპიტალი

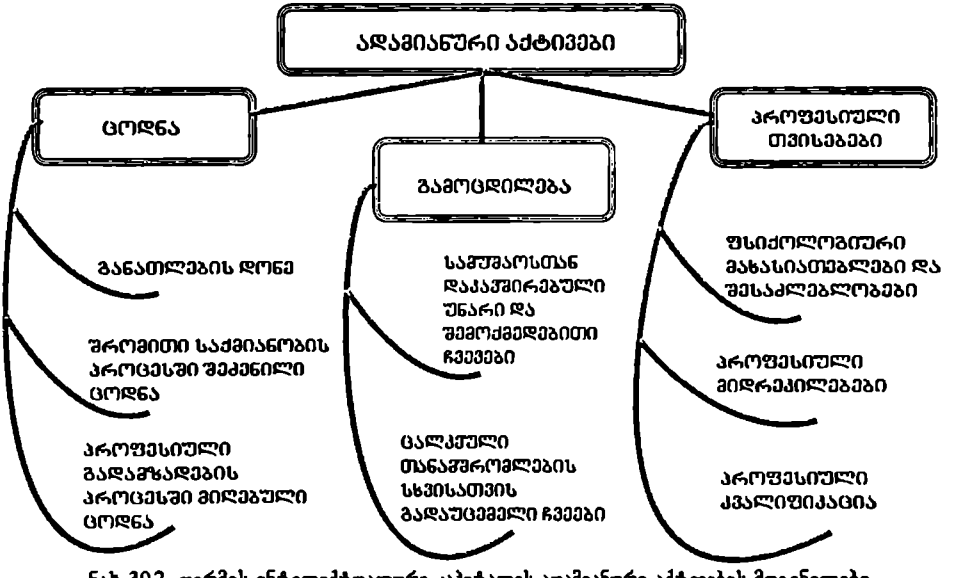
ადამიანური აქტივები

ადამიანური აქტივები — პირველ რიგში ეს არის ორგანიზაციის თანამშრომლები, ე.ი. სპეციალისტები თავიანთი ცოდნით და ჩვევებით, პროფესიონალური თვისებებით; ესაა ხალხი განსაზღვრული ხასიათითა და შესაძლებლობებით, აღზრდითა და კულტურით; ესაა ადამიანური კაპიტალის ნაწილი, რომლის უმნიშვნელოვანესი თავისებურებაა ის, რომ არ შეიძლება მისი არც გაყიდვა, არც დაგირავება, შესაძლებელია მხოლოდ მათი ეფექტიანად ანდა არაეფექტიანად გამოყენება ორგანიზაციის მიზნების მისაღწევად.

პირობითად (როგორც ეს ნაჩვენებია ნახ. 30.2-ზე), შეიძლება გამოიყოს ადამიანური აქტივების ეფექტიანად გამოყენების შესაძლებლობის განმსაზღვრელი შემადგენელი ელემენტები, ესენია:

- ცოდნა ორგანიზაციის თანამშრომელთა პროფესიული საქმიანობის სფეროში.
- ამ მუშაკების მიერ პროფესიული ამოცანების გადაწყვეტისას ცოდნის გამოყენების გამოცდილება და ჩვევები.

პირველ რიგში მუშაკთა ბუნებრივ მონაცემებთან, ხასიათთან და უნართან დაკავშირებული პროფესიული თვისებები. აგრეთვე ყოველი მუშაკის შესაბამისობასთან ფსიქომეტრიულ მახასიათებლებთან, მის ადგილთან კოლექტივში.



ნახ 30.2. ფირმის ინტელექტუალური კაპიტალის ადამიანური აქტივების მდგენელები

ორგანიზაციის **თანამშრომლის პროფესიული ცოდნა** პირველ რიგში, განათლების დონითა და ხარისხით განისაზღვრება და ეს ის მარაგია, რაც საშუალებას იძლევა პროფესიული საქმიანობის პროცესში წარმატებით შეივსოს შრომითი საქმიანობის პროცესში, ასევე პროფესიული მომზადებისა და კვალიფიკაციის ამაღლების სფეროში შეძენილი ცოდნა. **მუშაკის ცოდნა** — ეს ინსტრუმენტარიუმია, რომლის საშუალებითაც იქმნება ინტელექტუალური პროდუქცია, როგორც შემოქმედებითი პროცესის შედეგი. ინტელექტუალური პროდუქციის შექმნა წარმოშობს ახალ ცოდნას, და ამით კიდევ უფრო იზრდება ორგანიზაციის ადამიანურ აქტივები.

ადამიანური კაპიტალის ზრდა ხორციელდება სპეციალისტების მიზნობრივი სწავლების, ასევე ორგანიზაციის თანამშრომელთა სასწავლო მეცადინეობების, კვალიფიკაციის ამაღლებისა და პროფესიული გადამზადების პროცესში. ამასთან დაკავშირებით, აშშ-სა და დასავლეთ ევროპის მოწინავე ფირმებში და კომპანიებში თანამშრომელთა სწავლებას მათ შრომითი საქმიანობის პროცესში განსაკუთრებული ყურადღება ექცევა. თანამშრომელთათვის უფასოდ განხორციელებულ პროფესიულ სწავლებაზე, რომელიც ტარდება პერიოდულად სპეციალისტების გადამზადებისა და კვალიფიკაციის ამაღლების გეგმის მიხედვით, სამუშაო დროის 20-30 პროცენტი ეთმობა.

ოღონდ, არსებული და მიღებული ცოდნის რეალიზაციისათვის აუცილებელია გამოცდილება, პრობლემებისა და ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის პროცესში წარმოშობილი ამოცანების გადაწყვეტის პროფესიული ჩვევები. უპირველეს ყოვლისა, აუცილებელია შემოქმედებითი მუშაობის ჩვევები, რომლის გარეშეც ინოვაციების შექმნა შეუძლებელია.

ძალზე ხშირად ზოგიერთი მუშაკის გამოცდილება და ჩვევები, მხოლოდ მისთვისაა დამახასიათებელი და არ შეიძლება გადაეცეს ორგანიზაციის კოლექტივის ნებისმიერ სხვა წევრს. შემოქმედებით საქმიანობაში — ესაა წინასწარგანჭვრეტის გამოცდილება, კვლევის მიმართულების, ამოცანების გადაჭრის მეთოდების ინტუიციური არჩევანი.

ცოდნის წარმატებული შეძენისა და ჩვევების გამომუშავების შესაძლებლობები ბევრადაა დამოკიდებული მუშაკის პროფესიულ თვისებებზე და პირველ რიგში ადამიანის ფსიქომეტრიულ მახასიათებლებსა და უნარზე. ადამიანური კაპიტალის შესაქმნელად კოლექტიური ცოდნისა და ჩვევების ზრდის ხარჯზე ძალზე მნიშვნელოვანია მუშაკის ისეთი თვისებები, როგორიცაა:

- განსწავლულობა, ახალი ცოდნისადმი მისწრაფება, ახალი ცოდნის მიღების წყურვილი;
- კრიტიკული აზროვნებისადმი მიდრეკილება;
- აბსტრაგირების, სიტუაციის მოდელირების, ინფორმაციული ტექნოლოგიების ძიებისადმი მიდრეკილება;
- საქმიანი იმიჯი, დასმული მიზნების, ამოცანების გადაჭრისადმი მისწრაფება;
- შრომისუნარიანობა, ორგანიზებულობა, შემოქმედებითი უნარი.

ადამიანური აქტივების ზრდისა და ორგანიზაციის ცხოველმყოფელობის ზრდის საქმეში არანაკლები მნიშვნელობა აქვს მუშაკთა პროფესიული მიდრეკილებებსა და კვალიფიკაციას. ამ დროს არსებითია ამ მახასიათებლების შესაბამისობა მუშაკის მიერ დაკავებულ ადგილთან კოლექტივში, მათ მიერ დასმულ ამოცანებთან.

ცოდნა და გამოცდილება შეიძლება შეძენილი იქნეს და დაგროვდეს ორგანიზაციის მუშაკის მიერ პროფესიული საქმიანობის სფეროში, განსაკუთრებული აქტივობით კი შემოქმედებითი საქმიანობის პროცესში. ფსიქომეტრიული მახასიათებლები, ყოველი ცალკეული ინდივიდის უნარი და მიდრეკილებები ბოძებულია ბუნების მიერ და შეიძლება მხოლოდ განვითარდეს. მათი, როგორც სწავლების ანდა აღზრდის ელემენტის შეძენა შეუძლებელია.

ორგანიზაციის სტრუქტურული აქტივები

ორგანიზაციის კორპორატიული კულტურა — ეს არის მისი ადამიანური კაპიტალის განუყოფელი ნაწილი, ორგანიზაციის სტრუქტურული აქტივების საფუძველი. იგი განსაზღვრავს შემოქმედებითი პროცესის ეფექტიანობის და ორგანიზაციის მუშაკთა მიერ ცოდნისა და ჩვევების დაგროვების წარმატებულობას.

საერთოდ, კულტურა აღზრდის შედეგად ყალიბდება, ასე ვთქვათ, „გროვდება“ განსაზღვრულ გარემოში ადამიანების ურთიერთობის პირობებში, ადამიანური ღირსებებისა და ნაკლოვანებების გამოვლენის ფონზე. ორგანიზაციაში კორპორაციული კულტურა ბევრად განისაზღვრება ორგანიზაციის მუშაკთა შორის ურთიერთშიმართების, ხელმძღვანელ მუშაკთა და ხელქვეითების, სპეციალისტებისა და კლიენტების ურთიერთდამოკიდებულების დამკვიდრებული ტრადიციებით.

საწარმოო ურთიერთობების, სამუშაოთა ორგანიზაციის, კოლექტივის წევრთა კავშირების,ურთიერთკონტაქტების კულტურა უზრუნველყოფს ორგანიზაციის მუშაკთა შრომის შედეგების შესაბამის ხარისხს, ინტელექტუალური პროდუქციის ტექნიკურ და მეცნიერულ სრულყოფას.

კორპორაციული კულტურა, როგორც სტრუქტურული აქტივების ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ელემენტი, ხელს უწყობს კოლექტივის სპეციალისტების მუშაობის, ცოდნის გამოყენების ტექნოლოგიის კოლექტივის ყოველ წევრის გამოცდილებისა და პროფესიული ჩვევების განსაზღვრული სტილის შექმნას:

კორპორატიული კულტურა, ასე ეთქვათ, გარკვეულ დაღს ასვამს კოლექტივის ხელმძღვანელობის სტილსა და პრინციპებზე. ორგანიზაციაში იქმნება საერთო კულტურის შესაბამისი თანამშრომელთა მატერიალური და მორალური მოტივაციის სახეები. ლოკალური და საერთო ამოცანების გადასაწყვეტად სპეციალისტების შერჩევა და განკარგულებათა ფორმირება ასევე განისაზღვრება ორგანიზაციის შიგნით ჩამოყალიბებული ურთიერთობებით.

სწავლების სისტემა, როგორც ორგანიზაციის თანამშრომელთა ცოდნისა და გამოცდილების შევსების მუდმივი ფაქტორი, არსებით გაელენას ახდენს კოლექტივში საერთო ურთიერთობების განვითარებაზე, კორპორატიული კულტურის საერთო ელემენტების სრულყოფაზე, სტრუქტურულ აქტივებზე და მთლიანად კადრობრივ პოტენციალზე.

ბიზნეს-ტექნოლოგიების განხილვაც უნდა მოხდეს ორგანიზაციის სტრუქტურული აქტივების ელემენტის სახით. იგი განსაზღვრავს კოლექტივის შემოქმედებითი საქმიანობის შედეგების, მისი ადამიანური აქტივების გამოყენების ეფექტიანობას.

ამრიგად, სტრუქტურული აქტივების ყველა მდგენელი უზრუნველყოფს ორგანიზაციის ადამიანური აქტივებით შექმნილი დადებითი შედეგების გადიდებას, თანაც ისე, რომ კოლექტიური მუშაობის შედეგები კოლექტივის ცალკეული მუშაკების მიერ მიღებულ საერთო შედეგებთან შედარებით უფრო მნიშვნელოვანი ხდება. კოლექტივში დაბალი კორპორატიული კულტურის პირობებში არაეფექტიანად გამოიყენება ცალკეულ მუშაკთა და სპეციალისტების შრომის საუკეთესო შედეგები. ორგანიზაციის სტრუქტურული აქტივები განსაზღვრავენ კოლექტივის „სასარგებლო ქმედების კოეფიციენტს". ე.ი. ყველა მუშაკის ძალისხმევის გაერთიანების ეფექტიანობას საერთო ამოცანების გადაწყვეტაზე.

30.3. ინტელექტუალური საკუთრება როგორც არამატერიალური აქტივები

სამრეწველო საკუთრების ობიექტები

საქონლისა და მომსახურების ორგანიზაცია — მწარმოებელთათვის სამრეწველო საკუთრების ობიექტები ინტელექტუალური საკუთრების შედარებით მნიშვნელოვანი ნაწილია და შეადგენენ ფირმის ინტელექტუალური აქტივების ძირითად ნაწილს.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტების მნიშვნელობა განისაზღვრება ინოვაციური საქმიანობის პროცესში შექმნილი ან შეძენილი ინტელექტუალური საკუთრების ორგანიზაციების მიერ მიღებული მნიშვნელოვანი სარგებლით.

პირველ რიგში, ეს უპირატესობა გამოიხატება კონკურენტულ ბრძოლაში:

- პატენტის მფლობელი ფირმის მიერ მიღებული მოცემული სახის პროდუქციის წარმოებაზე მონოპოლური უფლება;
- ახალ ბაზრებზე ახალი პროდუქციით უფრო წარმატებულად შეღწევა;
- მომხმარებელთა შორის საკმაოდ მარკით ცნობილ საქონელზე დიდი მოთხოვნა;
- არსებითი სიახლის ან ცნობილი სასაქონლო მარკის მქონე საქონლის უფრო მაღალ ფასში გაყიდვის შესაძლებლობა;

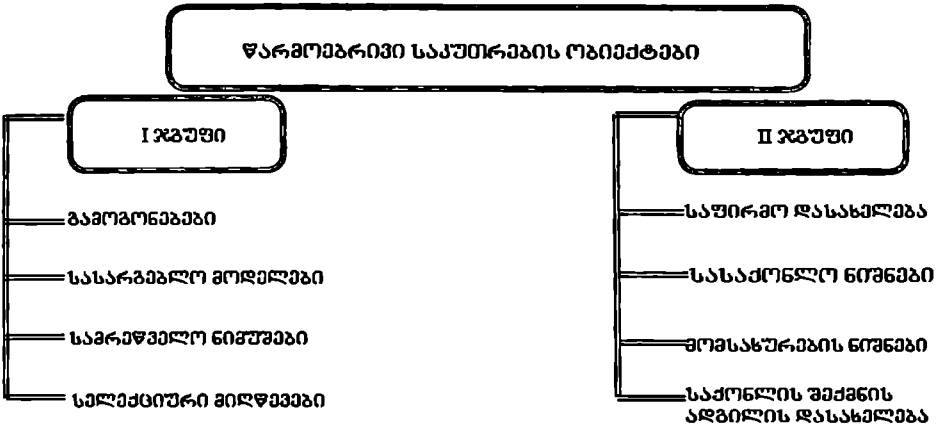
- რეკლამაზე ხარჯების შემცირება.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტებს მათი მფლობელებისათვის მნიშვნელოვანი ფინანსური სარგებელი მოაქვს, ამ სახის საკუთრების უფლების გაყიდვის ხარჯზე (პატენტებისა და სასაქონლო მარკების გაყიდვა) და სალიცენზიო ხელშეკრულების დადებისას. ფინანსური სარგებლის მიღებაზე გაელენას ახდენს აგრეთვე საგადასახადო ბაზის შესაძლო შემცირება და ეკონომია.

ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე კარგად შეფასებისა და რეალიზებადობის შემთხვევაში სამრეწველო წარმოების ყველა ახალი ობიექტი ორგანიზაციის საწესდებო კაპიტალის დამატებითი ახალი წყაროა.

ეს ფაქტორი განაპირობებს ორგანიზაციის მფლობელობაში მყოფი სამრეწველო საკუთრების ობიექტების მკაცრი აღრიცხვის აუცილებლობას, დიდი მნიშვნელობა აქვს ასევე მათი ღირებულების სწორ შეფასებას.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტები მიზანშეწონილია დაიყოს ორ ჯგუფად (იხ. ნახ. 30.3.)



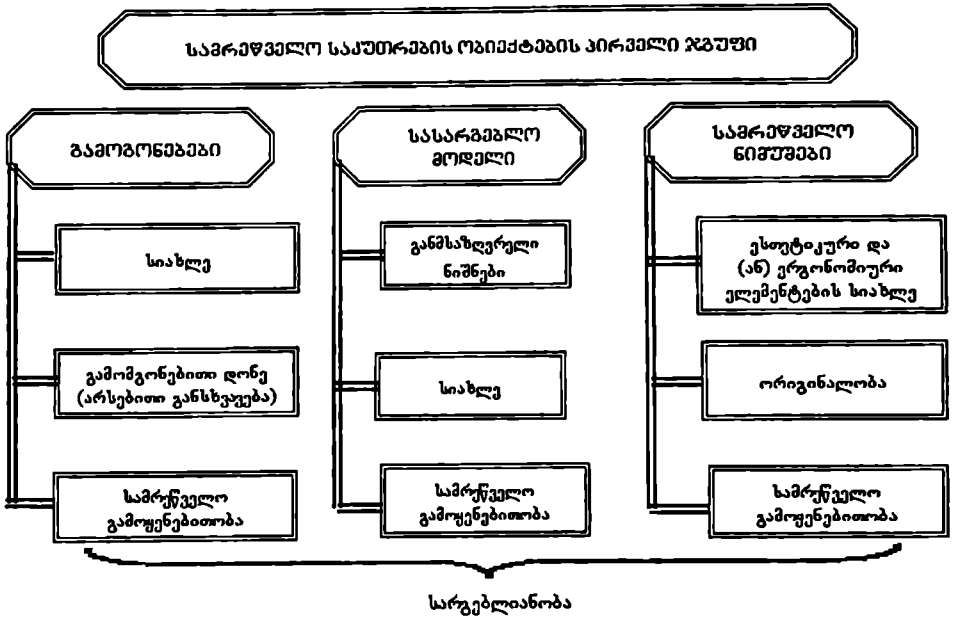
ნახ.30.3 სამრეწველო საკუთრების ობიექტების სახეები

პირველი ჯგუფის სამრეწველო საკუთრების ობიექტები საქონლისა და მომსახურების წარმოების საფუძველია, რაც ძირითადად განსაზღვრავს მათ სიახლეს და მიღებული ინოვაციის არსს.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტების მეორე ჯგუფი გამიზნულია იმისათვის, რომ ერთი ფიზიკური ან იურიდიული პირის საქონელი ან მომსახურება განსხვავდებოდეს სხვა იურიდიული ან ფიზიკური პირის მსგავსი საქონლისა და მომსახურებისაგან. ინტელექტუალურ საკუთრებას აქვს ასევე განსაზღვრული ღირებულება ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე. სასაქონლო მარკის გაყიდვა (ფრანჩაიზინგი) ან სალიცენზიო ხელშეკრულების დადება მის გამოყენებაზე სხვა ფირმების მიერ მოიტანს უშუალო შემოსავალს, ისევე, როგორც ნებისმიერი საქონლის გაყიდვის შემთხვევაში.

უნდა აღინიშნოს, რომ ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე გაყიდვების ძირითადი ნაწილი მოდის პირველი ჯგუფის სამრეწველო საკუთრების ობიექტებზე. სამრეწველო პროდუქციის მწარმოებელი ფირმებისათვის ამ ჯგუფში შედის სამი ობიექტი: გამოგონება, სასარგებლო მოდელები და სამრეწველო ნიმუშები. ამ სამრეწველო საკუთრების ობიექტების განმასხვავებელი ნიშნები წარმოდგენილია ნახ. 30.4-ზე.

საპატენტო ნიშნის შესახებ კანონმდებლობით, გამოგონებას უნდა ახასიათებდეს სიახლე, გამომგონებლობითი დონე (არსებითი განსხვავებებით), სამრეწველო მისაღებადობა, და სარგებლიანობა. გამოგონების მნიშვნელოვანი ნიშანია გამომგონებლობითი დონე, რომელიც განსაზღვრავს გამომგონებლობითი ობიექტის არსებით განსხვავებას მისი ანალოგებისაგან. ცნება „გამომგონებლობითი დონე" გულისხმობს ავტორთა საქმიანობის შემოქმედებით ხასიათს მათი შექმნილი ობიექტის მიმართ და ამასთან დაკავშირებით მიღებული ტექნიკური გადაწყვეტილებების განუმეორებლობას. მხოლოდ ამ შემთხვევაში აღიქმება სიახლე არსებითად.



ნახ. 30.4. პირველი ჯგუფის სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ძირითადი და განმასხვავებელი ნიშნები

„ჩვეულებრიობა" აღარ უნდა ახასიათებდეს ახალ და პროგრესიულ ტექნოლოგიებს. ლოგიკურად ახალი ტექნიკის დონე მაქსიმალურად უნდა აღემატებოდეს უკვე არსებულ ტექნოლოგიურ დონეს.

ამ განმასხვავებელი ნიშნის არარსებობა სიახლის და სამრეწველო გამოყენებადობის არსებობის შემთხვევაში შესაძლებლობას იძლევა დახასიათდეს შექმნილი ობიექტი, როგორც სასარგებლო მოდელი.

გამოგონებაზე გაიცემა პატენტი. მისი, როგორც დაცული დოკუმენტის მოქმედების ვადა შეადგენს 20 წელს, ხოლო სასარგებლო მოდელზე პატენტის მოქმედების ვადაა 8 წელი.

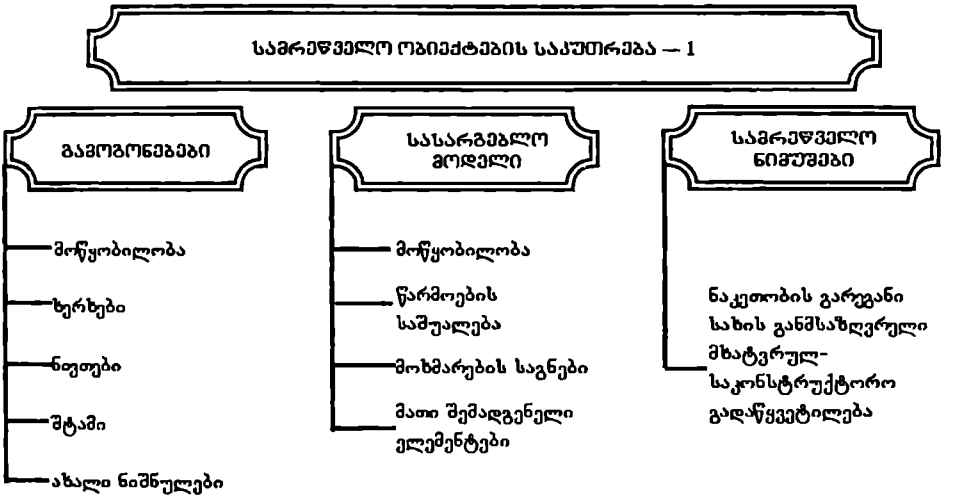
თუკი ახლადშექმნილი ობიექტი განსხვავდება არსებული ანალოგიური ობიექტებისაგან მხოლოდ ესთეტიკის სიახლით, ან შესრულების ერგონომიკით, გარეგანი შეხედულების ორიგინალობით, ასევე ხასიათდება მაღალი სამრეწველო გამოყენებადობითა და სარგებლიანობით, მაშინ ეს ობიექტი, შეიძლება დაპატენტდეს როგორც სამრეწველო ნიმუში, პატენტის გაცემით, მისი მოქმედების ვადა განისაზღვრება 15 წლით.

ნახ. 30.5 წარმოდგენილია სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ვარიანტები, რომელიც საერთოდ,

საპატენტო კანონის თანახმად, შეიძლება ჩაითვალოს როგორც გამოგონება, სასარგებლო მოდელი და სამრეწველო ნიმუში.

ასე მაგალითად, გამოგონებად შეიძლება აღიარებული იქნას შემდეგი ობიექტები:

- მოწყობილობა;
- ხერხები;
- ნივთიერებები;
- მიკროორგანიზმების შტამები, მცენარეთა და ცხოველთა კულტურების უჯრედები;
- ადრე ცნობილი მოწყობილობის ხერხის, ნივთიერების, ახალი დანიშნულებით შტამების გამოყენება (სხვა დანიშნულებით გამოყენება).



ნახ. 30.5. პირველი ჯგუფის სამრეწველო საკუთრების ობიექტების სახეები

მოწყობილობებს მიეკუთვნება კონსტრუქციები და ნაკეთობები. **ხერხები** — ეს არის ქმედებათა შესრულების პროცესები მატერიალურ ობიექტზე სხვა მატერიალური ობიექტების დახმარებით, მათ შორის მაღალმოლეკულური შენაერთები და გენური ინჟინერიის ობიექტები.

სასარგებლო მოდელები ესენია მხოლოდ მოწყობილობები, ისეთები, როგორიცაა: წარმოების საშუალებები, მოხმარების საგნები და მათი შემადგენელი ელემენტები, ე.ი. ყველა ნაკეთობა, რომელიც გამოიყენება წარმოების პროცესში და სამომხმარებლო ბაზარზე.

სამრეწველო ნიმუშებს განეკუთვნება ნაკეთობის მხატვრულ-კონსტრუქციული გადაწყვეტა, რომელიც განსაზღვრავს მის გარეგნულ სახეს, მაშინ, როცა მისი საკონსტრუქტორო გადაწყვეტა მთლიანად არ გამოირჩევა სიახლით სხვა ფუნქციონალური დანიშნულების მიხედვით მსგავსი ობიექტებისაგან.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტები — I-ის ყველა სახის შედარებითი უპირატესობაა ის, რომ გამოგონების პატენტები უპირატესობას ანიჭებენ მეწარმეებს კონკურენციულ ბრძოლაში. ერთიმეორისაგან განასხვაებენ ორი სახის გამოგონებას:

1) პიონერული გამოგონებები;

2) გამოგონებები, რომლებიც სრულყოფენ არსებულ ტექნიკურ ობიექტებს.

გამოგონებას, როგორც ერთი, ისე მეორე სახე არსებითი სიახლეებით, ხასიათდებიან, მაგრამ პიონერულ გამოგონებებს ანალოგები არა აქვთ, ისინი ტექნიკური ობიექტების ახალ კლასს ხსნიან, მაგალითად:

- ტელეფონი (სასიგნალო ნაპერწკლების ანდა დროშების ნაცვლად);
- ელექტრონათურა (სანთლების და გაზის ნათურის ნაცვლად);
- რადიო (შემდეგ);
- ველოსიპედი (თეითმფრინავის ნაცვლად).

გამოგონებათა მეორე სახის ილუსტრირება ასე შეიძლება:

- მობილური კავშირის ფიჭური ტელეფონი (ხაზის ტელეფონის ნაცვლად, რომელიც აერთიანებდა ტელეფონისა და რადიოს ელემენტებს);
  ჰალოგენური ლამპა (ტრადიციული ელექტრო ლამპის ნაცვლად), რომელიც გაცილებით მეტ სინათლის გამოსხივებას იძლევა;
  ველოსიპედი ველო რბოლისათვის (იგი განსხვავდება ჩვეულებრივი საგზაო კონსტრუქციისაგან უკანა ბორბლით, რომელიც ასრულებს მთლიანი დისკის როლს).

მეორე სახის გამოგონებების პიონერულ გამოგონებებთან შედარება საკმაოდ რთული არ არის; ისინი შეიძლება არსებითად განსხვავდებოდნენ ცნობილ ტექნიკური ობიექტებისაგან. ტიპიური გამოგონებები განვიხილოთ საყოფაცხოვრებო ელექტროტექნიკის მაგალითზე (მათი დანიშნულებაა სახლის პირობებში საჭმლის მომზადება).

მაგალითი 1.1. დღეისათვის საყოფაცხოვრებო პირობებში გამოყენებული ელექტროქურების უმეტესობას აქვთ სანთურები გამათბობლებით, რომელთა გაკეთით ელექტროდენი გროვდება, იწყებს თბოენერგიის გამოყოფას და ათბობს სანთურების მუშა ზედა ზედაპირს. ასეთი ფართოდ გავრცელებული გამათბობლები არის ლითონის ნაწრთობი სპირალები.

ასეთი ელექტროღუმელების სერიოზული ნაკლოვანებებია დაბალი მარგიჭმედების კოეფიციენტი და თბური ინერციულობა, ეს კი აფერხებს სანთურების მუშა ზედაპირის ტემპერატურის სწრაფ რეგულირებას, გაადიდოს ან შეამციროს იგი აუცილებლობის შემთხვევაში.

თანამედროვე მრეწველობის ახალი შესაძლებლობები, სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესი, ერთის მხრივ და მზარდი საზოგადოებრივი მოთხოვნები ელექტრონული ხელსაწყოების ხარისხისადმი მეორეს მხრივ, განაპირობებს ახალი სახის ელექტროქურების შექმნას. ასე შეიქმნა ელექტროქურა (პატენტი РФ 2087890), სადაც გამათბობელი ელემენტის ნაცვლად გამოყენებულია გალოგენური ნათურა. ამასთან ნათურის სხივური ენერგიის უკეთ გამოყენების მიზნით მიზანშეწონილია სანთურის კორპუსად გამოყენებული იქნეს ფოკუსირებული ეკრან-ამსახველი. სანთურის ზედა მუშა ზედაპირის, გათბობის რეგულირებისათვის ამ შემთხვევაში შეიძლება ერთიმეორეს შეუხამდეს გალოგენური ნათურა და ასახვის ფოკუსი, რაც შეამცირებს სხივური ნაკადის კონცენტრაციას სანთურის მუშა ზედაპირზე.

აღწერილ კონსტრუქციაში შეიძლება სამი არსებითი განსხვავება აღინიშნოს, რაც არ ახასიათებთ დღეისათვის გამოყენებულ საყოფაცხოვრებო დანიშნულების ელექტროქურებს:

- გალოგენური ნათურების გამოყენება გამაცხელებელი ელემენტის სახით;
  სანთურის კორპუსი შევსებულია ფოკუსირებული ამსახველის სახით;
  სანთურის მუშა ზედაპირის გათბობის რეგულირება ხორციელდება ფოკუსიდან გალოგენური ლამპის შეერთების გზით.

ახალი კონსტრუქციის ეს განმასხვავებელი ნიშნები არის გამოგონების ნიშნები.

პატენტის მისაღებად სამრეწველო ნიმუშზე არ მოითხოვება კონსტრუქციის ანალოგიისაგან არსებული განსხვავებების ქონა. აუცილებელია ცნობილი მოწყობილობის გასაფორმებელი მხატვრული გადაწყვეტა. ასე მაგალითად, შვედურმა ფირმა Electrolux-მა გადაწყვიტა თავისი მტვერსასრუტების ტყავით და ხით და ამით ნაკეთობის დიზაინის შეცვლა. კანონმდებლობის შესაბამისად ასეთი

განსხვავება დაცულია პატენტით სამრეწველო ნიმუშზე.

სასარგებლო მოდელი — ეს არის რაღაც შუალედური რგოლი გამოგონებისა და რაციონალიზატორულ წინადადებს შორის. პატენტის მისაღებად სასარგებლო მოდელზე არ მოითხოვება ახალი მოწყობილობის არსებითი სიახლე. ასე მაგ. მაცივართან ერთად შეიძლება ჩაირთოს ელექტრონულ-გამომთველი მანქანა, რომლის მეხსიერებაშიც ჩაწერილი იქნება მონაცემები საჭირო კომპლექტისა და პროდუქტების მინიმალური ოდენობის შესახებ. როგორც კი პროდუქტების სიდიდე გახდება დადგენილ ნორმაზე ნაკლები, წამოვა სიგნალი ელექტრონულ-გამომთველი მანქანიდან, რომელიც ინტერნეტის მეშვეობით გააფორმებს საჭირო ოდენობით პროდუქტების მიწოდებას.

ასეთი ტექნიკური გაღაწყვეტა სპეციალისტისთვის მომდინარეობს ტექნიკის მიღწეული დონიდან, ამიტომ არ შეიძლება აღიარებული იქნას როგორც გამოგონება, მაგრამ კანონმდებლობის შესაბამისად შეიძლება დაცული იქნას პატენტით, როგორც სასარგებლო მოდელი.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტების სამართლებრივი დაცვა არ ეხებათ:

1) მეცნიერულ თეორიებს და მათემატიკურ მეთოდებს;

2) მეურნეობის ორგანიზაციისა და მართვის მეთოდებს;

3) გონებრივი ოპერაციების შესრულების მეთოდებს;

4) ელექტრონული გამომთველი მანქანებისათვის შექმნილ ალგორითმებსა და პროგრამებს;

5) დანადგარებს, შენობებისა და ტერიტორიების პროექტებსა და სქემებს;

6) გადაწყვეტილებებს, რომლებიც ეწინააღმდეგებიან საზოგადოებრივ ინტერესებს, ჰუმანურობის პრინციპებს და მორალს.

პირველი ხუთი ჩამოთვლილი ობიექტი დაცულია კანონით, როგორც საავტორო უფლების ობიექტები. თანაც ელექტრონულ-გამომთველი მანქანების პროგრამების, და მონაცემთა ბაზისათვის კანონის შესაბამისად გაიცემა დამცავი დოკუმენტი, მოწმობა პროგრამის და მონაცემთა ბაზის რეორგანიზაციის შესახებ.

საავტორო უფლებების ობიექტები

დღეისათვის საავტორო უფლებების დაცვის საკითხებში მსოფლიოს ყველაზე მსხვილი და ავტორიტეტული ორგანიზაცია არის **ბერნის კავშირი**. ბოლო მონაცემებითმასში გაერთიანებულია 117 ქვეყანა. ბერნის კონვენციის შესაბამისად (1979 წლის რედაქციით) საავტორო უფლების ობიექტებია მხატვრული და ლიტერატურული ნაწარმოებები.

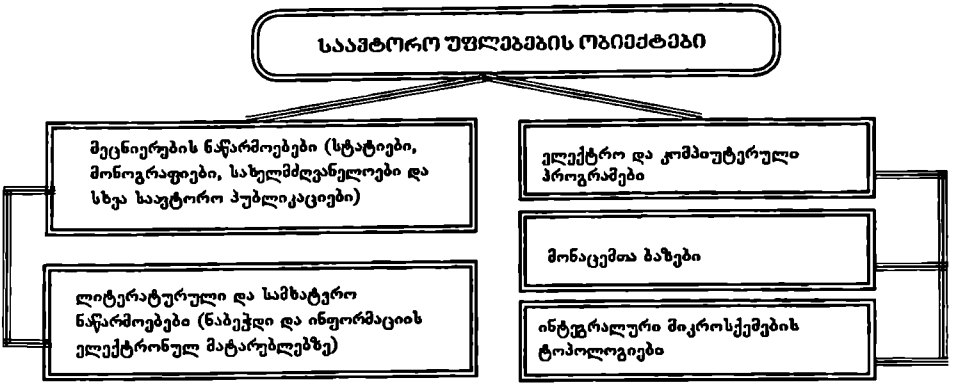
თანამედროვე პირობებში საავტორო და მომიჯნავე უფლებების მქონე ობიექტების წრე ფართოვდება. მათში შედის:

- ლიტერატურული ნაწარმოებები (ტიპოგრაფიული ანდა სხვა ნებისმიერი გამოცემები, მანქანური ანდა ხელნაწერი ტექსტი); მუსიკალური ნაწარმობები, ქორეოგრაფიული ნაწარმოებები, მხატვრული ნაწარმოებები (სურათები, სკულპტურა, ფოტოგრაფია და ა.შ.), აუდიოვიზუალური ნაწარმოებები (კინოფილმები და ა.შ);
- სამეცნიერო ნაწარმოებები (სტატიები, მონოგრაფიები, სახელმძღვანელოები, დამხმარე სახელმძღვანელოები და სხვა საავტორო პუბლიკაციები);
- პროგრამები ელექტრონულ-გამომთველი მანქანებისა და კომპიუტერული ტექნიკისათვის;
- მონაცემთა ბაზები;
- ინტერვალური მიკროსქემების ტოპოლოგია;

მომიჯნავე უფლებების დაცვის მქონე ობიექტებს განეკუთვნება:

- შემსრულებლები, რომლებიც დაცულნი არიან არასანქცირებული რადიო და ტელეტრანსლაციებისაგან, ჩანაწერებისაგან და ა.შ.
- ფონოგრამების მწარმოებლები, რომლებიც დაცულია არასანქცირებული ფონოგრამების წარმოებისაგან ნებისმიერ მატარებლებზე კომერციული მიზნებით;

რადიო და ტელემაუწყებლობის ორგანოები, რომლებიც დაცულია მათი გადაცემების არასანქცირებული კვლაუწარმოებისაგან.



ნახ. 30.6 საავტორო უფლებების ობიექტების სახეები

საავტორო უფლებების აღნიშნული ობიექტები წარმოდგენილია ნახ. 30.6-ზე. ამასთან ელექტრონულ-გამომთველი მანქანების პროგრამები, მონაცემთა ბაზები და მიკროსქემების ტოპოლოგია გამოყოფილია საავტორო უფლებების მქონე ობიექტების ცალკე ჯგუფად. მათი ასეთი გამიჯვნა ხორციელდება იმ ობიექტების ათვისების მიზნით, რომელზედაც გაიცემა საავტორო მოწმობები და რომლებიც რეგისტრირდებიან სპეციალიზებულ სახელმწიფო კადასტრში. ამასთან საავტორო უფლებების დაცვა ელ. გამომთველი მანქანების, კომპიუტერული ტექნიკის პროგრამებზე და მონაცემთა ბაზები განისაზღვრება საავტორო უფლებების ნორმებით (ავტორის სიცოცხლის ბოლომდე პლიუს 50 წელი ავტორის გარდაცვალების შემდეგ, ავტორის მემკვიდრეების სასარგებლოდ), ხოლო საავტორო უფლებები ინტეგრალურ მიკროსქემებზე, ტოპოლოგიებზე მოქმედებს 10 წლის განმავლობაში, გაგრძელების ვადის გარეშე.

30.4. ნოუ-ჰაუ, როგორც ორგანიზაციის სამრეწველო და კომერციული საიდუმლოს ობიექტი

თანამედროვე ინოვაციური ეკონომიკის აღმავალი განვითარების, წარმოების უწყვეტი სრულყოფის, გამოშვებული საქონლისა და მომსახურების მუდმივი განახლების პირობებში, ცნება ნოუ-ჰაუ განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს. იგი განაპირობებს ორგანიზაციის წარმატებას კონკურენტულ ბრძოლაში და საბაზრო ნიშის გაფართოებას.

ოფიციალურად მსოფლიო პრაქტიკაში, ნოუ-ჰაუს ერთიანი განმარტება არ გვაქვს[1]. ამ საქმეს ართულებს ის ფაქტი, რომ ნოუ-ჰაუ არ შეიძლება პირდაპირ მივაკუთვნოთ ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტებს, თუმცა იგი უდავოდ არის ინტელექტუალური შრომის შედეგი, როგორც წესი, უმაღლესი დონის შემოქმედება.

1 Фейгемсон В.М. Интелектуальная стоймость, недобрсовестная конкуренция и ноу-хау. М.: Роспатент, 2008, გვ. 51.

პარიზის კონვენციის დამატებებში სამრეწველო საკუთრების დაცვასთან მიმართებაში დღეისათვის ნოუ-ჰაუს ასეთი განმარტებას ვხვდებით: „ნოუ ჰაუ" შედგება ტექნიკური, კომერციული, ადმინისტრაციული, ფინანსური და სხვა სახის ცოდნისა და გამოცდილებებისაგან, რომელიც პრაქტიკულად გამოიყენება წარმოებაში ანდა პროფესიულ საქმიანობაში".

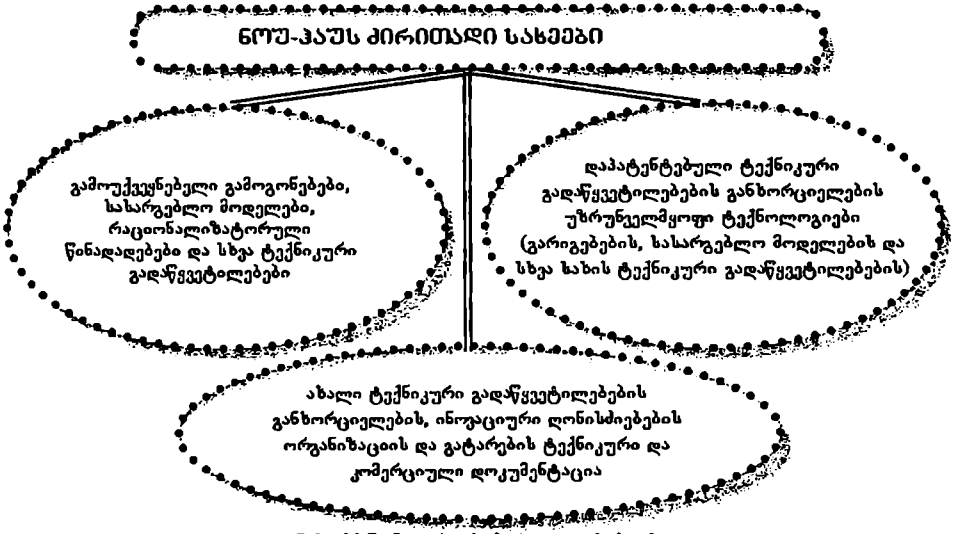
ნოუ-ჰაუ დროის მოცემული მომენტისათვის დაუპატენტებელი ან სხვა საშუალებებით დაუცველი ტექნოლოგიური ან სხვა გადაწყვეტილებების, ცოდნის და გამოცდილების შესახებ კონფიდენციალურ მონაცემთა ერთობლიობაა. იგი აუცილებელია ორგანიზაციისათვის პროგრესული, მაღალკონკურენტუნარიანი პროდუქციის შედარებით მაღალ (ტექნიკურ ან სხვა) დონეზე წამოების ანდა რეალიზაციისათვის ანდა საქმიანობის სხვა სახეების (კომერციული, ფინანსური-ადმინისტრაციული და სხვა) უფრო ეფექტიანად განხორციელებისათვის"[1].

ამ განმარტებიდან გამომდინარე შეიძლება გამოვყოთ ნოუ-ჰაუს სამი ჯგუფი (ნახ. 30.7):

1. გამოუქვეყნებელი (დაუპატენტებელი) ტექნოლოგიური გადაწყვეტილებები (გამოგონებები, სასარგებლო მოდელები, რაციონალიზატორული წინადადებები და ა.შ.);

2. დაპატენტებული ტექნიკური გადაწყვეტილებების ეფექტიანად წარმოებისა და ტექნოლოგიის ორგანიზაციის ცოდნა;

3. მართვის (ადმინისტრაციულ) სფეროში, ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში, ორგანიზაციის საწარმოო და სოციალურ სტრუქტურებში ინოვაციური ღონისძიებების გატარების ცოდნა და გამოცდილება, რაც უზრუნველყოფს კონკრეტული ინოვაციების დაგეგმვას, დანერგვას და მათ განხორციელებას.



ნახ. 30.7. ნოუ-ჰაუს ძირითადი სახეები

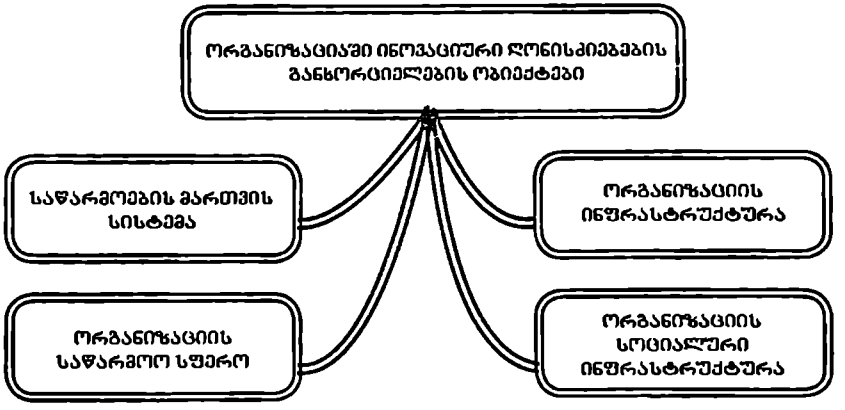
ნოუ-ჰაუს პირველი სახეობა არის ორგანიზაციის კონფიდენციალობის იძულებითი ობიექტი, რაც არაკეთილსინდისიერი კონკურენციისაგან იცავს მას. ძალზე ხშირად რთული ტექნიკური ამოცანა გამომგონებლის მიერ მარტივი საშუალებებით წყდება, ასე რომ ასეთი ტექნიკური გადაწყვეტების რეალიზება ტექნიკურად რთული არ არის, იგი შეიძლება შესრულდეს ნებისმიერი სხვა კონკურირებადი

[1] Фейгемсон В.М. Интелектуальная стоймость, недобрсовестная конкуренция и ноу-хау. М.: Роспатент, 2008, გვ. 51.

საწარმოს მიერ. უფრო მეტიც, არსებობს გამოგონების სამართლებრივი დაცვის გვერდის აქლის მრავალი გზა, თუ კი ტექნიკური გადაწყვეტის იდეა, ერთი შეხედვით, „ზედაპირზე დევს".

ამავე დროს, თუკი ასეთ გამოგონებას „მოვათავსებთ" საკმაოდ რთულ მოწყობილობაში, მაშინ მისი არსის ახსნა ფუნქციონირების ანალიზისას და ამ მოწყობილობის დამუშავებისას პრაქტიკულად შეუძლებელი იქნება. ასეთი „ვიცი როგორც" არ ქვეყნდება იმ მომენტამდე, ვიდრე არ შეიქმნება კონკურენტუნარიანი და უფრო სრულყოფილი მოწყობილობა.

ნოუ-ჰაუს მეორე სახეობა — ესაა ცნობილი დაპატენტებული გამოგონების წარმოების ტექნოლოგიის შესახებ ინფორმაციის დამალვა, მოცემული პროდუქციის წარმოებაზე ლიცენზიის უფრო წარმატებულად გაყიდვის მიზნით. ამასთან, სალიცენზიო ხელშეკრულების დადებისას ტექნოლოგიების ორგანიზაციის სამუშაო პროცესის ყველა წერილმანის ამსახველი დოკუმენტაციის გადაცემა ხდება. სალიცენზიო ხელშეკრულებაში აუცილებლად გაითვალისწინება გადაცემული ნოუ-ჰაუს კონფიდენციალობის დაცვის აუცილებლობა. ნოუ-ჰაუს მესამე სახეობამ მოწინავე ქვეყნების ინოვაციური ეკონომიკის გზაზე გადასვლის პირობებში განსაკუთრებული მნიშვნელობა შეიძინა. ცხადია, ინოვაციური პროცესის წარმატებული განხორციელებისათვის, ინოვაციების ეფექტიანად დანერგვისათვის აუცილებელია გულდასმით და ფართოდ დამუშავდეს ინოვაციური ღონისძიებები საწარმოს მართვის სისტემების ორგანიზაციაში, ამ საწარმოების ინფრასტრუქტურაში, მათ სოციალურ და საწარმოო სფეროებში. ინოვაციური ღონისძიებების განხორციელების ძირითადი მიმართულებები სქემატურად წარმოდგენილია 30.8. ნახაზზე.



ნახ. 30.8 ორგანიზაციის ინოვაციური ღონისძიებების განხორციელების ობიექტები

ინოვაციური ღონისძიება, ეს არის მართვის, წარმოების, საწარმოო ინფრასტრუქტურის და სოციალური სფეროს განახლების აუცილებელი ცვლილებების დანერგვის, სრულყოფის ღონისძიებები, მკაცრი კონკურენციის პირობებში ორგანიზაციის უფრო ეფექტიანად ფუნქციონირების უზრუნველსაყოფად.

ესა თუ ის წარმატებული მეწარმე თუ როგორ სრულყოფს თავისი ბიზნესის ზემოთ მითითებულ სფეროებს, მისი სამსახურებრივი ანდა კომერციული სფეროს საიდუმლოდ რჩება. და ეს არის ნოუ-ჰაუ. მაშინ როცა, რაც გაკეთდა ამ სფეროს ბიზნესში, საესებით თვალშისაცემია და არ არის საიდუმლო ჩატარებული ღონისძიებების სიცხადის გამო.

ინოვაციური ღონისძიებები ხშირად გაცილებით უფრო არსებითი ხასიათისაა, მნიშვნელოვან

როლს ასრულებენ წარმოების დასახული მიზნების მისაღწევად, ციდრე დაწყებულ ინოვაციურ პროცესში ათვისებული და რეალიზებული ახალი პროდუქტი. გარდა ამისა, დანახარჯები ინოვაციური ღონისძიებების გასატარებლად, როგორც წესი, გაცილებით მცირეა წარმოებაში ახალი პროდუქციის ასათვისებლად საჭირო დანახარჯებთან შედარებით.

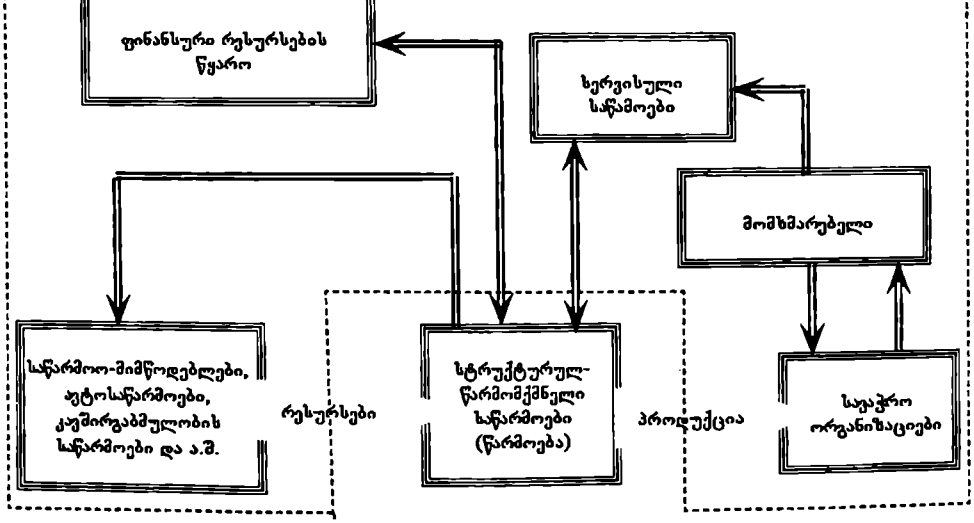
სწორედ ინოვაციური ღონისძიებების მნიშვნელობა თანამედროვე ბიზნესში განაპირობებს მათი თანმიმდევრული შესწავლის აუცილებლობას.

ინოვაციური ღონისძიებები ნოუ-ჰაუს ორგანიზაციაში

მართვის სფეროში ინოვაციური ღონისძიებების განხორციელებასთან დაკავშირებული ორგანიზაციის კომერციული და საწარმოო სექტორების საკითხების სიახლე და აქტუალობა მისი საწარმოო სფერო და ინფრასტრუქტურა (საწარმოო და სოციალური), მოითხოვს „ნოუ-ჰაუს“ ცნებასთან უშუალოდ დაკავშირებული რიგი დამატებითი საკითხების დეტალურ განხილვას. პირველ რიგში ეს არის წარმოდგენა საქონელმწარმოებლის ინფრასტრუქტურაზე.

ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურა

თანამედროვე პირობებში ეკონომიკურ ლიტერატურაში არ არსებობს ინფრასტრუქტურის ერთიანი ტაქტიკა. ეს ტერმინი ნაწარმოებია ორი ლათინური სიტყვიდან: infra — ქვეშო, ქვეშ და structura— წყობა, განლაგება. ჩვენი მოსაზრებით, ტერმინის დეტალიზებული განმარტებით, რომლის ინფრასტრუქტურის ქვეშ მოიაზრება საზოგადოებრივი კეთილწარმოების უზრუნველყოფის სისტემა სახალხო მეურნეობის ფარგლებში და მისი ცალკეული რგოლის მიხედვით, ე. ი. ყოველი საწარმოს მიხედვით. ეს სისტემა წარმოდგენილია რაციონალური ტექნიკურ-ტექნოლოგიური, ორგანიზაციულ-ეკონომიკური, საინფორმაციო სოციალური და სხვა ურთიერთკავშირის სახით სტრუქტურის შემქმნელი დარგების და მოსახლეობის სიცოცხლისუნარიანობის ფუნქციონირების მომსახურების ხაზით.



ნახ. 31.9. სტრუქტურა-წარმომქმნელი საწარმოს საწარმოო ინფრასტრუქტურის ელემენტებთან ურთიერთზემოქმედების სქემა.

ამ სისტემის ძირითადი პროდუქტია სატრანსპორტო, კავშირგაბმულობის, საინფორმაციო, კომუნიკაციური გაცვლითი და ა.შ. სახის მომსახურება.

ორგანიზაციის საწარმოო ინფრასტრუქტურა წარმოდგენილია ნახ. 30.9-ზე. ცენტრში იმყოფება სტრუქტურაწარმომქმნელი საწარმო — მწარმოებელი ფირმა. საქონლის წარმოება ამ ფირმაში მიიღწევა და უზრუნველყოფილია:

- მომწოდებელი საწარმოების მიერ, რომელთა მეშვეობითაც ფირმაში შემოდის მატერიალური რესურსები (მასალები, საკომუნიკაციო ელემენტები, ენერგია და ა.შ), ასევე მათივე მეშვეობით ხორციელდება სატრანსპორტო მომსახურება, მომსახურება კავშირგაბმულობის სფეროში და ა.შ.; ბანკების მეშვეობით, რომელთაგანაც საწარმოები იღებენ აუცილებელ ფინანსურ მხარდაჭერას (კრედიტები, ინვესტიციები);

  საბაჭრო ორგანიზაციებლის მიერ, რომლებიც უზრუნველყოფენ წარმოებული საქონლის გასაღებას და კავშირს მომხმარებელთან;

  სერვისული დანიშნულების საწარმოების მიერ, რომლებიც უზრუნველყოფენ მწარმოებელთა მიერ გამოშვებული გაუმართავი მოწყობილობის რემონტსა და საგარანტიო მომსახურებას.

ყველა ზემოთაღნიშნული ურთიერთკავშირის ერთიანობა წარმოადგენს ორგანიზაციის საწარმოო ინფრასტრუქტურას, იგი იქმნება კავშირების ჩამოთვლილ საწარმოებს შორის თანდათანობითი დამყარების გზით.

ზემოთ მოტანილ სქემაში შეიძლებოდა ჩაგვერთო ურთიერთკავშირი რეკლამის შემუშავებისა და გამავრცელებელი საბაჭრო მარკების გამომშვებ ფირმებთან, მარკეტინგულ ფირმებთან, ტექნოპარკებთან (ინოვაციურ-ტექნოლოგიურ ცენტრებთან) და სხვა საწარმოებთან. ყველა მათგანისათვის დამახასიათებელია ფუნქციები საბაზრო მექანიზმის წარმატებული მუშაობის უზრუნველსაყოფად.

ნებისმიერი საწარმოს საერთო ინფრასტრუქტურის მეორე შემადგენელი ნაწილია მისი სოციალური სტრუქტურა. ორგანიზაციის ურთიერთქმედების სქემა სოციალური სტრუქტურის ელემენტებთან წარმოდგენილია ნახ. 30.10-ზე.

ინსტიტუტებს, რომელთა ბაზაზე მთლიანად ფუნქციონირებს სოციალური ინფრასტრუქტურა, მიეკუთვნება შემდეგი დაწესებულებები:

- განათლების სისტემის დაწესებულებები, ფირმისათვის კვალიფიციური სპეციალისტების მიმწოდებლები და ფირმის კადრობრივი პოტენციალის კვალიფიკაციისთვის ამაღლების უზრუნველმყოფი საშუალო და უმაღლესი სასწავლო დაწესებულებები, ასევე ფირმის მუშაკთა ბავშვებისათვის სკოლამდელი დაწესებულებები;

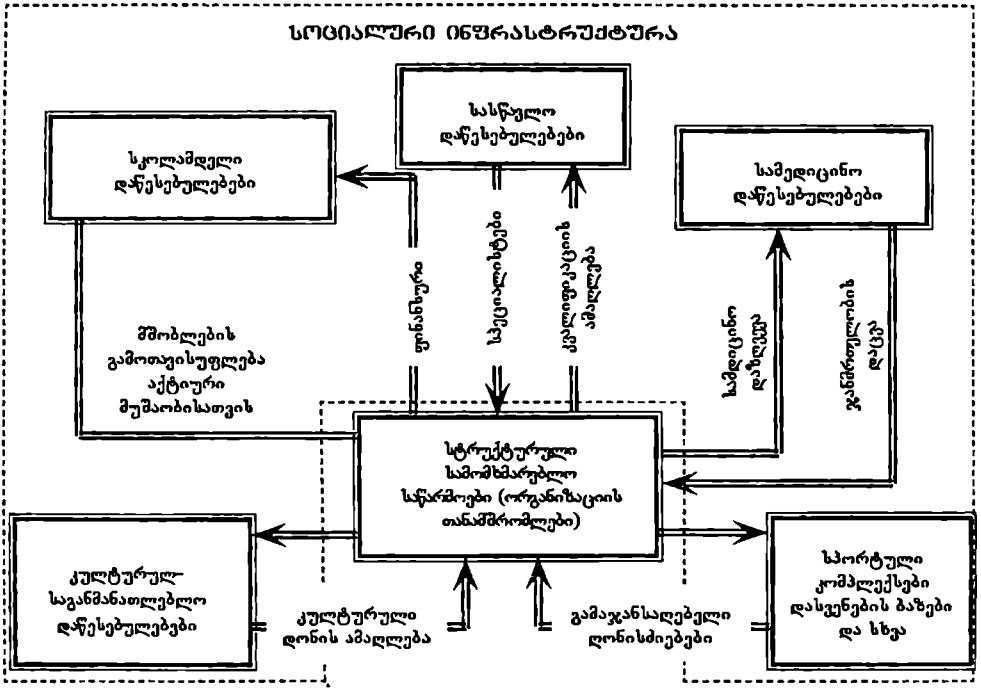
  სამედიცინო დაწესებულებები, რომლებიც სამედიცინო დაზღვევის საფუძველზე უზრუნველყოფენ ფირმის მუშაკების ჯანმრთელობას და მათ შრომისუნარიანობას;

  დასასვენებელი ბაზები და სპორტული კომპლექსები (სტადიონები, სპორტული დარბაზები და ა.შ.), რომელთა გამოყენებაც უზრუნველყოფს ფირმის მუშაკთა შრომისუნარიანობის ამაღლებას, ჯანმრთელობის გაუმჯობესებას და აქტიურობის ზრდას.

  კულტურულ-საგანმანათლებლო დაწესებულებები (თეატრები, მუზეუმები, კინო და საკონცერტო დარბაზები და ა.შ), რომელთა მეშვეობითაც ხორციელდება ფირმის მუშაკთა და საერთოდ, კოლექტივის საერთო კულტურის ამაღლება, ამ ფაქტორით მიიღწევა ფირმის საწარმოო პროცესების სრულყოფა და საინოვაციო საქმიანობის ზრდა.

საწარმოს კოლექტივის კავშირები ამ დაწესებულებებთან, ასევე მის საკუთრებაში ზემოთაღნიშნული დაწესებულებების არსებობა შეადგენს ფირმის სოციალურ ინფრასტრუქტურას. რაც უფრო მცირეა ინფრასტრუქტურის აღნიშნული კომპონენტი, მით უფრო მეტია ხარჯები მათ შენახვაზე და შესაბამისად, მით უფრო მაღალია გამოშვებული პროდუქციის თვითღირებულება. აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ კარგად განვითარებული ინფრასტრუქტურა ქმნის შრომისნაყოფიერების ზრდის წინაპირობებს, ამცირებს

შრომისუნარიანობის დაკარგვასთან დაკავშირებულ დანახარჯებს. სოციალური ინფრასტრუქტურა სამეცნიერო და საგანმანათლებლო კომპონენტი უზრუნველყოფს ფირმის ინოვაციური საქმიანობის წარმატებით განვითარებას და საბოლოო ჯამში წარმატებებს გასაღების ბაზრების მოპოვებისათვის კონკურენტულ ბრძოლაში.



ნახ. 30.10 ორგანიზაციის ურთიერთქმედების სქემა სოციალური ინფრასტრუქტურის ელემენტებთან

საწარმოს მიერ საწარმოო და სოციალური ინფრასტრუქტურის ეფექტიანი გამოყენება მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია ფირმის ხელმძღვანელობის მიერ გონიერული გადაწყვეტილებების მიღებაზე საინოვაციო საქმიანობის სფეროში, რომლებიც სრულყოფენ ინფრასტრუქტურის ელემენტების შემადგენლობას; სრულყოფენ და უზრუნველყოფენ საქონლის წარმოებას, მათი ხარისხის ამაღლებას და კონკურენტუნარიანობის ზრდას ცვალებადი საბაზრო ურთიერთობების პირობებში. სწორედ ინოვაციური საქმიანობა არის ის ოპერატიული ბერკეტები, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელია შეტანილი იქნას აუცილებელი კორექტივები ფირმის ინოვაციურ საქმიანობაში, მოწესრიგდეს ფირმის გარშემო პირობებისა და გარემოებათა ცვლილებები და მისი შიდა მექანიზმები.

ღონისძიებები ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში

ინოვაციური სტრუქტურები ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში მოითხოვს ყველაზე ნაკლებ დანახარჯებს რეალიზაციაში და როგორც წესი, მოაქვთ მნიშვნელოვანი ეფექტი. ინოვაციების შესაძლო გამოყენებათა ჩამონათვალი მოტანილია სქემა 30.11-ში და ეხება ინოვაციურ ღონისძიებებს საწარმოო ინფრასტრუქტურის შემდეგ ელემენტებში:

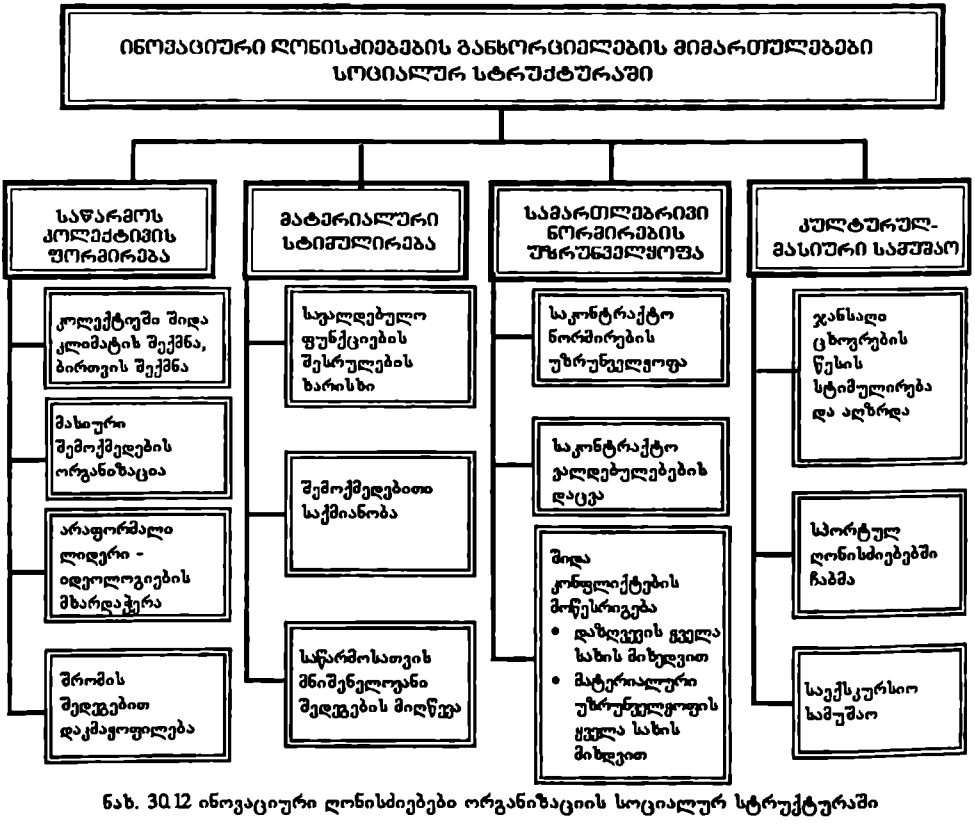
ნახ. 30.11 ორგანიზაციული ღონისძიებები ორგანიზაციის საწარმოო ინფრასტრუქტურაში

- ენერგიისა და რესურსების მიწოდება;
- კომუნიკაციები და კავშირგაბმულობა;
- დაფინანსება;
- პროდუქციის გასაღება.

ინოვაციური ღონისძიებების წარმოდგენილი ჩამონათვალი ტიპიურია, თუმცა სრული არ არის, ვინაიდან ყოველი ორგანიზაცია შესაბამის პირობებში განსაზღვრავს ინფრასტრუქტურის ჩამონათვალი ელემენტების შეუსაბამობას განვითარებადი ბიზნესისადმი და შეიმუშავებს აუცილებელ ღონისძიებებს ამ შეუსაბამობის თავიდან ასაცილებლად. ასეთი ინოვაციური ღონისძიებების განხორციელების პროცესი ყოველთვის არის შემოქმედების ელემენტი და ხდება ნოუ-ჰაუ ორგანიზაციისთვის.

ანალოგიური მიდგომა ინოვაციური ღონისძიებების შემუშავებისა და რეალიზაციის თვალსაზრისით ორგანიზაციის სოციალურ ინფრასტრუქტურაში ასახულია ნახ. 31.12-ზე, სადაც დეტალიზებულია მითითებულ ინფრასტრუქტურაში ინოვაციის გამოყენების ოთხი სფერო:

1. საწარმოს კოლექტივის ფორმირება;
2. მუშაკთა მატერიალური სტიმულირება;
3. სამართლებრივი ნორმების უზრუნველყოფა საწარმოს ხელმძღვანელობის და მისი კოლექტივის ურთიერთობის მიმართ;
4. კულტურულ-მასობრივი მუშაობა.



ნახ. 30.12 ინოვაციური ღონისძიებები ორგანიზაციის სოციალურ სტრუქტურაში

ინოვაციებიდან მიღებული ეფექტი ამ სფეროში დამოკიდებულია იმაზე, თუ როგორაა ორგანიზებული და განხორციელებული შემუშავებული ინოვაციური ღონისძიებები. როგორც ინოვაციები საწარმოო ინფრასტრუქტურაში, ასევე ინოვაციური ღონისძიებები სოციალურ სტრუქტურაში არის საწარმოს ადმინისტრაციული და კომერციული საიდუმლო ე.ი. მისი ნოუ-ჰაუ.

ᲘᲜᲝᲕᲐᲪᲘᲣᲠᲘ ᲦᲝᲜᲘᲡᲫᲘᲔᲑᲔᲑᲘᲡ ᲔᲤᲔᲥᲢᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲛᲐᲒᲐᲚᲘᲗᲔᲑᲘ

ინოვაციური ღონისძიებების ეფექტიანობა ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში დასტურდება მცირე ბიზნესის სფეროში წარმატებული სამეწარმეო საქმიანობის მრავალრიცხოვანი მაგალითით. მრავალი მათგანი რეგულარულად ქვეყნდება ეკონომიკური პროფილის პოპულარულ პერიოდულ გამოცემებში, ისეთები, როგორიცაა „ექსპერტი“, „ფინანსისტი“, „ფული“ და ა.შ. რაც შესაძლებელს ხდის გაანალიზდეს სამეწარმეო შემოსავლების მიღების შესაძლებლობები საინოვაციო ღონისძიებებიდან საწარმოო და სოციალურ ინფრასტრუქტურაში.

ჟურნალ „ექსპერტში“ გამოქვეყნებული მონაცემების მიხედვით კომპანია „კონსულტანტ პლუს“-მა მიაღწია არნახულ შედეგებს სამართლებრივი ინფორმაციის გაყიდვების სფეროში. წარმატების მიზეზი იყო ინოვაცია კომპიუტერული ვერსიის განვითარებაში.

1992 წელს დაარსებული ფირმა 2008 წლამდე ისე გაფართოვდა, რომ ყავდა 240 ათასი კლიენტი, 700 კაცზე მეტი პერსონალი, რომელიც პროდუქტის შექმნით იყო დაკავებული. ყავდა 10 ათასზე მეტი გამავრცელებელი და 300 რეგიონული სერვისის ცენტრი რუსეთის 150 ქალაქსა და 75 რეგიონში.

დასაწყისში ტექნოლოგია მსგავსი ინფორმაციული პროდუქტების ფორმირებისა და გავრცელების დარგში ემყარებოდა ონლაინურ სერვისს, ე.ი. საინფორმაციო ბაზები ყალიბდებოდა ცენტრალურ ელექტრონულ-გამომთველელ ბაზებზე. ხოლო კლიენტები ღებულობდნენ დაშვებებზე ინფორმაციას ქსელების მეშვეობით.

ის ფირმები, რომლებიც ცდილობდნენ გამოეყენებინათ სერვისის აგების ასეთი პრინციპი კლიენტთან მუშაობაში, ვერ აღწევდნენ წარმატებებს ორი მიზეზის გამო:

- ჯერ ერთი, ბოლო წლებში შეწყდა ახალი საკანონმდებლო დოკუმენტის ნაკადი (კანონები და კანონქვემდებარე აქტები, ცვლილებები და დამატებები უკვე არსებულ საკანონმდებლო ბაზაში);

  მეორეც, კომპიუტერების ქსელში კლიენტების ჩართვა ძვირადღირებული ღონისძიება იყო და ვერ უზრუნველყოფდა ხარისხიანი ინფორმაციის გადაცემას. ამასთან ერთად საჭირო იყო კლიენტის გათვითცნობიერება მიღებული ინფორმაციის ეფექტიანად გამოყენებაში, რომელიც მოიცავდა არა მხოლოდ საკანონმდებლო აქტებს, არამედ სპეციალისტების კომენტარებს ამ აქტებთან მიმართებაში.

იმისათვის, რომ გადალახული ყოფილიყო ეს წინააღმდეგობები, საინფორმაციო პროდუქტის გავრცელების გზაზე და განხორციელებულიყო ინოვაციური ღონისძიებები ფირმის საწარმოო ინფრასტრუქტურაში, სერვისული მომსახურების ნაწილში, საჭირო შეიქმნა სერვისული ცენტრების შექმნა შემდეგი ფუნქციების შესასრულებლად:

- პროდუქტის გაყიდვის ორგანიზება, იმ ფირმების გამოვლენა, რომლებიც საჭიროებენ სამართლებრივ ინფორმაციას, კლიენტებთან კონტრაქტის დამყარება და პროგრამული პროდუქტის გამოყენების დემონსტრირების მოწყობა;

  კლიენტების მომსახურება, რომელთაც შეიძინეს მონაცემთა საინფორმაციო ბაზა ისეთნაირად, რომ სერვისის ინჟინერი მიმაგრებულია პერსონალურად ყოველ კლიენტზე, ახდენს მონაცემთა ბაზის მუდმივ განახლებას, რომელიც ამ დროს იყენებს ონლაინის მეშვეობით სათაო ოფისიდან ინფორმაციას საკანონმდებლო დოკუმენტებში შეტანილი ცვლილებების შესახებ, ასევე ახდენდა კლიენტების სწავლების მონაცემთა ბაზის კომპიუტერული სისტემის ხაზით. ამასთან 7-10 ინჟინრის მუშაობას აკონტროლებდა ერთი კურატორი. სერვისულ ცენტრებში ასევე შექმნილი იყო კლასები საინჟინრო სწავლებისთვის.

ასეთი ინოვაციური ღონისძიების შედეგად ფირმა „კონსულტანტი პლუს"-მა სწრაფად გაუსწრო თავის კონკურენტებს და 2008 წლის მარტისთვის კომპიუტერული სამართლებრივი ინფორმაციის ბაზარზე დაიკავა მთელი გაყიდვების 68,5 პროცენტი.

იმის შემდეგ, რაც ნოუ-ჰაუ შეასრულებს თავის როლს ბაზრის დაპყრობის თვალსაზრისით, მისი მეშვეობით მიღებული იქნება დამატებითი მოგება და გაფართოვდება წარმოება, მხოლოდ ამის შემდეგ ხდება ინფორმაციის გავრცელება ინოვაციური ღონისძიებების ორგანიზების შესახებ და ნოუ-ჰაუ ხდება საერთოდ ხელმისაწვდომი. უზრუნველყოფილია ფირმის იმიჯი, რომელმაც წარმატებით მოახდინა თავისი საიდუმლოებების რეალიზება.

ინოვაციური ღონისძიებები ორგანიზაციის მართვის სისტემაში და საწარმოო სფეროში

ღონისძიებები მართვის სისტემისა და საწარმოო სფეროს სრულყოფის ხაზით, როგორც წესი, ძვირადღირებულია და ხშირად მტკივნეულად აისახებიან შრომითი კოლექტივების ბედზე. იგი მნიშვნელოვანწილად დამახასიათებელია მსხვილ საქონელწარმოებული ფირმებისათვის, მსხვილი ბიზნესის საწარმოებისათვის. ოღონდ ინოვაციური ღონისძიებებიდან მიღებული ეფექტი მათი რეალიზაციის შემთხვევაში მეტად მნიშვნელოვანია, ხასიათდება ეკონომიკური მაჩვენებლების ზრდით და შესაბამისად ზრდის დაინტერესებული მხარეთა შემოსავლებს.

ინოვაციური ღონისძიებების წარმატებით განხორციელების მაგალითია, მართვის სისტემაში და საწარმოო სფეროში მსოფლიოში ერთ-ერთი უმსხვილესი, საყოფაცხოვრებო ტექნიკის მწარმოებელი ფირმა ელექტროლუქსი (Electrolux). ამ ფირმის მუშაობის პრინციპი — „მუდმივად დაინერგოს ინოვაციები". ეს პრინციპი ფირმის შექმნის სტადიიდანვე შევიდა ძალაში. პირველი სერიოზული წარმატება ფირმას ჰქონდა XIX საუკუნის დასაწყისში, როცა მან დაიწყო ახლახან გამოგონებული მტვერსასრუტის წარმოება. ხოლო XIX ს. 20-იანი წლებიდან დაიწყო გამოგონებული მაცივრების წარმოება და დიდ წარმატებებსაც მიაღწია. ასე რომ ფირმა Electrolux-მა დაიკავა ლიდერის პოზიცია და შექმნა საყოფაცხოვრებო ტექნიკის ბაზარი. ორიენტაცია ინოვაციებზე კვლავაც რჩება ფირმის კომერციული პოლიტიკის ძირითად მიმართულებად.

მაგრამ უნდა აღინიშნოს, რომ ფირმა Electrolux-ს ჰქონდა წარუმატებელი პერიოდებიც. 1997 წელს ფირმის მოგება 44,5 მლნ. დოლარამდე დაეცა, მაშინ როცა 1996 წელს ამ მაჩვენებლის სიდიდე 268,8 მლნ. დოლარი იყო. ამის მიზეზი ბევრი იყო. პირველ რიგში ეს იყო ევროკავშირის სტანდარტებზე წარმოების გადაწყობა და შესაბამისად პროდუქციის გაძვირება. ამის გარდა საყოფაცხოვრებო ტექნიკის ევროპის ბაზარზე გამოჩნდა იაფი აზიური საქონელი. ფირმას არ გააჩნდა ე.წ. „შედმეტი" სახსრები და ექსპანსიის პოლიტიკა ფირმამ გაატარა ნარჩენის პრინციპის საფუძველზე — დაზოგა სახსრები მწარმოებელთათვის და აღმოჩნდა უმძიმეს ფინანსურ მდგომარეობაში.

1997 წელს ფირმის პრეზიდენტი გახდა მ. ტრეშოუ. რომელიც ამ დროისათვის ცნობილი იყო როგორც სამშენებლო ტექნიკის მწარმოებელი ფირმის Atlas copco-ს მბსნელი.

ახალმა პრეზიდენტმა, სხვა ღონისძიებებთან ერთად განახორციელა ფირმის წარმოების მთელი სტრუქტურის რეორგანიზაცია და პირველ რიგში წარმოებას მოაშორა არაპროფილური საწარმოები. დაიხურა 25 საწარმო და შემცირდა 12 ათასი სამუშაო ადგილი. 2009 წელს კიდევ განხორციელდა ევროპულ საწარმოებში სამუშაო ადგილების შემცირება.

ამასთან ერთად შეიქმნა ერთობლივი საწარმოები ინდოეთში, შეისყიდეს ქარხანა ავსტრალიაში და დაიდო ხელშეკრულება თანამშრომლობის შესახებ იაპონურ ფირმა Toshiba-სთან. მოპოვებული და ათვისებული იქნა მაცივრების არატრადიციული გასაღების ბაზარი აზიაში.

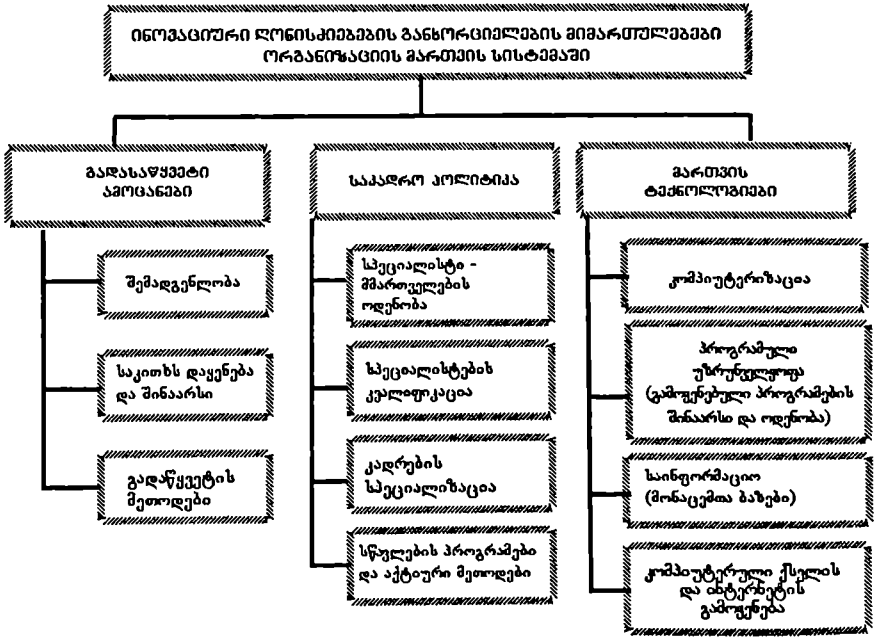
ფირმა ცდილობდა თავი დაეღწია მზარდი საწარმოო ხარჯებისადმი. პრეზიდენტმა მთავარი ყურადღება დაუთმო საწარმოო ბაზის რესტრუქტურიზაციას. საინოვაციო ღონისძიებებს განხორციელებამ საწარმოში მოითხოვა ბოლო პერიოდში ყველაზე მსხვილი ინვესტიციები შეეციის

სამრეწველო ობიექტებში. ამასთან ერთად, საწარმოო რესტრუქტურიზაციასთან ერთად მოხდა საწარმოო პროცესების მოდერნიზაცია ერთ-ერთ ამწყობ ქარხანაში. შემოღებული იქნა კონვეირების ერთმიმართულებიანი მუშაობის სისტემა, რომელმაც მნიშვნელოვანწილად გაზარდა შრომის ნაყოფიერება. კონვეირებთან მომუშავეთა წელის დატვირთვის შესამცირებლად ამწყობ საამქროებში დაიგო ხის იატაკი, რამაც მუშაობის ხარისხი გააუმჯობესა.

ინიციატივისა და შემოქმედებითი აქტივობის სტიმულირება

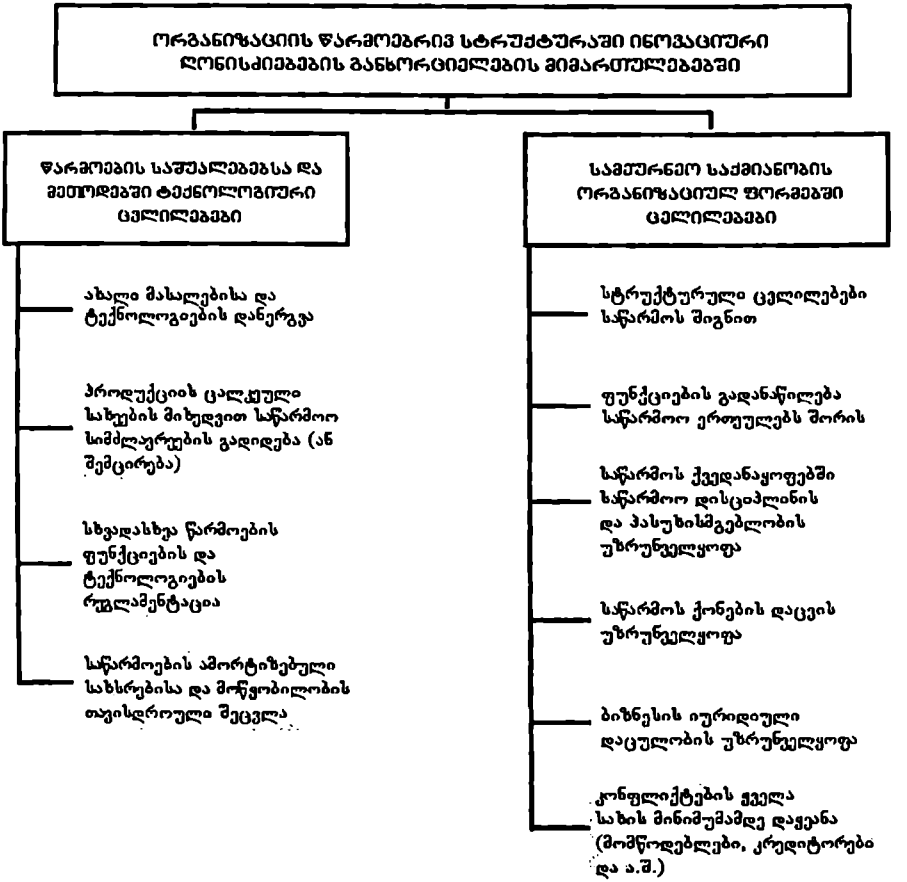
კიდევ ერთ ინოვაციურ ღონისძიებად შეიძლება ჩაითვალოს საწარმოო სფეროს მუშაკთა ინიციატივისა და კოლექტივის შემოქმედებითი აქტივობის სტიმულირება. სერიოზული ყურადღება დაეთმო საწარმოს კორპორატიული კულტურის შემდგომ განვითარებას და პირველ რიგში მუდმივი დიალოგის უზრუნველყოფას მენეჯერებსა და ფირმის დანარჩენ მუშაკებს შორის. ამისათვის საწარმოში დაიდგა სპეციალური ყუთი, სადაც მუშებს შეეძლოთ ჩაეგდოთ ფურცლები თავიანთი წინადადებებით. მუშაკის წინადადებების რეალიზაციისას ეს უკანასკნელი იღებდა სოლიდურ წახალისებას — პროცენტს ახალი პროდუქტის წლიური გაყიდვებიდან. ეს წახალისება აღწევდა 50-60 ათას ევროს, რომელიც ხელფასთან, 2 ათას ევროსთან ერთად, საკმაოდ წონადი წვლილია მუშაკის საოჯახო ბიუჯეტში.

რეორგანიზაციის პრობლემის წარმატებული გადაჭრისთვის საწარმოო სფეროში ინოვაციური ღონისძიებების გატარების გზით, როგორც ამას ჰქონდა ადგილი ფირმა Electrolux-ის საწარმოებში, საჭიროა შესაბამისი საწარმოო სფეროსა და ინფრასტრუქტურის შესაბამისი მათემატიკური მოდელები, ასევე ელექტრონული გამომთვლელი მანქანებისთვის პროგრამები და მონაცემთა ბაზები. ეს უკანასკნელი საშუალებას იძლევა შეირჩეს ფირმის ფუნქციონალური სტრუქტურის აგების საუკეთესო ვარიანტი მოცემული კრიტერიუმის მიხედვით.



ნახ. 30.13. ინოვაციური ღონისძიებები ორგანიზაციის მართვის სისტემაში

ეს პროგრამები და მონაცემთა ბაზები, რომლებიც თაეიდან ნოუ-ჰაუს მთავარ ელემენტებად ითვლება. შემდგომში შეიძლება დარეგისტრირდეს როგორც საავტორო უფლებები, ობიექტები და გაიყიდოს ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე როგორც წარმატებული საქმიანობის განსახორციელებელი ინსტრუმენტები სიახლეებთან მიმართებაში ან კრიზისულ სიტუაციაში მყოფი ფირმებისათვის. ყველაზე ხშირად, ასეთი პროგრამები რჩებიან როგორც ფირმების ნოუ-ჰაუ. ისინი გამუდმებით სრულყოფილებას ექვემდებარებიან და გამოიყენებიან რეორგანიზაციის უმნიშვნელო შესაძლებლობების განსაზღვრისათვისაც კი.



ნახ. 30.14. ინოვაციური ღონისძიებები საწარმოს ინოვაციურ სტრუქტურაში

სხვადასხვა საწარმოო სპეციალიზაციის მსხვილ საწარმოებში რეორგანიზაციის განხორციელების ანალიზი საშუალებას იძლევა განზოგადებული იქნას ინოვაციური ღონისძიებების განხორციელების გამოცდილება და გამოყენების პრინციპის საფუძველზე, ორგანიზაციის მართვის სისტემის სრულყოფის (ნახ. 30.13) და მისი საწარმოო სფეროს სრულყოფის თვალსაზრისით ამის საფუძველზე შემუშავდეს კლასიფიკაცია (ნახ. 30.14).

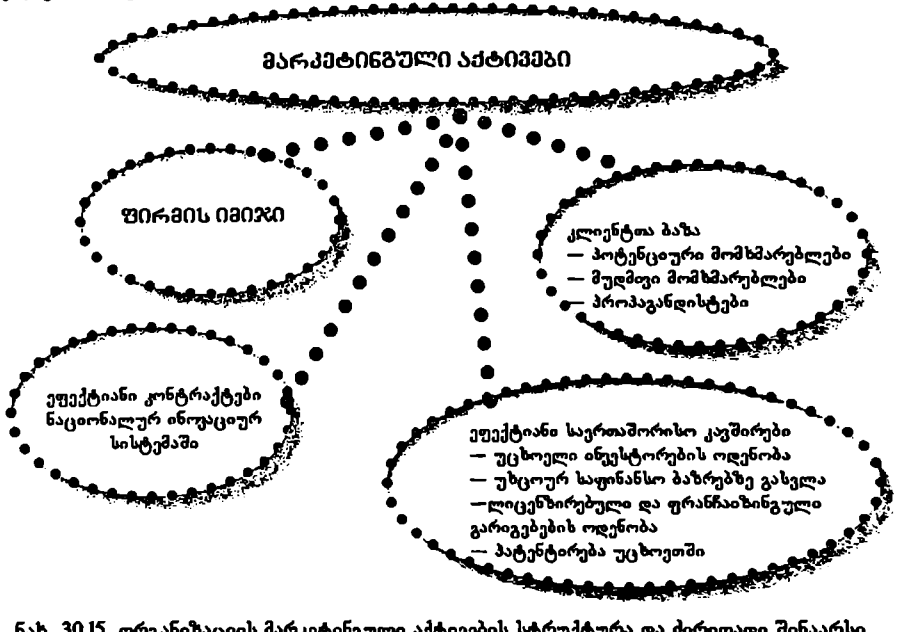
ინოვაციური ღონისძიებები ორგანიზაციის მართვის სისტემაში ხორციელდება შემდეგი მიმართულებით:

- მმართველობითი აძოცანების შემაღგენლობა, დაყენება და შინაარსი, მათი გადაჭრის მეთოდები;
- საკადრო გადაჯგუფება, სპეციალისტების სწავლებისა და კვალიფიკაციის მეთოდები.
- მართვის ტექნოლოგიები ორგტექნიკისა და კომპიუტერების გამოყენებით;

საწარმოს წარმოებრივ სფეროში ინოვაციური ღონისძიებები ტარდება ორი მიმართულებით:

- ტექნოლოგიური ცვლილებები წარმოების საშუალებებსა და მეთოდებში;
- სიახლეები სამეურნეო საქმიანობის ორგანიზაციულ ფორმებში.

მითითებული ღონისძიებების განხორციელების პროცესში დაგროვილი გამოცდილება ასახულია ტექნიკურ და ადმინისტრაციულ დოკუმენტაციაში; ელექტრონულ გამომთველელი მანქანებისათვის შემუშავებულ პროგრამებში, რომლებიც უზრუნველყოფენ სამუშაოთა ორგანიზაციის შესაძლო ვარიანტების შეფასებას; მონაცემთა ბაზაში. იგი შეიცავს ინფორმაციას დანახარჯების შესახებ, რომელიც მოზიდულია საწარმოო ძალებსა და საშუალებებში და ა.შ.



ნახ. 30.15. ორგანიზაციის მარკეტინგული აქტივების სტრუქტურა და ძირითადი შინაარსი

ყველაფერი ეს საბოლოო ჯამში ხდება კონფიდენციალური დოკუმენტაცია და წარმოადგენს ნოუ-ჰაუს ინოვაციური ორგანიზაციის მიერ გატარებული ღონისძიებების მიხედვით.

მარკეტინგული აქტივები — ეს არის ინტელექტუალური კაპიტალი, რომელიც იქმნება ორგანიზაციის სპეციალისტების არა შემოქმედებითი საქმიანობის პროცესში, არამედ მთელი ინოვაციური საქმიანობის შედეგად. იგი ქმნის ფირმის იმიჯს. ე.ი. ფირმის სახეს (მის საქონელსა და მომსახურებას), რომელიც უზრუნველყოფს მდგომარეობას ბაზარზე, მყიდველის ნდობას ფირმის მარკისადმი[1].

მარკეტინგული აქტივები მოიცავს შემდეგ შემადგენელ ელემენტებს:

- ფირმის, მისი საქონლისა და მომსახურების იმიჯი;

[1] Современный экономический словарь. Под ред. Б. А. Райзберга. М.: ИНФРА - М. 1999. გვ 143.

- კლიენტების ბაზა, მყიდველთა მხარდაჭერა;
- წარმატებული კონტაქტები ეროვნული ინოვაციური სისტემის ჩარჩოებში;
- ეფექტიანი საერთაშორისო კავშირები.

მარკეტინგული აქტივების მითითებული ელემენტები სქემატურად წარმოდგენილია ნახ. 30.15 ნახაზზე.

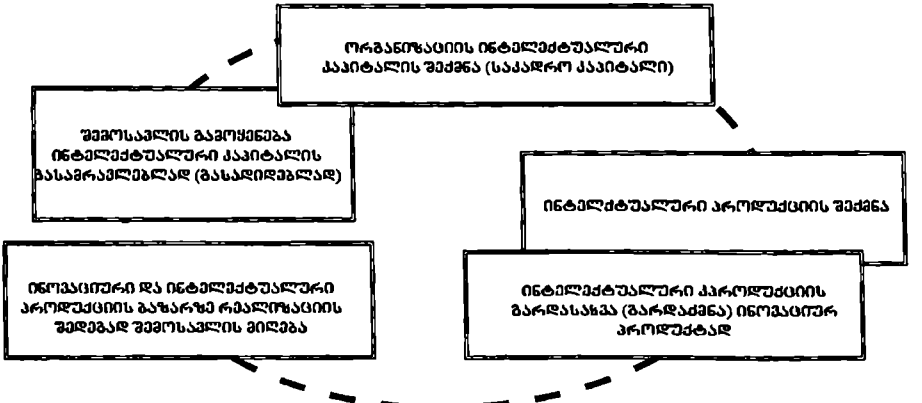
მარკეტინგული აქტივები ძალზე არამდგრადია და ინტელექტუალური აქტივებისაგან განსხვავებით (ინტელექტუალური საკუთრება) შეიძლება გაიხარჯოს ორგანიზაციის შეცდომების შედეგად ინოვაციურ და საბაზრო პოლიტიკაში. პირველ რიგში ადგილი აქვს დანაკარგებს კლიენტურის ბაზაში, მცირდება მომხმარებელთა ნდობა ფირმის საქონლის მიმართ, მყიდველი იწყებს შესყიდვების გადადებას განუსაზღვრელი დროით და შეიძლება ძველი შეჩვეული სასაქონლო მარკა შეცვალოს ახლით. შემდგომში ირღვევა კავშირები ინვესტორებთან და კრედიტორებთან, ფუჭდება ურთიერთობები დილერებთან, რომლებიც მოქმედებენ ზარალიანად, ირღვევა საერთაშორისო კავშირები, ეცემა ფირმის ფასიანი ქაღალდების ინდექსი.

ამასთან დაკავშირებით, მეტად მნიშვნელოვანია ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის ეფექტიანობა, ინტელექტუალური კაპიტალის აქტიური განახლება, მოძველებული პროდუქციის თავისდროული შეცვლა და მომსახურების სრულყოფა.

ოცდამეთერთმეტე თავი. ინტელექტუალური კაპიტალის პოტენციალის და ინტელექტუალური საკუთრების შეფასება

31.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნა და გარდაქმნა

ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალი მისი სიცოცხლისუნარიანობის პროცესში იმყოფება მუდმივ მოძრაობაში, რომელიც გარდაიქმნება მისი მდგომარეობის სამ ფაზაში. ინტელექტუალური კაპიტალის მუდმივი ცვლილებებისა და გარდაქმნის სქემა ორგანიზაციაში წარმოდგენილია ნახ. 31.1-ზე. ამასთან გარდაქმნის პირობით საწყის (პირველ) ფაზად შეიძლება ჩაითვალოს ორგანიზაციის საკადრო პოტენციალის ფორმირება, რაც შესაძლებელს ხდის განხორციელდეს ინტელექტუალური პროდუქციის შექმნა (ორგანიზაციის არამატერიალური აქტივები) — ესენია სამრეწველო საკუთრების ობიექტები, საავტორო უფლებები, ნოუ-ჰაუ.



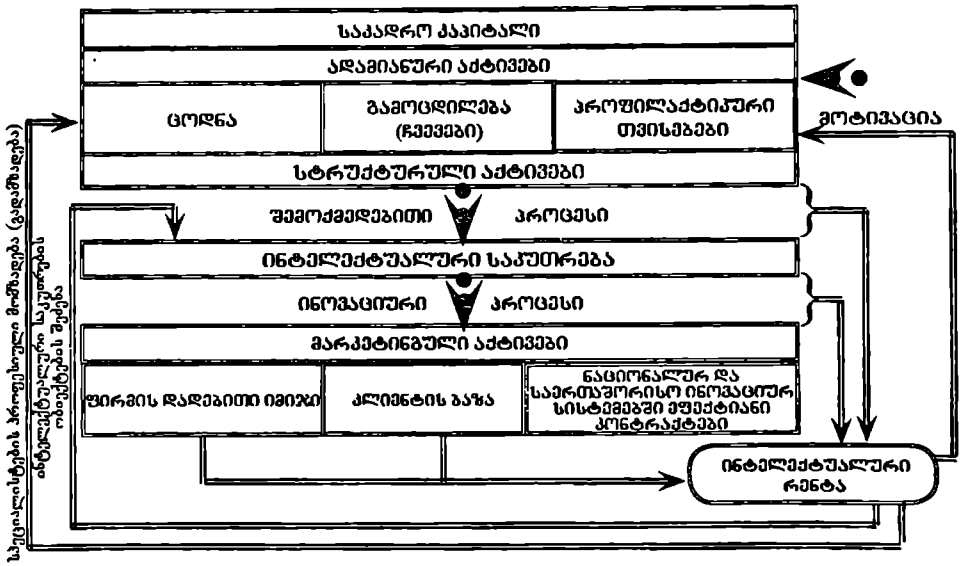
ნახ. 31.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მუდმივი ცვლილებებისა და გარდაქმნების სქემა

ამ ფაზაში ადგილი აქვს ინტელექტუალური პროდუქციის გარდაქმნას ინოვაციურ პროდუქციად, გამოგონების ანდა ინტელექტუალური საკუთრების სხვა ობიექტების მატერიალურ ობიექტებად რეალიზაციის გზით — ინოვაციურ პროცესებში შექმნილ ახალ საქონლად და მომსახურებად.

გარდაქმნის მეორე ფაზა — ესაა ინოვაციური პროდუქციის, როგორც საქონლის რეალიზაცია შესაბამის საბაზრო ნიშნებში, და ინტელექტუალური საკუთრების რეალიზაცია უშუალოდ სალიცენზიო ხელშეკრულებების სახით, პატენტების დათმობის ხელშეკრულებების სახით, საავტორო უფლებების და სხვა გარიგებების სახით

ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციის შედეგად მიღებული შემოსავალი ნაწილობრივ ინტელექტუალური რენტის სახით იხარჯება გარდაქმნის ბოლო სტადიაზე, ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდების მიზნით. ეს შეიძლება იყოს ორგანიზაციის საკუთარი ძალებით ახალი ინტელექტუალური საკუთრების შექმნა, ანდა მისი შეძენა ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების ბაზარზე. ამის გარდა, ადგილი აქვს მარკეტინგული აქტივების ზრდას საქონლისა და მომსახურების წარმატებული რეალიზაციის ხარჯზე და ინტელექტუალური კაპიტალის მნიშვნელოვანი ზრდის ხარჯზე.

ინტელექტუალური კაპიტალის ელემენტების გარდაქმნის სქემა მოტანილია ნახ. 31.2-ზე.



ნახ. 31.2 ინტელექტუალური კაპიტალის ელემენტთა გარდაქმნის სქემა ინოვაციური საქმიანობის პროცესში

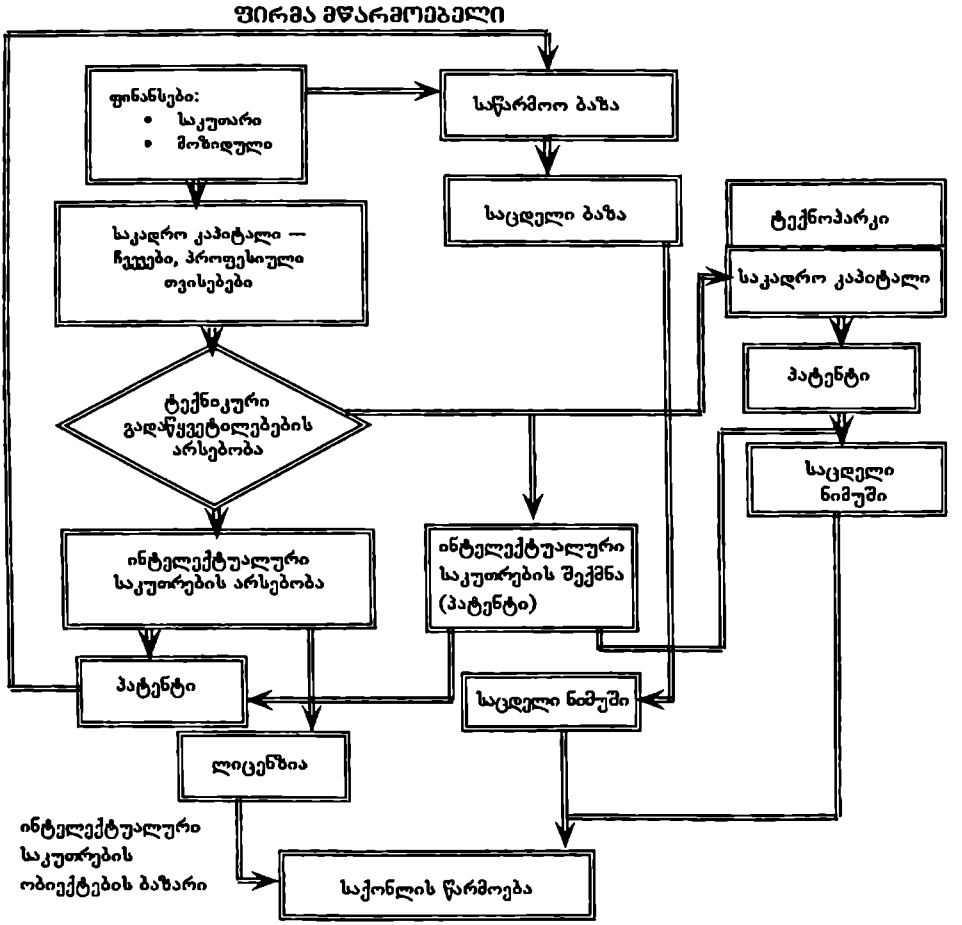
საკადრო კაპიტალი (ცოდნა და გამოცდილება, ორგანიზაციის პროფესიული ხარისხი და კორპორატიული კულტურა რეალიზდება შემოქმედებით პროცესში. მისი პროდუქცია არის ინტელექტუალური საკუთრება სამრეწველო საკუთრების ობიექტების, საავტორო უფლებების და ნოუ-ჰაუს სახით.

მთლიანად ანდა ნაწილობრივ ეს ინტელექტუალური საკუთრება გამოიყენება ინოვაციურ პროცესში,

რომელიც უზრუნველყოფს ბაზარზე ახალი კონკურენტუნარიანი პროდუქციის შემოსავალს (საქონელს და მომსახურებას), ხოლო საბოლოო ჯამში შემოსავლების შემოსულას ორგანიზაციის აქტივებში.

ამის გარდა, ინოვაციურ პროცესში, განსაკუთრებით სტაბილიზაციის სტადიაზე, ფართოვდება კლიენტურის ბაზა და იზრდება ორგანიზაციის იმიჯი, საეჭრო მარკის ცნობადობა. ყოველივე ეს ხელს უწყობს გაყიდვებიდან შემოსავლების ზრდას და მარკეტინგული აქტივების გადიდებას.

ინოვაციური პროდუქციისა და ინტელექტუალური საკუთრების რეალიზაცია უზრუნველყოფს ინტელექტუალური რენტის მიღებას, რომელიც იხარჯება ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდებაზე, მუშაკთა პროფესიული მომზადების (გადამზადების), სპეციალისტების შემოქმედებითი შრომის დამატებითი მატერიალური მოტივაციის, ასევე სხვა ორგანიზაციებში ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების შეძენის გზით.



ნახ. 313. ფირმა — მწარმოებლისა და ტექნოპარკის ერთობლივი მუშაობის სქემა სამრეწველო საკუთრების ობიექტებისა და პროდუქციის შესაქმნელად

ასეთი ტიპის საქმიანობა შეიძლება განხორციელდეს ერთი ორგანიზაციის ჩარჩოებში, თუ კი მას აქვს ყველა აუცილებელი ელემენტი ინტელექტუალური კაპიტალის გარდაქმნის უზრუნველსაყოფად. ყველაზე ხშირად ფირმის შექმნისას არსებულ საკადრო კაპიტალს არ ძალუძს განახორციელოს ინტელექტუალური კაპიტალის განხილული „წრებრუნვა". ოღონდ მოძრაობის აუცილებლობა ინოვაციების რეალიზაციის მეშვეობით განაპირობებს ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნისა და შემდგომი გადიდების აუცილებლობას. ასეთ შემთხვევაში ორგანიზაციები იყენებენ ტექნოლოგიურ ტრანსფერტს, აუცილებელი კავშირების დამყარებას სხვა პარტნიორებთან. **ამასთან, ტექნოლოგიური ტრანსფერტის ცნების ქვეშ მოიაზრება შეკვეთის განთავსება სამუშაოთა ნაწილის შესრულებაზე ინტელექტუალური და ინოვაციური პროდუქციის შესაქმნელად.** ასეთი ტექნოლოგიური ტრანსფერტის შესაძლო ვარიანტები სქემატურად წარმოდგენილია ნახაზი 31.3.

საქონელმწარმოებელი ფირმა, რომელსაც საკმაო ოდენობით საკუთარი სახსრები და საკადრო პოტენციალი გააჩნია, ამუშავებს ტექნიკურ გადაწყვეტილებებს და დაპატენტებაში სათანადო გამოცდილებისა და სპეციალისტების არსებობის შემთხვევაში დამოუკიდებლად აფორმებს პატენტს გამოგონებაზე სასარგებლო მოდელზე, სამრეწველო ნიმუშზე. თუ კი არსებობს საწარმოო და საცდელი ბაზა, მაშინ ფირმა დამოუკიდებლად დაიყვანს ყველაფერს საცდელ ნიმუშამდე, ტექნოლოგების დამუშავებამდე და იწყებს ინოვაციური პროდუქციის წარმოებას.

იმ შემთხვევაში კაპიტალი მზად არ არის აქტიური შემოქმედებითი საქმიანობისათვის, არ შეუძლია დამოუკიდებლად შეიმუშაოს ტექნიკური გადაწყვეტა, მაშინ ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე შეიძლება შეძენილი იქნეს პატენტი ანდა ლიცენზია სხვა ორგანიზაციის მიერ უკვე ათვისებულ პროდუქციაზე.

შეიძლება შეიქმნას ისეთი სიტუაცია, როცა საკუთარი ტექნიკური გადაწყვეტის არსებობის პირობებში (ანდა ინოვაციური იდეის), ორგანიზაციას დამოუკიდებლად არ შეუძლია დამოუკიდებლად გააფორმოს არა მარტო საპატენტო დოკუმენტაცია, არამედ შექმნას საცდელი ნიმუში. არსებობენ ფირმები, რომლებიც დასპეციალებულნი არიან გარე ორგანიზაციებში შექმნილ ინოვაციური იდეების შემუშავებასა და ტექნიკურ გადაწყვეტებზე, რათა დაიყვანონ ისინი საცდელ ნიმუშებამდე და პატენტების გაფორმებამდე. მაგალითად, ტექნოპარკების, ან ინოვაციურ-ტექნოლოგიური ცენტრების სახით.

31.2. ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი და მისი შეფასება

31.2.1 ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი, როგორც ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულების განმაზოგადოებელი მაჩვენებელი

ე. ბრუკინგის[1] მტკიცებით არსებითი მიდგომა ფირმის არამატერიალური აქტივების და ფირმის საქმიანი რეპუტაციის შეფასებისადმი არ ასახავს თანამედროვე ეკონომიკის რეალიებს. ამასთან, იგი საწარმოს განიხილავს მთლიანად ორი მდგენელის — საწარმოს მატერიალური აქტივების და ინტელექტუალური კაპიტალის ერთიანობის სახით, რომელიც შესაძლებელს ხდის ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულების შეფასებისათვის გამოყენებული იქნას შემდეგი ფორმულა:

$$J = P_{co} - C_m \qquad (31.1.)$$

J - ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულება;

P_{co} - ორგანიზაციის ყველა აქციის საბაზრო ღირებულება;

[1] **Брукинг Энни.** Интеллектуальный капитал. СПБ: Питер. 2001.გვ. 17.

C_{m} - ორგანიზაციის მატერიალური აქტივების ღირებულება.

ოღონდ ამ შემთხვევაში ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულებაში ჩართულია არამატერიალური აქტივების ის წილიც, რომლებიც არიან ქონებრივი უფლების ობიექტები (უფლება მიწის, ბუნებრივი რესურსების და ა.შ. ფლობის შესახებ). ეს უკანასკნელი შეძენილია ორგანიზაციის მიერ მისი შექმნისას და მატერიალური აქტივების ზრდის პროცესში.

ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის ასეთი შეფასების მეორე ნაკლია საწარმოს ინტელექტუალური კაპიტალისა და არამატერიალური აქტივების პრაქტიკულად სრული გაიგივება, ამასთან არ ხდება საკადრო კაპიტალისა და მარკეტინგული აქტივების შეფასება.

ინტელექტუალური კაპიტალის ღირებულების ასეთი შეფასებისას შეიძლება გამოყენებული იქნას ცნება: „ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი" (Jn), რომელიც ითვალისწინებს ინტელექტუალური კაპიტალის ყველა სამ შემადგენელ კომპონენტს:

$$I_{ii} = Q_c (P_{ip} + P_{ma}) \qquad (31.2)$$

P_{ip} - ორგანიზაციის ინტელექტუალური საკუთრების საბაზრო ღირებულება;

P_{ma} - ორგანიზაციის მარკეტინგული აქტივების საბაზრო ღირებულება;

Q_c - საკადრო კაპიტალის ხარისხის კოეფიციენტი, რომელიც განსაზღვრავს საწარმოს შესაძლებლობას ეფექტიანად გამოიყენოს და გაამდიდროს თავისი ინტელექტუალური კაპიტალი.

(31.2) ფორმულა ითვალისწინებს ინტელექტუალური კაპიტალის ყველა სამ კომპონენტს, მაჩვენებელს, აქედან სამი მაჩვენებლიდან ორი მიღებულია შეფასდეს ბუღალტრულ დოკუმენტაციაში: P_{ip} - ინტელექტუალური საკუთრების ღირებულება როგორც არამატერიალური აქტივების ნაწილი; P_{ma} - დანახარჯები, რომლებიც გაიწევა ორგანიზაციის საქმიანი რეპუტაციის შექმნაზე.

შეიძლება კრიტიკულად მივუდგეთ ამ მაჩვენებლების ბუღალტრულ შეფასებას. ჩვენი მოსაზრებით მათში საერთოდ არ არის გათვალისწინებული ნოუ-ჰაუს ღირებულება. არასრულად არის გათვალისწინებული ხარჯები კავშირების შესანარჩუნებლად ეროვნული საინოვაციო სისტემასთან და უცხოეთის ფირმებთან გაწეული ხარჯები კლიენტურის ბაზის ზრდის უზრუნველსაყოფად (რეკლამა, სავაჭრო მარკა და ა.შ.) ოღონდ ამ დანახარჯების შეფასებას ადგილი აქვს თანამედროვე ორგანიზაციის ბუღალტრული აღრიცხვის პრაქტიკაში.

საკადრო კაპიტალის ხარისხის კოეფიციენტი შეიძლება განისაზღვროს შემდეგი ფორმულით:

$$Q_c = \frac{P_{co} - (C_{co} - \Delta P_{co})}{P_{ip} + P_{ma}} \qquad (31.3)$$

სადაც P_{co} - ორგანიზაციის ყველა აქციის საბაზრო ღირებულების თანხა;

C_{co} - ორგანიზაციის მატერიალური აქტივების ღირებულება;

ΔP_{co} - მატერიალური აქტივების იმ წილის საბაზრო ღირებულება, რომლებიც შეადგენენ ქონებრივ უფლებას (უფლება მიწის, რესურსების და სხვათა გამოყენებაზე).

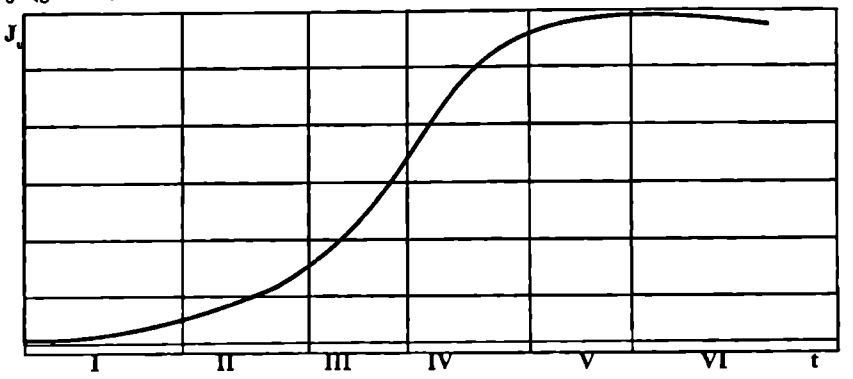
(31.3) ფორმულის მრიცხველში მოცემულია ინტელექტუალური პოტენციალის ღირებულების საბაზრო შეფასება, ვინაიდან ორგანიზაციის მთელი ქონების საბაზრო ღირებულებიდან გამოირიცხება არამატერიალური აქტივების ღირებულების გარდა ყველა საკუთრების ღირებულება, რომელიც მოიცავს მხოლოდ P_{ip} და P_{ma}-ს.

(31.3) ფორმულის გამოყენებით ადამიანური აქტივების ხარიხის შეფასებისთვის შეიძლება განვსაზღვროთ Q_c-ს მნიშვნელობა. თუკი Q_c>1 ეს ნიშნავს, რომ ბაზრის ნდობა ორგანიზაციის შესაძლებლობებისადმი ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდებისა და შემოსავლების ზრდის პირობებში საკმაოდ მაღალია. და რაც უფრო მაღალია Q_c-ს მნიშვნელობა, მით უფრო მეტი ნდობაა მოცემული ორგანიზაციის სპეციალისტთა კოლექტივისადმი. თუკი Q_c<1-ზე, მაშინ ეს ნიშნავს, რომ ბაზრის ნდობა ორგანიზაციის მთელი გამოშვებული პროდუქციის მიმართ ეცემა და ბაზარი არ

იმედოვნებს მომავალში ორგანიზაციის წარმატებებს.

ფორმულები (31.2) და (31.3) შესაძლებელს ხდის განახლდეს ინტელექტუალური კაპიტალის შემადგენლობა და გავლენა მოახდინოს მისი გადიდების პროცესზე და მართოს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა.

ინტელექტუალური პოტენციალი J_u, როგორც ამაზე ზემოთ იყო საუბარი, იზრდება ორგანიზაციის ნოუ-ინტელექტუალური საქმიანობის პროცესში. J_u-ს ზრდის დინამიკა გრაფიკულად ასე შეიძლება წარმოვიდგინოთ (ნახ. 31.19).



ნახ. 31.4. ფირმის-ინტელექტუალური პოტენციალის ცვლილების ხასიათი (J_u) ინტელექტუალური ინოვაციური საქმიანობის ერთი ციკლის პროცესში.

ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის J_u მნიშვნელოვანი ზრდა ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის საწყის სტადიაზე. შემდგომში ზრდის პროცესი ნელდება, J_u-ს მნიშვნელობა სტაბილიზირდება, ხოლო ბოლო სტადიაზე, როცა შესაძლოა წარმოების და გაყიდვების დაცემა, ნაწილობრივი დაკარგვის, წარმოების შემცირებას და შემოსავლების კლების ხარჯზე, ხოლო ზღობის შემცირებასთან ერთად მცირდება Q_ε-ს მნიშვნელობა.

ინტელექტუალური პოტენციალი იზრდება ძირითადად ინტელექტუალური საკუთრების ახალი ობიექტების შექმნის ხარჯზე შემოქმედებითი პროცესის დროს. ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პირველ სტადიაზე სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების და საცდელ საკონსტრუქტორო დამუშავების ჩატარების პროცესში იქმნება საავტორო უფლებების ობიექტები, სამრეწველო საკუთრების ობიექტები და ნოუ-ჰაუ. გარდა ამისა, გროვდება გამოცდილება სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების და საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავების ორგანიზაციაში, ინოვაციური ღონისძიებების რეალიზაციაში, ასევე მუშავდება ტექნოლოგიური ტრანსფერტების სქემები ინოვაციური პროდუქციის შექმნის საქმეში. ყოველივე ეს ორგანიზაციაში რჩება როგორც ინტელექტუალური აქტივი, ინახება დამუშავებული ფორმით და ითვლება კონფიდენციალური ტექნიკური, კომერციულ და ადმინისტრაციულ დოკუმენტაციად (ნოუ-ჰაუ).

შემოქმედებითი პროცესი გრძელდება ინოვაციურ-ინტელექტუალური საქმიანობის მომდევნო სტადიებზე, სადაც ხდება ინოვაციური პროცესის გაგრძელება ახალი კონკურენტუნარიანი პროდუქციის შექმნის მიზნით.

მთელი ინოვაციური პროცესის მსვლელობის დროს ასევე იზრდება ინტელექტუალური კაპიტალი რიგი ნოუ-ჰაუს სრულყოფის, ახალი ტექნიკური გადაწყვეტილებების მიღების, მაგრამ პირველ რიგში მარკეტინგული აქტივების ზრდის ხარჯზე. წარმატებული რეალიზაციის შემთხვევაში ინოვაციური

მარკეტინგული აქტივების სიდიდე იზრდება, მაგრამ საერთოდ ინტელექტუალური კაპიტალის ზრდა ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ბოლო სტადიებზე უმნიშვნელოა.

წარმოების სასიცოცხლო ციკლის ბოლო სტადიაზე წარმოების შესაძლო დაცემის პერიოდში და შესაბამისად გამოშვებული პროდუქტის მოცულობის და შესაბამისად შემოსავლების შემცირებისას, შეიძლება შემცირდეს ინტელექტუალური პოტენციალის მნიშვნელობა, ფირმის იმიჯის დაცემის მიზეზით.

ინტელექტუალური პოტენციალის უწყვეტი გადიდებისათვის აუცილებელია საინოვაციო ინტელექტუალური საქმიანობის ისე ორგანიზება, რომ ინოვაციური პროცესები და შესაბამისად ახალი, უფრო სრულყოფილი პროდუქციის ათვისება განხორციელდეს უწყვეტად, თანაც ყოველი მომდევნო ინოვაციური პროცესი უნდა დაიწყოს დაცემის სტადიის დაწყებამდე გაცილებით ადრე. ინოვაციური საქმიანობის ასეთი ვარიანტის დროს ინტელექტუალური პოტენციალის ზრდა ორგანიზაციაში უნდა განხორციელდეს უწყვეტად, როგორც ეს ნაჩვენებია ნახ. 31.5.-ზე.

ყოველ მომდევნო ინოვაციურ პროცესში ინოვაციის დანერგვისთვის მომზადების გათვალისწინებით ინტელექტუალური პოტენციალის ზრდა შეადგენს J_n^{Σ} შეიძლება განვსაზღვროთ ფორმულით:

$$J_n^{\Sigma} = J_{pc} + \sum_{i=1}^{n} J_{pi} \qquad i=1, n \qquad (31.4)$$

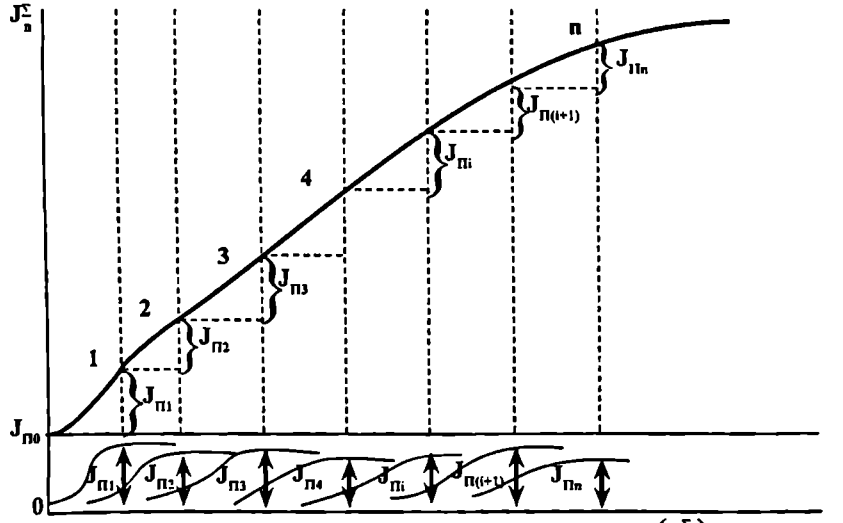
სადაც — J_{pc} — ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის საწყისი მნიშვნელობა;

J_{pi} — ინტელექტუალური პოტენციალის მნიშნელობის ზრდა i-ურ ინოვაციურ პროცესში.

$$J_p^{\Sigma} = J_{pc} + \sum_{i=1}^{n} J_{mi}$$

J_n — ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის საწყისი მნიშვნელობა;

J_{mi} — ინტელექტუალური პოტენციალის მნიშნელობის ზრდა i-ურ ინოვაციური პროცესის რეალიზაციის შედეგად.



ნახ. 31.20. ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის $\left(J_n^{\Sigma}\right)$ უწყვეტი ზრდა ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში.

n - T პერიოდში ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის რეალიზებული ციკლების რაოდენობა;

T - ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმდინარე პერიოდი.

ამ შემთხვევაში ინოვაციური საქმიანობა ორგანიზებულია არც ისე რიტმულად და ადგილი აქვს წყვეტებს წარმატებულ ინოვაციურ საქმიანობაში, მაგრამ J_n^{Σ} ცელილებები ხასიათის მიხედვით დროში არც ისე ოპტიმალური იქნება. უფრო მეტიც, შეიძლება ადგილი ჰქონდა J_n^{Σ} დაცემას კლიენტების ნდობის დაცემის გამო და შესაბამისად K_t-ს მნიშვნელობის შემცირებას, ასევე, Cuc-ს შემცირებას პატენტების და მოწმობების ღირებულებების შემცირების ხარჯზე. რომელთა როგორც დაცული დოკუმენტების მოქმედების ვადა დროსთან მიმართებაში იწურება.

მაგალითი 1.2. ორგანიზაციის აქციების გამოშვების დროს შეფასებული იქნა მისი მატერიალური და არამატერიალური აქტივების ღირებულება და მიღებული იქნა შემდეგი მონაცემები:

მატერიალური აქტივების ღირებულება C_m - 12650 მლნ. ლარი.

არამატერიალური აქტივების ღირებულება C_i — 1,25 მლნ. ლარი, რომელთა შემადგენლობაში შეფასებული იქნა შემდეგი შემადგენელი კომპონენტები:

— ინტელექტუალური საკუთრების ღირებულება C_{ip} — 1780 მლნ. ლარი.

— მარკეტინგული აქტივების ღირებულება C_{ms} —1,25 მლნ. ლარი.

— ამ არამატერიალური აქტივების წილის ღირებულება, რომელიც შეადგენს ორგანიზაციის საკუთრებით უფლებას C_i=5,84 მლნ. ლარი.

ორგანიზაციის გამოშვებული აქციების საწყისი ღირებულება განისაზღვრა როგორც მატერიალური და არამატერიალური აქტივების ღირებულებათა ჯამი:

$C_{co0} = C_m + C_i = 12050 + 1787,09 = 14437,09$ მლნ. ლარი

საკადრო კაპიტალის ხარისხის კოეფიციენტი განისაზღვრა (31.3) ფორმულით. ამასთან Q_o=1,0

ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი (31.2) ფორმულის შესაბამისად ტოლია:

$J_n = Q_o + C_{ms} = 1,0(1,780+1,25)+1,25) = 1781.25$ მლნ. ლარი

საფონდო ბაზარზე აქციის ფასი სამი თვის გაყიდვების შემდეგ გაიზარდა 5 პროცენტით, ხოლო აქციების პაკეტის ჯამურმა ფასმა შეადგინა:

$C_{op1} = 1,05 C_{op0} = 15158,94$ მლნ. ლარი

საკადრო კაპიტალის ხარისხის კოეფიციენტი გაიზარდა:

$Q_{c1} = [15158,94 - (12650 + 5,84)]/(1780 + 1,25) = 1,405$

ორგანიზაციის ინტელექტუალურმა პოტენციალმა Q_{o1}-ს მნიშვნელობის დაზუსტების შემდეგ მიიღო უფრო მაღალი შეფასება:

$J_{n1} = Q_{c1}(C_{ip} + C_{ms}) = 1,405 \quad 1781,25 = 2502$ მლნ. ლარი

რაც ამ მაჩვენებლის პირველსაწყის მნიშვნელობას 40 პროცენტზე მეტით აღიდებს.

31.2.2 ინტელექტუალური საკუთრების შეფასება

თანამედროვე პირობებში ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების ღირებულებითი შეფასება ბევრ ორგანიზაციაში ხორციელდება არამატერიალური აქტივების შეფასების ჩარჩოებში, ბუღალტრული აღრიცხვისა და ბუღალტრული ანგარიშგების დებულების განყოფილების „არამატერიალური აქტივების აღრიცხვა" შესაბამისად. აღნიშნული ღირებულებითი შეფასებები ხორციელდება, როგორც წესი, იმ მეთოდიკის შესაბამისად, რომელიც შემუშავებულია და მიღებულია ყოველი საწარმოს მიერ ბუღალტრული აღრიცხვის დებულებებისა და ინტელექტუალური საკუთრების უფლებათა დაცვის საკითხების საკანონმდებლო დოკუმენტების შესაბამისად.

ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების შეფასებისადმი ტიპიური მიდგომა პრაქტიკულად ორიენტირებულია სამრეწველო საკუთრების ობიექტების და საავტორო უფლებების ღირებულების განსაზღვრაზე, მათი შეტანისას საწესდებო კაპიტალში და არამატერიალურ აქტივებში ჩართვისას, საწარმოს ბალანსზე დაფიქსირების მიზნით.

ასეთი მიდგომა განაპირობებს ინტელექტუალური საკუთრების ღირებულების განსაზღვრას მათ შეძენაზე გაწეული ხარჯების გათვალისწინების გზით, გამოგონებათა მორალური ცვეთისა და ფასების ინდექსის ცვლილების მხედველობაში მიღებით, ინტელექტუალური საკუთრების შექმნის მომენტიდან შეფასების მომენტამდე.

ზოგიერთი მეცნიერი[1] სამრეწველო საკუთრების ობექტების ღირებულების შეფასებისათვის, გვთავაზობს მათი ღირებულების განსაზღვრას საგეგმო (საპროგნოზო) მოგების გათვლის საფუძველზე, რომელიც მიიღება პროდუქციის რეალიზაციის შედეგად სამრეწველო საკუთრების ობიექტების გამოყენებით. ამასთან, არსებითი ხასიათისაა შეფასდეს მოგების მხოლოდ ის წილი, რომელიც იქმნება პატენტის ანდა სამრეწველო საკუთრების სხვა სახის გამოყენების შედეგად.

ოღონდ პატენტის მფლობელის პოზიციიდან (რომელიც გულისხმობს მის გაყიდვას), მიზანშეწონილია პატენტის ფასის განსაზღვრისას გათვალისწინებული იქნას როგორც მიუღებელი მოგება, იმ შემთხვევაში, თუ პატენტით სარგებლობის უფლება გადაეცემა სხვა პირს, ასევე ის ხარჯები, რომელთაც ადგილი აქვს ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის შექმნისას.

ამ შემთხვევაში $C_{nв}$ პატენტის ღირებულება გამყიდველის (მფლობელის) პოზიციებიდან შეიძლება განისაზღვროს ფორმულით:

$$C_{mo} = C_{oip} + \Delta P_{mo} \sum_{o=m+1}^{n} V_{pi} C_{mi} \qquad (31.5)$$

სადაც C_{oip} — დანახარჯები, გაწეული სამრეწველო საკუთრების ობიექტის შექმნაზე და მის საბაზრო ნიმუშად დაყვანაზე;

ΔP_{mo} — პატენტის მფლობელი პატენტის გამოყენებით შექმნილი პროდუქციის ერთეულიდან მიღებული მოგების წილი.

n - პატენტის მოქმედების წელთა რიცხვი (გამოგონება — 20 წელი, სასარგებლო მოდელი — 8, სამრეწველო ნიმუში — 15 წელი);

m — გასულია პატენტის მიღების მომენტიდან გასული წელთა რიცხვი;

V_{pi} — პროდუქციის საჭარაულო გამოშვების სიდიდე პატენტის მფლობელთან i-ურ წარმოების წელს.

C_{mi} — პატენტის მორალური ცვეთის კოეფიციენტი, რომელიც გაითვლება ფორმულით:

$$C_{mi} = 1 - \frac{(i-1)}{n} \qquad (31.6)$$

მყიდველის პოზიციებიდან პატენტის ღირებულება ($C_{nв}$) უნდა შეფასდეს მისი გამოყენებიდან მიღებული მოგების ხარჯზე, რომელიც შეიძლება მიღებული იქნას წარმოებაში შეძენილი სამრეწველო საკუთრების ობიექტების წარმოებაში დანერგვის შედეგად და გამოშვებული პროდუქციის რეალიზაციის შედეგებით:

$$P_p \le \Delta P_{bp} \sum_{i=m+1}^{n} V_{ni} C_{mi} \qquad (31.7)$$

სადაც ΔP_{bp} — მოგების წილი, რომელიც შეიძლება მიიღოს პატენტის მყიდველმა პროდუქციის

[1] Скорняков Э. П. Горбунова М. Э. Как Оценить коммерчускую значимость изобретения. М.: Госпатент 2001,

ერთეულზე წარმოებაში შეძენილი სამრეწველო საკუთრების ობიექტის დანერგვის შედეგად;

V_{ni} — პატენტის მყიდველის მიერ პროდუქციის გამოშვების საგეგმო სიდიდე i წარმოების წელს.

ზემოთ მითითებული ავტორების მიერ გამოცემული მეთოდიკაში შემოთავაზებულია შეფასდეს მოგების წილი, რომელიც მიიღება სამრეწველო საკუთრების ობიექტების დანერგვისას. ამ დროს გამოიყენება მონაცემები მოგების შესახებ, რომელიც მიიღება საბაზო პროდუქციის გამოშვებიდან, ე.ი. იმ პროდუქციიდან, რომელიც უნდა შეიცვალოს ანდა სრულყოფილი იქნას სამრეწველო საკუთრების ობიექტების დანერგვისას. ამ შემთხვევაში

$$\Delta P_{min} = P_{pob} - P_{Bn} \qquad (31.8)$$

$$\Delta P_{bp} = P_{pon} - P_{nb} \qquad (31.9)$$

P_{pob} და P_{bp} — ეს არის მოგება, რომელსაც ღებულობს შესაბამისად პატენტის მფლობელი და მყიდველი სამრეწველო საკუთრების პროდუქციის ერთეულზე სამრეწველო საკუთრების ობიექტის დანერგვის შედეგად.

P_{Bn} და P_{Bb} — მოგება, რომელიც მიიღება ერთეული საბაზო პროდუქციის შესაბამისად პატენტის მფლობელისა და მყიდველის მიერ.

გარიგება, რომლის მიხედვითაც პატენტი გადაეცემა ახალ მფლობელს, შეიძლება შედგეს თუკი დაკმაყოფილდება შემდეგი უტოლობა:

$$C_{oip} + \Delta P_{mi} V_{pi} \le P_{mp} < \Delta P_{bp} \sum_{i=m+1}^{n} C_{mi} V_{pi} \qquad (31.10)$$

სადაც P_{mp} — პატენტის საბაზრო ღირებულება.

ეს პირობა დაცული იქნება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი პატენტის მყიდველი შეძლებს მიიღოს იმაზე მეტი მოგება, ვიდრე ეს შეეძლო პატენტის მფლობელს, რასაც შეიძლება ადგილი ჰქონდეს ΔP_{mo} და V_{pi}-ის უდიდესი მნიშვნელობების ხარჯზე, ე.ი. დაცული უნდა იყოს შემდეგი პირობა:

$$\Delta P_{bp} \sum_{i=m+1}^{n} V_{pi} > \Delta P_{mo} \sum_{o=m+1}^{n} V_{pi} \qquad (31.11)$$

პატენტის საბაზრო ღირებულების შეფასების ასეთი მეთოდიკა ადვილად ხორციელდება იმ შემთხვევაში, როცა არსებობს „საბაზო პროდუქცია", ხოლო მისი შეცვლა ახლით სამრეწველო საკუთრების ობიექტის გამოყენებით არის, — ანალოგიური პროდუქციის წარმოების გადასვლა ახალ სამომხმარებლო თვისებებზე, ანუ ისეთი პროდუქციის წარმოება, რომელიც **არის უფრო სრულყოფილი საბაზო პროდუქციასთან შედარებით და სარგებლობს ბაზარზე დიდი მოთხოვნით.** ამასთან ცნობილი უნდა იყოს ყველა. ამოსაცვალი მონაცემები, რათა მოხდეს (31.10) ფორმულის რეალიზება ფორმულების (31.8) და (31.9) გათვალისწინებით. მთავარია ის, რომ თუ განისაზღვრება P_{mo} და P_{Bb}-ს მნიშვნელობები, ასევე შეიძლება მიღებული იქნას $\Pi_{опсв}$-ს მნიშვნელობა (პროდუქცია რეალურად იყიდება ბაზარზე).

იმ შემთხვევებში, როცა ხდება ახალი წარმოების ორგანიზება სამრეწველო საკუთრების ობიექტის რეალიზაციისთვის და არ არსებობს საბაზო პროდუქცია, მაშინ იმ მოგების წილის შესაფასებლად, რომელიც მიიღება პროდუქციის ერთეულზე A_m და შექმნილია მხოლოდ პატენტის გამოყენების შედეგად, შეიძლება გამოყენებულ იქნას ზემოთ მითითებული მეთოდიკა. ამ მეთოდიკის თანახმად, გამოგონების გამოყენების შედეგად მიღებული მოგება შეიძლება განისაზღვროს მოგების წილით ჯამური მოგებიდან Bb პროდუქციაზე, რომელშიც რეალიზებულია გამოგონება. ამასთან ასეთი წილი გაითვლება როგორც სამი კოეფიციენტიდან წარმოებული სიდიდე.

$$6п = K_1 K_2 K_3 \qquad (31.12)$$

სადაც C_1 — მიღწეული შედეგის კოეფიციენტი;

C_2 — ტექნიკური ამოცანის გადაწყვეტის სირთულის კოეფიციენტი;

C_3 — სიახლის კოეფიციენტი.

ეს კოეფიციენტები დისკრეტულად იცვლება შესაბამისად (C_1) შედეგამდე მიღწევის, ОПС შექმნის (C_2) ამოცანის გადაწყვეტის სირთულის და (C_3) სიახლის დონეებისაგან დამოკიდებულებით შემდეგ საზღვრებში:

$$0,2 \le C_1 \le 1,0; \quad 0,2 \le C_1 \le 1,25; \quad 0,2 \le C_1 \le 0,8$$

თუკი შეეფასებთ $6_п$-ს შემოთავაზებული კოეფიციენტების და ზემოთ მითითებული მეთოდიკის მიხედვით, მაშინ დანერგილი გამოგონების და ახალი პროდუქციის ტექნიკური სრულყოფის შედეგად მიღებული მოგების წილის მნიშვნელობა განისაზღვრება შემდეგ საზღვრებში:

$$0,008 \le 6_п \le 1,0$$

შესაბამისად შეიძლება გამოიყოს $6_п$-ის ორი ზღვრული მნიშვნელობა სამრეწველო საკუთრების ობიექტის კლასის მიხედვით, რომელიც შემდეგი თვისებებით ხასიათდება:

1) სამრეწველო პროდუქციის ობიექტების ტექნიკური სრულყოფის მიღწევა ($6_п$~1,0) სიახლის მიხედვით, მიღებული ტექნიკური გადაწყვეტილების სირთულისა და ეფექტიანობის მიხედვით. მათი განხორციელების შედეგად იქმნება პროდუქტი, ხარისხობრივად ახალი ტექნიკური და სამომხმარებლო თვისებებით, რაც შესაძლებელს ხდის გავიდნენ გასაღების ახალ ბაზრებზე და უზრუნველყოფს უპირატესობას კონკურენტების პროდუქციასთან შედარებით. ეს უნდა იყოს ან „პიონერული" გამოგონება, რომელსაც ანალოგი არ გააჩნია, ანდა ძალზე რთულია უბრალო კოპირებასა და მოწყობილობის და ტექნოლოგიების მიბაძვისათვის.

2) სამრეწველო პროდუქციის ობიექტების ტექნიკური სრულყოფის შესაძლო ხარისხიდან უმცირესის მიღწევა ($6_п$~1,0), იგი ქმნის უმნიშვნელო სიახლეს და მარტივია ტექნოლოგიისა და პროდუქციის კოპირებისთვის, ამჟე დროს აკმაყოფილებს სამომხმარებლო მოთხოვნის ხანგრძლივი პერიოდისათვის.

ტექნიკური სრულყოფის მაჩვენებელი

ამასთან, მიზანშეწონილია მსგავსი შეფასებებისათვის გამოყენებული იქნეს ისეთი ცნება, როგორიცაა „ტექნიკური სრულყოფის მაჩვენებელი", რომლის სიდიდე $6_п$-ის ტოლი იქნება.

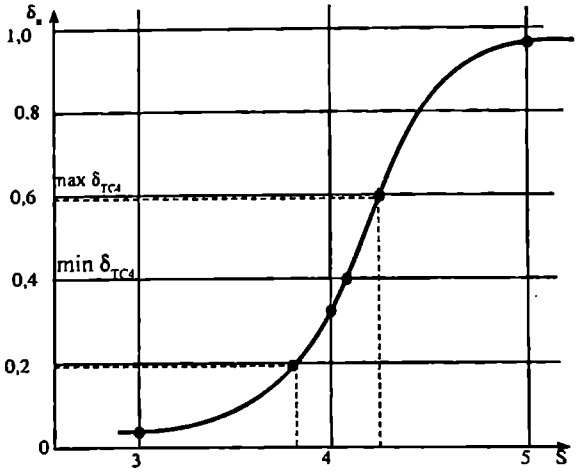
თუკი გამოვიყენებთ ტექნიკური სრულყოფის S ხარისხის ქულობრივ შეფასებას სამრეწველო საკუთრების ობიექტებისათვის მითითებულ ორ კლასს, მაშინ ხუთბალიანი შკალის მიხედვით სამრეწველო საკუთრების ობიექტები, რომელთა $6_п$ უახლოვდება 1-ს, შეიძლება შეფასდეს უმაღლესი, საუკეთესო ნიშნით (ფრიადზე).

მაშინ, როცა სამრეწველო საკუთრების ობიექტის ტექნიკური სრულყოფა $6tc$~0,01 -ის პირობებში უნდა შეფასდეს დამაკმაყოფილებლად, რადგანაც მათი რეალიზაციით მიღებული მოგება მართალია მცირეა — 1 პროცენტის ფარგლებში, მაგრამ მაინც არსებობს.

შეფასება „კარგი" უნდა ახასიათებდეს სამრეწველო საკუთრების ობიექტის რომელიმე შუალედურ კლასს, რომლებიც უზრუნველყოფენ ძირითადი ტექნიკური მახასიათებლების გაუმჯობესებას და შესაძლებელს ხდიან დაკმაყოფილდეს მყიდველთა მზარდი მოთხოვნა განახლებული პროდუქციის საკმაოდ დიდ ჩამონათვალზე, რაც, როგორც წესი, განაპირობებს ხანგრძლივი პერიოდის მიხედვით მოგების მიღებას სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ფართოდ გავრცელებული კლასი, განსაკუთრებით მცირე მეცნიერებატევად ბიზნესში, — უზრუნველყოფს მოგების მიღებას 20-დან 60 პროცენტამდე ფარგლებში.

S-ზე $б_{Tc}$-ს დამოკიდებულება ილუსტრირდება „ლოგისტიკური" მრუდის მეშვეობით. რომელიც S ტექნიკური სრულყოფის ხარისხი მოცემულია სამი მნიშვნელობით: „3" („დამაკმაყოფილებელი"), „4" („კარგი") და „5" („ფრიადი").

პრაქტიკაში ყველაზე ხშირად გეხვდება სამრეწველო საკუთრების ობიექტების კლასი ტექნიკური სრულყოფის ხარისხით S=4. მისი მახასიათებლები 31.6. ნახაზზეა ნაჩვენები. ნახაზიდან ჩანს, რომ მოგების მეტი წილის მიღების საკმაოდ ფართო დიაპაზონი აქვს: მინიმალური 0,2 მნიშვნელობიდან მაქსიმალურ 0,6 მნიშვნელობამდე. პატენტის ღირებულების ხარისხის განსაზღვრისას მისი მფლობელი



ნახ. 31.6. (P), გამოგონების გამოყენების შედეგად პროდუქციის ტექნიკური სრულყოფის (S)-ის ხარისხის შემთხვევაში $б_{Tc}$-ს წილის დამოკიდებულება ჯამურ მოგებასთან

ეცდება შეაფასოს მოგება, რომელიც მიიღება სამრეწველო საკუთრების ობიექტის ტექნიკური სრულყოფის შედეგად, რაც $б_{tc}$ სიდიდის მაქსიმალური მნიშვნელობის ტოლი იქნება.

პოტენციური მყიდველი შეეცდება შეამციროს P_{mp}-ს მნიშვნელობა და განახორციელებს შეფასებას: $б_{Tc} = \min б_{Tc}$; ამ შემთხვევაში გარიგების პირობები განისაზღვრება შემდეგი უტოლობის პირობებში:

$$C_{oip} + 0,6\ P_{iB} \sum_{i=m+1}^{n} C_{mi} V_{pi} \le P_{mp} > 0,2\ P_{in} \sum_{i=m+1}^{n} C_{mi} V_{pi} \quad (31.13)$$

სადაც P_{iB} და P_{in} — არის შესაბამისად ერთეულ პროდუქციაზე პატენტის მფლობელსა და პოტენციური მყიდველის მიერ მიღებული მოგება.

ამასთან მყიდველი ორიენტირებული იქნება პატენტის მფლობელის მოგებაზე და შეაფასებს თავისი უდიდესი მოგების სიდიდეს ასეთნაირად. $P_{iB}=P_{in}$. გარიგების პირობებს განხილვის პროცესში კომპრომისი შეეძლება მიღწეულ იქნეს $б_{Tc}$ -ს მნიშვნელობების ვარირების შედეგად პატენტის როგორც გამყიდველს, ისევე მყიდველს შორის.

სამრეწველო საკუთრების ობიექტებს ტექნიკურ სრულყოფასთან მიახლოვების შეფასებისას „ფრიადი" $б_{Tc}$-ს მნიშვნელობა არ უნდა აღწევდეს 1-ს, რამდენადაც ეს იმას ნიშნავს, რომ საწარმოს მიერ

მიღებული მოგება მოლიანად სამრეწველო საკუთრების ობიექტის დანერგვის შედეგია, რაც ცხადია, ეწინააღმდეგება ჯანსაღ აზრს. ნახ. 31.6-ზე მოტანილი ნახაზის გამოყენებით $б_{т_c}$-ს მოგების წილი, რაც მიიღწევა წარმოებული პროდუქტის ტექნიკური სრულყოფის გარკვეული დონის მიღწევისას, შეიძლება დაზუსტდეს მისი შედარების გზით. 31.13 ფორმულით მიღებული შეფასებებთან. ამ დროს გამოიყენება K_1, K_2 და K_3 კოეფიციენტების მნიშვნელობების ცხრილი, რომელიც აღებულია ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების ღირებულების შეფასების ზემოთ განხილული მეთოდიკიდან.

მაგალითი 1.3. მოვიყვანოთ $Ц_{рп}$-ს შეფასება ჰალოგენური გამათბობელი ელემენტების ელექტროქურის მაგალითზე, რომელიც განხილული იყო 1.1. მაგალითში. ამისათვის დავიკავოთ მყიდველის პოზიცია, ე.ი. გავაკეთოთ პესიმისტური შეფასება, მხედველობაში ვიღებთ რა იმ გარემოებას, რომ სამრეწველო საკუთრების ობიექტი ტექნიკური სრულყოფის S=4-ის დროს უზრუნველყოფს წარმოებაში დანერგვისას დამატებით მოგებას საყარაულოდ 0,3 P_i-ს, მოგება უკვე გამოშვებულ ერთეულ პროდუქციას, ერთი წლის განმავლობაში შეადგენს P_i= 420 ლარს.

პროდუქციის გამოშვების ყოველწლიური მოცულობა $V_{pi}=V_{пср}=100$ წელიწადში პატენტი მოქმედებს მხოლოდ 1 წლის მანძილზე (n=20 და n=1). როცა მყიდველს შეფასება (31.13) ფორმულის თანახმად მიაღწევს (თუ გავითვალისწინებთ, რომ მოძველების კოეფიციენტების სიდიდე პატენტის მოქმედებით დარჩენილი 19 წლის მანძილზე ტოლია 9,025-ს.

V_{pn}=0,3 × 420 × 1000 × 9,025 =1 137 159 ლარი

ზემოთ აღნიშნულის მსგავსი მიდგომა შეიძლება გამოყენებული იქნას სასარგებლო მოდელზე პატენტის ღირებულების შეფასებისას. ასევე სამრეწველო ნიმუშის და ისეთი ობიექტების საავტორო უფლების შეფასებისას, როგორიცაა ელექტრონულ-გამომთვლელი მანქანების პროგრამები და მონაცემთა ბაზები.

თუკი ნოუ-ჰაუს განვიხილავთ ზემოთ ჩამოთვლილი სამრეწველო საკუთრების ნიმუშების მსგავსად, სწორედ მასზე გაწეული დანახარჯების და მათი (ნოუ-ჰაუს) გამოყენებით მიღებული მოგების პოზიციებიდან, მაშინ ზემოთმითითებული მეთოდიკა გამოყენება შეიძლება მოცემული სახის სამრეწველო საკუთრების ნიმუშის მიმართაც.

შემოთავაზებული მიდგომა შესაძლებელს გახდის მივიღოთ სამრეწველო საკუთრების ობიექტის ორმაგი შეფასება:

- **ოპტიმისტური**, რომელსაც პატენტის მფლობელი, როგორც გამყიდველი ღებულობს (ორგანიზაცია, რომელიც აწარმოებს ანგარიშსწორებას);
- **პესიმისტური**, რომელიც შეძლო გაეკეთებინა პატენტის მყიდველს.

ინტელექტუალური საკუთრების (C_{ip}) ღირებულების სიდიდის აღრიცხვისა და შეფასებისთვის ყველა ზემოთ მოტანილი შეფასება შეიძლება გასაშუალოედეს შემდეგი ფორმულის გამოყენებით:

$$C_{ipj} = \frac{3C_{ip}^{min} + 2C_{in}^{max}}{S} \qquad (31.14)$$

C_{ip}^{min} — ინტელექტუალური საკუთრების i-ური ობიექტის შეფასება მყიდველის პოზიციებიდან;

C_{in}^{max} — ინტელექტუალური საკუთრება i-ური ობიექტის შეფასება ორგანიზაციის მიერ მყიდველის პოზიციიდან.

ინტელექტუალური საკუთრების ყველა ობიექტებს ჯამური შეფასების გათვლა (31.14) ფორმულის გათვალისწინებით მიზანშეწონილია ვაწარმოოთ შემდეგი ფორმულით:

$$C_{ip} = \sum_{j=1}^{m} C_{ipj} \qquad (31.15)$$

m — ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების რაოდენობა, რომელიც ითვალისწინებს და ღებულობს C_{ipj}-ს ღირებულებით შეფასებას.

იმ შემთხვევაში, როცა ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტი დანერგილია წარმოებაში და მოაქვს შემოსავალი, ხოლო პროდუქციის წარმოების ტექნოლოგია მოცემული ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის გამოყენებით რეალურადაა დამუშავებული, მაშინ მისი ღირებულება აუცილებელია შეფასდეს პროდუქციის წარმოებაზე ლიცენზიების გაყიდვის შესაძლებლობების პოზიციებიდან მოცემული პატენტის (ანდა მოწმობის) საფუძველზე.

ამასთან, ლიცენზიის დადგენილი ღირებულება სალიცენზიო ხელშეკრულების დადების შემთხვევაში არის ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის ღირებულების დამატებითი ზრდა, რომელიც ითვალისწინებს შემოქმედებით ელემენტებს ახალი საქონლის (მომსახურების) დამუშავებას, ე.ი. ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების ღირებულების C^{H}_{ip} ახალ შეფასებას:

$$C^{H}_{ip} = C_{ip} + \Delta C_{ip} \qquad (31.16)$$

ΔC_{ip} — ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის ღირებულების ზრდა ინტელექტუალური შრომის დანახარჯების ხარჯზე ბაზარზე შექმნილი ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის გამოყენებით ახალი პროდუქციის დანერგვისას.

ლიცენზიებით ვაჭრობის საერთაშორისო პრაქტიკაში შედარებით ფართოდ გამოიყენება ლიცენზიის წინასწარი საანგარიშგებო ღირებულების შეფასების ორი ვარიანტი:

1) ლიცენზიანტის მოგების სიდიდის საფუძველზე;

2) როიალტის ბაზაზე.

ამ მიდგომების ანალიზისათვის მოხერხებულია გამოყენებული იქნას ანალიტიკური დამოკიდებულებები გათვლებისთვის პაუშალური გადახდებისას მიღებულ ლიცენზიებზე.

პირველ შემთხვევაში, როცა ლიცენზიის წინასწარი საანგარიშგებო ღრებულება განისაზღვრება ლიცენზიანტის მოგების სიდიდის საფუძველზე Пл, პირველ რიგში დგინდება ამ მოგების სიდიდე ფორმულით:

$$P_{L1} = P_{L1} \times V_L \times n, \qquad (31.17)$$

სადაც, P_{L1} — მოგება, რომელიც მიიღება ლიცენზიანტის მიერ ერთეულ გაყიდულ პროდუქციაზე:

V_L — პროდუქცის გამოშვების ყოველწლიური სიდიდე სალიცენზიო ხელშეკრულების პირობების შესაბამისად;

n — ხელშეკრულებაში დადგენილი ლიცენზიის გამოყენების ვადა (წელი).

ლიცენზიის წინასწარი საანგარიშგებო ღირებულება ($C_{ип}$) პაუშალური გადასახადების დროს განისაზღვრება ფორმულით:

$$C_{eL} = C_L \times P_L \qquad (31.18)$$

და 31.17 ფორმულის გათვალისწინებით

$$C_{eL} = C_L \times P_L \times V_L \qquad (31.19)$$

სადაც C_L — ლიცენზიანტის მოგებიდან გადარიცხვის კოეფიციენტია, ლიცენზიაზე პაუშალური გადახდების ხარჯზე, რომელმაც შეიძლება მიიღოს 1-ზე ნაკლები მნიშვნელობა.

ლიცენზიის საბაზრო ფასი განისაზღვრება C_L კოეფიციენტის მნიშვნელობის შეთანხმებისას დადებული ხელშეკრულების მიხედვით. ცხადია, ლიცენზიარი (პატენტის მფლობელი) ეცდება დააწესოს ამ კოეფიციენტის რაც შეიძლება მეტი მნიშვნელობა, მაშინ როცა ლიცენზიანტი (ლიცენზიის მყიდველი) პირიქით — ცდილობს დაადგინოს მისი მცირე მნიშვნელობა.

გადარიცხვის კოეფიციენტი C_L უნდა ითვალისწინებდეს ფაწარმოქმნაზე სხვადასხვა ფაქტორების წინააღმდეგობრივი ზემოქმედებას. ამასთან, ერთი ფაქტორის გაზრდა განსაზღვრავს C_L-ს გადიდებას, მათი წონადობის გაძლიერებით, ხოლო სხვების შემცირებას მათი გავლენის ხარისხის გაძლიერებით.

ამასთან დაკავშირებით მიზანშეწონილია ეს კოეფიციენტი წარმოდგენილი იქნეს როგორც გადარიცხვის კოეფიციენტი შემდეგი ფორმულითს სახით:

$$C_{L-}I_1 \times I_2 \qquad (31.20)$$

სადაც I_1 — მაჩვენებელი, რომელიც განსაზღვრავს ლიცენზირებული პროდუქციის ტექნიკურ სრულყოფას, მის კომერციულ მნიშვნელობას და ტექნოლოგიურ ათვისებას.

I_2 — ლიცენზირებული პროდუქციის ათვისებასა და რეალიზაციაში სირთულეების განმსაზღვრელი მაჩვენებელია.

მეორე მიდგომა ლიცენზიის წინასწარი საანგარიშგებო ღირებულების შეფასებას — ესაა შეფასება როიალტის ბაზაზე, რომელიც პაუშალური გადახდების გათვალისწინებით ემყარება შემდეგი ფორმულის გამოყენებას.

$$C_{eL}=R\,C\,V_L \times n \qquad (31.21)$$

სადაც R — არის როიალტი, ე.ი. ლიცენზიანტის ანაზღაურებიდან წილი რეალიზებული პროდუქციის სიდიდეზე. V_L მოცულობით. იგი დათქმულია სალიცენზიო ხელშეკრულებაში, ლიცენზირებული პროდუქციის გამოშვებას n წლის განმავლობაში, რომლებიც ასევე დადგენილია იგივე ხელშეკრულებით.

მეორე მხრივ არსებული რეკომენდაციების თანახმად,[1] როიალტი განისაზღვრება ფორმულით:

$$R = V \times \frac{\Delta P}{C} \qquad (31.22.)$$

სადაც ΔP— დამატებითი მოგება ლიცენზიის გამოყენებით დამზადებული და რეალიზებული პროდუქციის ერთეულიდან;

C— ლიცენზირებული პროდუქტის სარეალიზაციო ფასი.

V — კოეფიციენტი, რომელიც გვიჩვენებს ლიცენზიარის მიერ დამატებული მოგებიდან გადახდილი თანხას, რომელსაც ღებულობს ლიცენზიანტი.

დამატებითი მოგება, რომელიც მიიღება პროდუქციის ერთეულზე, იქმნება პროდუქციის ტექნიკური სრულყოფის ხარჯზე და გაითვლება ფორმულით:

$$\Delta P=\delta_{te} \times P_{L1} \qquad (31.23.)$$

სადაც δ_{te} — პროდუქციის ტექნიკური სრულყოფის მაჩვენებელია, რომელიც არის S ხარისხის ტექნიკური სრულყოფის ფუნქცია.

P_{L1} — მოგება, რომელიც მიიღება ლიცენზიანტის მიერ ლიცენზირებული პროდუქციის ყოველ გაყიდულ ერთეულზე.

ტექნიკური სრულყოფის მაჩვენებელი $\delta_{TC}=\delta(S)$ ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის ტექნიკური სრულყოფის ხარისხის S = 4 — მნიშვნელობის შემთხვევაში იმყოფება 0,2-დან 0,6-მდე ფარგლებში, ე.ი. δ_{TC}-ს ასეთი მნიშვნელობა შეესაბამება შემთხვევას, როცა ლიცენზირებულ პროდუქციაში რეალიზებულია „კარგი" გამოგონება (სასარგებლო მოდელი, სამრეწველო ნიმუში). ეს უკანასკნელი დამახასიათებელია სალიცენზიო გარიგებებისათვის.

31.23 ფორმულის გათვალისწინებით როიალტი გაითვლება როგორც:

$$R = V \times \frac{\delta_{te} - P_{L1}}{V} \qquad (31.24.)$$

ხოლო ფორმულა 31.21 გარდაიქმნება ასეთნაირად:

$$C_{eL}= V \times \delta_{te} \times P_{L1} \times V_L \times n \qquad (31.25.)$$

[1] **Бромберг Г. В.** Порядок учета и рекомендации по стоимосной оценке объектов интелектуальной собственности - М.: Роспамент. 2008.

თუ ერთიმეორეს შევუდარებთ 31.25 და 31.19 ფორმულებს და გავითვალისწინებთ, რომ 31.20 ფორმულის გამოყენებით $I_L=I_1\times I_2$ შეიძლება ვიგულისხმობთ, რომ

$$I_1=\delta_{ie}, \qquad (31.26)$$

$$I_2=V \qquad (31.27)$$

მართლაც, როგორც δ_{ie}, ასევე I_1 განისაზღვრება ტექნიკური სრულყოფით, ე.ი. პროდუქციის მაღალი ხარისხით და ამასთან შესაბამისად, მისი მაღალი სამომხმარებლო თვისებებით.

ლიცენზირებული პროდუქციის განხორციელებისა და ათვისების პროცესში სირთულეების ამსახველი B_2 მაჩვენებელი, შინაარსით შეესაბამება ლიცენზიაზე გაცემული მოგების დამატებით მოგების D კოეფიციენტს. ამასთან D-ს მნიშვნელობა მით უფრო მცირეა, რაც უფრო მეტია ლიცენზიანტის მიერ წარმოების სრულყოფასა და საბაზრო ნიშნების ათვისებაზე გადარიცხული დამატებითი მოგების ნაწილი.

პრაქტიკიდან ცნობილია, რომ ლიცენზიის დასაბუთებული ფასის განსაზღვრისას D-ს მნიშვნელობას აღგენენ 0,1-დან 0,3-მდე ფარგლებში. შესაბამისად, B_2-ის მნიშვნელობა მიზანშეწონილია დადგინდეს იგივე ფარგლებში.

შედარებით თავისებური სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ტექნიკური სრულყოფის δ_{TC} მაჩვენებლის მნიშვნელობა იცვლება 0,2-დან 0,6 ფარგლებში. აღნიშნული ობიექტების წარმოების პროცესში მიზანშეწონილია მოხდეს ლიცენზიის ყიდვა და შეესაბამებოდეს ტექნიკური სრულყოფის ხარისხს — S=4. თუ შემოვიღებთ r_e ლიცენზირებული პროდუქციის რეალიზაციის ეფექტიანობის მაჩვენებელს, რომელიც განისაზღვრება ფორმულით:

$$r_e=\frac{P_{L1}}{V} \qquad (31.28.)$$

სადაც P_{L1} — ლიცენზირებული პროდუქციის ერთეულის რეალიზაციიდან ლიცენზიანტის მიერ ხელმისაწვდომი და ცნობილი ბაზრის ნიშის პირობებში მიღებული მოგებაა;

V — ამ ბაზარზე პროდუქციის ერთეულის ფასი, მაშინ 31.25 ფორმულა შემდეგ სახეს მიიღებს:

$$C_{eL}=r_e\times\delta_{ie}\times V\times V_1\times V_L\times n \qquad (31.29)$$

(31.29) და (31.21) ფორმულების შედარებისას მივდიეართ დასკვნამდე, რომ

$$R=r_e\times\delta_{ie}\times V, \qquad (31.30)$$

ე.ი. როიალტი განისაზღვრება ლიცენზირებული პროდუქტის რეალიზაციის ეფექტიანობით, მისი ტექნიკური სრულყოფით, ლიცენზიის მიხედვით დასაშვებელი პროდუქციის ათვისებასა და განხორციელებაში არსებული სირთულეების ხასიათით.

მიღებული თანაფარდობა ლიცენზიანტსა და ლიცენზიარს საშუალებას აძლევს შეთანხმდნენ არა მარტო ლიცენზიის R გასაყიდ ფასზე (რომელიც, თავის მხრივ, ფაქტორთა სიმრავლეზეა დამოკიდებული), — არამედ კონკრეტულ — r_e, δ_{TC} და V მნიშვნელობაზე. ეს უკანასკნელები უკვე კონკრეტული მახასიათებლებით შეიძლება განისაზღვროს. ამ მაჩვენებლების მნიშვნელობები შემდეგ საზღვრებშია მოთავსებული:

$0,1 \le V \le 0,3 \quad 0,3 \le \delta_{TC} \le 0,6 \quad 0,4 \le r_e \le 0,9$

(1.30) ფორმულის მეშვეობით შესაძლებელს R-ს განსაზღვრა ხდის ასევე გამარტივდეს გადახდების შეფასებები როიალტის ბაზაზე. აქ გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$C_{Lr}=\delta_{ic}\times V\sum_{i=1}^{n}C_{id}\times r_{eij}\times V_{ij}\times C_{ij} \qquad (31.31)$$

სადაც: C_{ij}, V_{ij} — შესაბამისად ლიცენზირებული პროდუქციის გამოშვების ფასი და სიდიდე

ხელშეკრულების მოქმედების i-ურ წელს გათვლებისა და ანგარიშსწორების i-ურ ეტაპზე:

r_{eij} — ლიცენზირებული საქონლის რეალიზაციის ეფექტიანობის მაჩვენებელი ბაზარზე:

δ_{re}, V — შესაბამისად ლიცენზირების ხელშეკრულების დადებისას კომპრომისის შედეგად დადგენილი პროდუქციის ტექნიკური სრულყოფის მაჩვენებელი და ამ პროდუქციის ათვისებისა და რეალიზაციისას შექმნილი სირთულეების განმსაზღვრელი მაჩვენებელი;

C_{di} — დისკონტირების კოეფიციენტი, რომელიც გაითვლება ფორმულით:

$$C_{di} = \frac{1}{\left(1+\frac{a}{100}\right)^{i}} \qquad (31.32)$$

სადაც, a — პროცენტი საკრედიტო ოპერაციების მიხედვით ლიცენზიარისგან აღებული კომერციული ბანკისაგან;

n — ვადა, რომლის ფარგლებში ძალაშია სალიცენზიო ხელშეკრულება:

m_i — გადახდების ეტაპების რაოდენობა ხელშეკრულების მოქმედების 2 წელს.

კომბინირებული გადახდების შემთხვევაში, როცა ნაწილობრივ ხორციელდება პაუშალური გადახდები, ხოლო შემდგომში გადახდები ხორციელდება როიალტის ბაზაზე, C_L გადახდების სიდიდე უნდა განისაზღვროს ფორმულებით.

$$C_{ec} = \alpha C_{eL} + \beta C_{Ls} \qquad (31.33)$$

$$\alpha + \beta = 1,0; \quad \alpha \geq 0; \quad \beta \geq 0 \qquad (31.34)$$

$$C_{ec} = \alpha r_e \times V \times C \times C_L \times n + \beta \delta_{ic} \times V \sum_{i=1}^{n} Q_{di} \sum_{j=1}^{imi} r_{eij} \times V_{ij} \times C_{ij} \qquad (31.35)$$

სადაც α და β — სალიცენზიო ხელშეკრულებაში დათქმული გადახდების წილი შესაბამისად პაუშალური გადახდების როიალტის ბაზაზე გადასახდელების სახით.

ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტის შეფასებისას, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ლიცენზიის ღირებულების გათვლა 31.16 ფორმულის საფუძველზე, მიზანშეწონილია გამოყენებული იქნას ლიცენზიების ღირებულების შეფასების მაჩვენებელი C_{eL}, რომელიც მიიღება (31.29)-(31.30) ფორმულების მიხედვით, ე.ი.

$$\Delta V_{ip} = C_{eL} \qquad (31.36.)$$

თანაც იგულისხმება, რომ კომპრომისი ლიცენზიის მყიდველთან შეიძლება მიღწეული იქნას ორმხრივი რისკების გაშუალების გზით.

მაგალითი 31.4. პატენტის მფლობელმა, საყოფაცხოვრებო ელექტროღუმელზე, რომელშიც გამათბობელის სახით გამოყენებულია ნათურა, გადაწყო წარმოება ღუმელების სერიულ წარმოებაზე და ახორციელებს პატენტის ღირებულების გადაფასებას.

მარკეტინგულმა გამოკვლევებმა გვიჩვენეს, რომ მოთხოვნა ახალ ელექტროღუმელზე მნიშვნელოვნად დიდია, ვიდრე მოცემული საწარმოს წარმოების მაქსიმალურად შესაძლებელი სიდიდე. მიზანშეწონილი იქნებოდა ელექტროღუმელების რეალიზაციის სიდიდე გაგვეზარდა V_n = 5000 ერთეულამდე წელიწადში. ასეთი მაღალი მოთხოვნა პროგნოზირდება მომდევნო 10 წელიწადში 800 ლარი ფასით ერთეულ პროდუქციაზე.

მიზანშეწონილია სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ბაზარზე გასვლა ელექტროღუმელების წარმოების ჰალოგენური გამათბობელი ელემენტების გამოყენების ლიცენზიის გაყიდვის წინადადებით და ლიცენზიის ღირებულების შეფასებას, ასევე პატენტის ღირებულების შესაბამის ზრდას.

31.36 ფორმულის შესაბამისად პატენტის ღირებულებისა ზრდა ტოლია C_{eL} — სიდიდეს — ლიცენ-

ზიის ღირებულება პაუშალური გადახდების გამოყენების პირობებში, რომელიც განსაზღვრულია ფორმულით 31.29. 31.30 ფორმულის გათვალისწინებით ეს ფორმულა შეიძლება ჩაიწეროს ასეთი სახით:

$$C_{eL}=R\times C\times V_L\times n. \qquad (31.37)$$

მარკეტინგული კვლევების შესაბამისად C=800 ლარს, V_n=5000 ცალი წელიწადში. n=10 წელს ელექტროხელსაწყოებისთვის როიალტის მნიშვნელობა ინტელექტუალური საკუთრების მსოფლიო ბაზარზე შეადგენს 0,05-ს, ამიტომ

$$C_{eL} = 0,05\times 800\times 5000\times 10=200\ 000 \text{ ლარს}$$

შესაბამისად, პატენტის ახალი ღირებულება ლიცენზიის გაყიდვის შემდეგ გაიზრდება 2 მლნ ლარამდე, იგივე თანხით გაიზრდება ორგანიზაციის არამატერიალური აქტივების ღირებულება.

31.2 მაგალითში მოყვანილი მონაცემების მიხედვით აქციების პაკეტის ღირებულება შეადგენს C_{op1}=15158 94 მლნ. მან, ლიცენზიის გაყიდვის და არამატერიალური აქტივების ღირებულების გადიდების შემდეგ ორგანიზაციის ახალი ღირებულება შეადგენს:

$$P_{co2}=15\ 158,94+2,0=15160,\ 94 \text{ მლნ. ლარი.}$$

კაპიტალის ხარისხის კოეფიციენტის ახალი მნიშვნელობა, რომელიც განისაზღვრება 31.3 ფორმულით, რამდენადმე გაიზრდება და შეადგენს Q_{c2} = 1 404.

ინტელექტუალური პოტენციალის დონის შეფასება უფრო მაღალი იქნება 31.2 მაგალითში მოტანილ შეფასებასთან შედარებით:

J_{n2}= 1,404.1783,25 = 2503,7 მლნ. ლარი.

რაც 1,7 მლნ ლარით მეტია, ვიდრე J_n შეფასება, რომელიც მიღებულია აქციების ღირებულების გაზრდის შემდეგ (31.2 მაგალითი).

31.2.3. მარკეტინგული აქტივების საბაზრო ღირებულება

მარკეტინგული აქტივების ღირებულება ფასდება როგორც ცალკეული შემადგენლების ღირებულებების ჯამი (ნახ. 31.15). მათ მიეკუთვნება: **ფირმის იმიჯი, კლიენტურის ბაზა, პროდუქტიული კონტაქტები ერთნულ ინოვაციურ სისტემასთან, ეფექტიანი საერთაშორისო კავშირები.**

კლიენტურის ბაზის შექმნისა და მუდმივი გაფართოებისათვის, კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოშვების გარდა, ინოვაციური პროდუქციისადმი აუცილებელ სამომხმარებლო თვისებებთან ერთად, აუცილებელია ხარჯების გაწევა შემდეგ ღონისძიებებზე: ნამდვილი მოქმედი რეკლამის ორგანიზაცია; დილერული გარემოს გაფართოება და ათვისება; ცვალებადი მოთხოვნების კარგად ამსახველი აღრიცხვა (მარკეტინგული კვლევა); ურთიერთობა აქტიურ მხარდამჭერებთან — ფირმის პროპაგანდისტებთან, მათი წახალისება ფასიანი საჩუქრებით.

ყოველივე ამაზე აუცილებელია დამატებითი დანახარჯები, რომლებიც გათვალისწინებული უნდა იქნას კლიენტურის ბაზის ღირებულების შეფასებისას (C_{zs}).

ანალოგიურად გათვალისწინებული უნდა იქნას დანახარჯები კავშირების დამყარებასა და შენარჩუნებაზე ქვეყნის შიგნით (C_{ch}) და უცხოელ ორგანიზაციებთან (C_{zo}), განსაკურებით ინვესტორებთან და კრედიტორებთან. ბუღალტრული აღრიცხვის შესაბამისად ასეთი შეფასებები შეიძლება გაკეთდეს ყოველგვარი გართულების გარეშე, როგორც შესაბამისი ხარჯების უბრალო დაჯამება.

მარკეტინგული აქტივების შეფასებაში განსაკუთრებულ ადგილს იჭერს ორგანიზაციის იმიჯის ღირებულების შეფასება.

ზოგიერთი სპეციალისტი მიიჩნევს,[1] რომ ფირმის იმიჯი უნდა შეფასდეს მისი სავაჭრო მარკის საბაზრო ღირებულებით, მაგრამ მეორე მხრივ, სავაჭრო მარკის ღირებულება გათვალისწინებული უნდა იქნას ინტელექტუალური საკუთრების ღირებულებაში, რამდენადაც საფირმო დასახელებები, სასაქონლო ნიშნები (მომსახურების ნიშნები), საქონლის წარმოშობის ადგილის დასახელებები სამრეწველო საკუთრების ობიექტებია.

სხვა წყაროებში შემოთავაზებულია ორგანიზაციის საქმიანი რეპუტაცია „შეფასდეს ხარჯებით, რაც დაკავშირებულია იურიდიული პირის ფორმირებასთან, ანუ მონაწილეთა (დამფუძნებელთა) წესლით საწესდებო კაპიტალში, დანახარჯებით კონსულტანტების მომსახურებაზე, სარეკლამო ღონისძიებებზე, დამფუძნებელი დოკუმენტების მოშზადებაზე, სარეგისტრაციო და სხვა მოსაკრებლებით".[2]

ორგანიზაციის საქმიანი რეპუტაციის (იმიჯის) ღირებულების შეფასებისადმი ასეთი მიდგომა C_{gw}. შესაძლებელს ხდის თავიდან იქნას აცილებული ისეთი პრობლემების გადაჭრა, როგორიცაა სავაჭრო მარკის საბაზრო ღირებულების გათვალისწინება, სახელდობრ კი, თუ მისი რა წილი მონაწილეობს იმიჯის შეფასებაში, ხოლო რა წილი — ინტელექტუალური საკუთრების ღირებულების შეფასებაში.

ამრიგად, ბუღალტრულ დოკუმენტებში გათვალისწინებული დანახარჯებით შეიძლება შეფასებულ იქნას ორგანიზაციის მარკეტინგული აქტივები შემდეგი ფორმულით:

$$C_{mR}=C_{GC}+C_{CR}+C_{FC}+C_{CB}, \qquad (31.38)$$

სადაც, C_{GC} — დანახარჯები ორგანიზაციის იმიჯის მიღწევასა და შენარჩუნებაზე;

C_{CR} — დანახარჯები კავშირების შექმნასა და შენარჩუნებაზე ეროვნული საინოვაციო სისტემის შიგნით;

C_{FC} — დანახარჯები საერთაშორისო ორგანიზაციებთან კავშირების შექმნასა და შენარჩუნებაზე და ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.

C_{CB} — ორგანიზაციის კლიენტურის ბაზის შექმნასა და გაფართოებაზე გაწეული ხარჯები.

31.3 ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის სამართლებრივი დაცვა

ნებისმიერი სიახლე, რომელიც რეალიზებულია ინოვაციური პროცესში, არის კონკურენტული პირის ან კოლექტიეის შემოქმედებითი პროცესის შედეგი. სწორედ ისინი არიან ამ სიახლის ავტორები. მათი უფლებების დაცვის მდგომარეობა და ხარისხი გამოიხატება შემოქმედებითი ძალებით შექმნილ პროდუქციაზე საკუთრების ალიარებით; აგრეთვე, მატერიალური საკუთრების განკარგვით ცივილიზებულ ქვეყნებში საავტორო უფლებების და ინტელექტუალური საკუთრების დაცვა ხდება კანონებით. ამასთან ინტელექტუალური საკუთრების უკანონო გამოყენება, წინასწარი განზრახვით, შემთხვევით, საქმეში ჩაუხედავობის გამო, მკაცრად ისჯება კანონით ძალით.

ასე მაგალითად, 1986 წელს კომპანია Polariod-მა სასამართლოში უჩივლა კომპანია Eastman Kodak-ს, რომელმაც ჩამოაყალიბა ქარხანა ფოტოაპარატებისა და მომენტალური ფოტოგრაფიისათვის მასალების საწარმოებლად. იურისტების აზრით კომპანია Polariod-ის უფლება დაირღვა კომპანიის კუთვნილი საპატენტო უფლებასთან მიმართებაში. სასამართლომ დააკმაყოფილა კომპანია Polariod-ის სარჩელი ფირმა Eastman Kodak-ს მიმართ და დაკეტა ამ უკანასკნელის ქარხანა, გაათავისუფლა რამდენიმე ათასი მუშაკი და პოლაროიდის სასარგებლოდ გადახდილი იქნა 900 მლნ. დოლარი ზარალის აღდგენის მიზნით.

---

[1] **Брукинг Энни**. Интеллектуальный капитал. СПб Питер. 2001.გვ. 121.

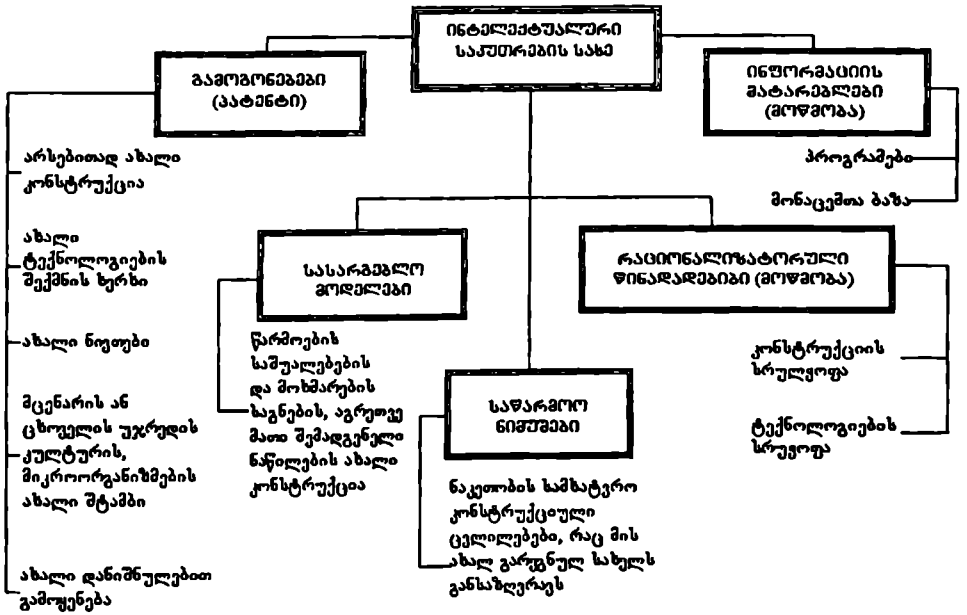
[2] **А. С. Паламарчук**. Правовые основы нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности. Справочник экономиста. № 2. 2003.გვ. 34.

ინტელექტუალური საკუთრების უფლებების დარღვეევებთან დაკავშირებული დიდი სკანდალის მეორე მაგალითი თავიანთი ავტომობილებისათვის უფრო სრულყოფილი შიგაწვის ძრავების შექმნის მცდელობისათვის კომპანია Daumler Chrysler AG-მ დაარღვია პატენტი სამ-დგუშიანი ძრავების შესახებ. პატენტი მიღებული იქნა კომპანია FAT-ის მიერ 1992 წელს. როცა პირველი ფირმის წინაშე დადგა საფრთხე უკვე გაყიდული 360 ათასი ავტომობილის განადგურებასთან დაკავშირებით, ასევე FAT-ის წინაშე ზარალის დაფარვის ხარჯები, დაიწყო მოლაპარაკებები მხარეებს შორის. საჭირო გახდა გამოსაელის ძიება შექმნილი სიტუაციიდან, რათა საქმე არ მოხვედრილიყო სასამართლოში.

ინტელექტუალური საკუთრების სფეროში კანონმდებლობა ითვალისწინებს უფლების გადაცემას ინტელექტუალური პროდუქტის გამოყენებაზე ხელშეკრულების მიხედვით, შეიცავს სამართლებრივ მექანიზმებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ პროდუქტებისდაცვასარასანქცირებულიგამოყენებისაგან, ეს არსებითი საკითხია, რამდენადაც ამ პროდუქტისათვის დამახასიათებელია განსაკუთრებული ბუნება: მისი გამოყენებისათვის აუცილებელი არაა ფლობდე მას ფიზიკურად და იგი არ ექვემდებარება ფიზიკურ ამორტიზაციას (შესაძლებელია მხოლოდ მორალური ცვეთა, მოძველება).

საავტორო უფლებებს და საკუთრების მფლობელების უფლებების დაცვისათვის მისი ექსკლუზიურ გამოყენებაზე კანონით გათვალისწინებულია სამართლებრივი დოკუმენტები. დამცველი დოკუმენტების სახით გამოგონებაზე, სასარგებლო მოდელზე, და სამრეწველო ნიმუშზე ყველა ქვეყნის საპატენტო უწყება გასცემს პატენტებს, ხოლო სელექციურ მიღწევებზე — მოწმობებს.

ინტელექტუალური საკუთრების სახეები, რომლებიც დაცულია პატენტებით და მოწმობებით, 31.7. ნახაზზეა მოტანილი.



ნახ. 31.7. ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტები, რომლებიც დაცულია პატენტებით და საავტორო მოწმობებით

გამომგონებლებზე შესაბამისი ორგანოს მერ გაცემულ დოკუმენტს, რომელიც ადასტურებს პატენტის მფლობელის განსაკუთრებულ უფლებას გამოგონებაზე პატენტი ეწოდება.

საპატენტო კანონში სიტყვა „პატენტის მფლობელი". განსაზღვრავს, რომ პატენტის მფლობელები შეიძლება იყვნენ:

სამრეწველო საკუთრების ობიექტების ავტორი (ავტორები);

ფიზიკური და (ან) იურიდიული პირები (მათი თანხმობის შემთხვევაში), რომლებიც აღიარებულნი არიან ავტორებად ან მათ სამართალმემკვიდრეებად საპატენტო განაცხადში ანდა განცხადებაში.

დამქირავებელი იმ შემთხვევაში, რაც გათვალისწინებულია ქვეყნის საპატენტო კანონის მეორე პარაგრაფის 8-ე მუხლით.

პატენტის მოქმედების ვადა პატენტზე შეადგენს 20 წელს მისი რეგისტრაციის მომენტიდან შესაბამის ორგანოში. პატენტი სასარგებლო მოდელზე ძალაში რეგისტრაციის მომენტიდან 8 წლის მანძილზე, პატენტი სამრეწველო ნიმუშზე მოქმედებს 15 წლის განმავლობაში.

ანალოგიური დოკუმენტები ფორმდება მეორე ჯგუფის სამრეწველო საკუთრების ობიექტებზე — იურიდიული პირების საიდენტიფიკაციო საშუალებებზე.

საავტორო უფლებათა კანონის დაცვა

საავტორო უფლებათა კანონის დაცვა სამრეწველო საკუთრების ობიექტებზე საშუალებას აძლევს პატენტებისა და საავტორო მოწმობების მფლობელებს (რომლებიც სარგებლობენ განსაკუთრებული უფლებით სამრეწველო საკუთრების ობიექტებზე) გაყიდონ ეს უფლებები, დაუთმონ ისინი მთლიანად ახალ მფლობელებს. ანდა გაყიდონ სამრეწველო საკუთრების ობიექტის გამოყენებაზე უფლება ლიცენზიით. ამასთან, საპატენტო ლიცენზიის ცნების ქვეშ მოიაზრება ნებართვა, რომელიც გაიცემა სპეციალური სახელმწიფო ორგანოს მიერ კანონით გათვალისწინებული ხელმოწერით, დაპატენტებული გამოგონების გამოყენებით. ლიცენზია ფორმდება ასევე სამრეწველო ნიმუშის და სასარგებლო მოდელი გამოყენებაზე. მიღებული ლიცენზიები დაკავშირებულია ხელშეკრულების საუალდებულო გაფორმებასთან ორ მხარეს — სამრეწველო საკუთრების ობიექტების მფლობელებს და მის გამოყენებაზე უფლების მყიდველს შორის.

სალიცენზიო ხელშეკრულება ჰქვია ხელშეკრულებას, რომლის მიხედვითაც პატენტის მფლობელი (ლიცენზიარი) აძლევს უფლებას სამრეწველო საკუთრების დაპატენტებული ობიექტის გამოყენებაზე, ხოლო პირი, რომელსაც გადაცემული აქვს ეს უფლება (ლიცენზიანტი), ვალდებულებას კისრულობს გადაუხადოს ლიცენზიარს ხელშეკრულებით გათვალისწინებული გადახდები. ხელშეკრულების მიხედვით განსაკუთრებული ლიცენზიები ლიცენზიანტს ანიჭებს განსაკუთრებულ უფლებას გამოიყენოს სამრეწველო საკუთრების ობიექტი ხელშეკრულებაში დათქმული პირობების შესაბამისად. ამავე დროს ლიცენზიარს უნარჩუნდება უფლება მის გამოყენებაზე იმ ნაწილში, რაც არ გადაეცა ლიცენზიანტს. არაგანსაკუთრებული ლიცენზიების შემთხვევაში ლიცენზიარი, რომელიც უფლებას გადასცემს ლიცენზიანტს სამრეწველო საკუთრების ობიექტის სარგებლობის შესახებ, ინარჩუნებს ყველა უფლებას, რაც დადასტურებულია პატენტით. მათ შორის ლიცენზიის მესამე პირისათვის გადაცემის უფლებას.[1]

მსოფლიო პრაქტიკის შესაბამისად, კანონები პატენტის შესახებ ითვალისწინებს საპატენტო მონოპოლიიდან სამრეწველო საკუთრების ობიექტებს გარიცხვის შესაძლებლობებს. არ ითვლება განსაკუთრებული უფლების დარღვევად სამრეწველო საკუთრების ობიექტებთან მიმართებაში შემდეგი ქმედებები:

1) დაპატენტებული ობიექტის გამოყენება საზღვაო და სამდინარო გემებზე, ანდა საჰაერო, კოსმოსური და საჰაერო გადაადგილების სხვა საშუალებების მიმართ, როცა ისინი დროებით ან შემთხვევით იმყოფებიან სხვა ქვეყნების ტერიტორიაზე;

[1]Коментарии к законодательству об охране интеллектуальной собственности. М.: Фонд "Правовая культура" 1997.

2) დაპატენტებულ ობიექტებზე სამეცნიერო კვლევების ანდა ექსპერიმენტის ჩატარება;

3) აფთიაქებში წამლების ერთჯერადი დამზადება ექიმის რეცეპტის მიხედვით;

4) პატენტის გამოყენება საგანგებო სიტუაციებში;

5) პატენტის გამოყენება პირადი მიზნებისთვის შემოსაელის მიღების გარეშე;

6) სამრეწველო საკუთრების ობიექტების გამოყენება „უფლების ამოწურვის წესის" შესაბამისად; თუკი დაპატენტებული ობიექტი წარმოებულია და გაყიდულია ან გამოყენებულია არადანიშნულებით, ამოწურა თავისი რესურსი, ანდა მესამე პირს უფლება აქვს მისი ხელახლა გაყიდვისა. ან გასცეს არენდით ანდა გააქირაოს, შეიტანოს რაიმე ცვლილებები ანდა ცვლილების გარეშე — ყოველივე ეს ითვლება ბრუნვის გაგრძელებად;

7) ავტორისაგან დამოუკიდებლად გამოგონების იგივური გადაწყვეტილების შექმნა;

8) სახელმწიფოს მიერ იძულებითი ლიცენზირება პატენტის მფლობელის ნებართვის გარეშე მისთვის სათანადო გადახდის, კომპენსირებით (ასეთი პრაქტიკა დასაშვებია თავდაცვის, სახელმწიფო უშიშროების, ჯანდაცვის სფეროში).

ინტელექტუალური საკუთრების შემდეგი ორი ჯგუფი — **საავტორო უფლების ობიექტები და ნოუ-ჰაუ** (ნახ. 31.8) სუსტადაა დაცული არასანქცირებული გამოყენებისაგან. ამასთან საავტორო უფლების ობიექტებს შორის პირველი ორი ქვეჯგუფი (1 და 2 ბლოკი) დაცულია კანონით პლაგიატობისაგან, ხოლო საავტორო უფლების ობიექტის ორი მომდევნო ქვეჯგუფი (ბლოკი 3 და 4) დაცულია მოწმობის სახით ოფიციალური რეგისტრაციის შესახებ, რომლებიც იცავენ მათ არასანქცირებული კოპირებისაგან, ლიცენზირების გარეშე გაყიდვისა და ასლების გამოყენებისაგან.

მართალია, კანონი იცავს საავტორო უფლების ობიექტებს ამ სახეობას მიტაცებითი გამოყენებისაგან. მაგრამ სახელმწიფო სამართალდამცავი ორგანოები თანამედროვე პირობებში ვერ უზრუნველყოფენ მათ სათანადო დაცვას.

პრაქტიკულად არასანქცირებული გამოყენებისაგან დაუცველია გამოუქვეყნებელი და ოფიციალურად დაურეგისტრირებელი ახალი ტექნიკური გადაწყვეტილებები. ფირმის ცალკეული საქმიანობის სფეროებში სრულყოფილი იდეები, საბაზრო მექანიზმების განვითარების ახალი მიმართულებები და ა.შ. ყველა ეს ფირმები ცდილობენ საიდუმლოდ შეინახონ ყოველივე კონკურენტებისაგან. რათა უზრუნველყონ უპირატესობები მომხმარებელთა შენარჩუნების თვალსაზრისით. ასეთი საფირმო საიდუმლობებს კანონმდებლობის მიხედვით უწოდებენ ნოუ-ჰაუს, ხოლო ქვეყნის სამოქალაქო კოდექსის თანახმად მას უწოდებენ სამსახურებრივ და კომერციულ საიდუმლოს.

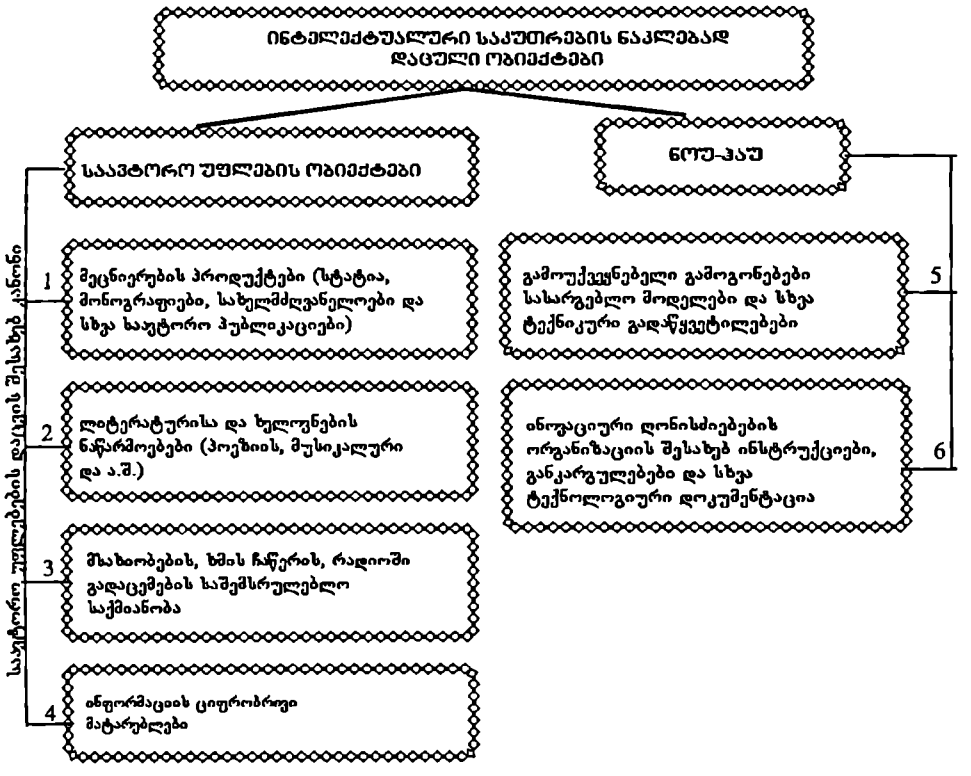
ამასთან, ნოუ-ჰაუს ქვეშ მოიაზრება კონფიდენციალური ინფორმაცია, რომელსაც გააჩნია ნამდვილი ან პოტენციური კომერციული ღირებულება, რამდენადაც:

- მის შესახებ არ იცის მესამე პირმა;
- მასზე ხელი თავისუფლად არ მიუწვდება არავის კანონის საფუძველზე;
- ინფორმაციის მფლობელი ატარებს ღონისძიებებს მისი კონფიდენციალობის დასაცავად.

გონიერი საინფორმაციო პოლიტიკის შემთხვევაში ფირმა ყოველთვის მკაცრად იცავს თავის საიდუმლო ინფორმაციას, რათა გააძლიეროს ინტერესი მისი ინტელექტუალური საკუთრების გასაიდუმლოებული ნაწილისადმი. ცნობები სხვადასხვა ტექნიკური გადაწყვეტილებების შესახებ, ეკონომიკური ან სხვა სახის ეფექტის მომტანი ორგანიზაციული სიახლეების შესახებ, ასევე საპროგრამო დოკუმენტების შესახებ, — ქვეყნდება სამეცნიერო შრომების კრებულებში, მონოგრაფიებში, დამხმარე სახელმძღვანელოებში, სარეკლამო პროსპექტებში და ა.შ. ოღონდ გამოქვეყნებული მასალებიდან შეუძლებელია მიღებული იქნას საჭირო ინფორმაცია ტექნიკური და ორგანიზაციული გადაწყვეტილებების პრაქტიკული რეალიზაციისთვის კონკურენტ ფირმებში; ამასთან ნოუ-ჰაუს მფლობელი ფირმა კარგ რეკლამას იღებს თავისი ინტელექტუალური საკუთრებისათვის.

ნოუ-ჰაუ არ ექვემდებარება რეგისტრაციას, იგი დაცულია გახმაურების აკრძალვის გზით იმ

პირების მიმართ, რომელთაც ძოცემულ ინფორმაციაზე სამსახურებრივი წესით მიუწვდება ხელი.



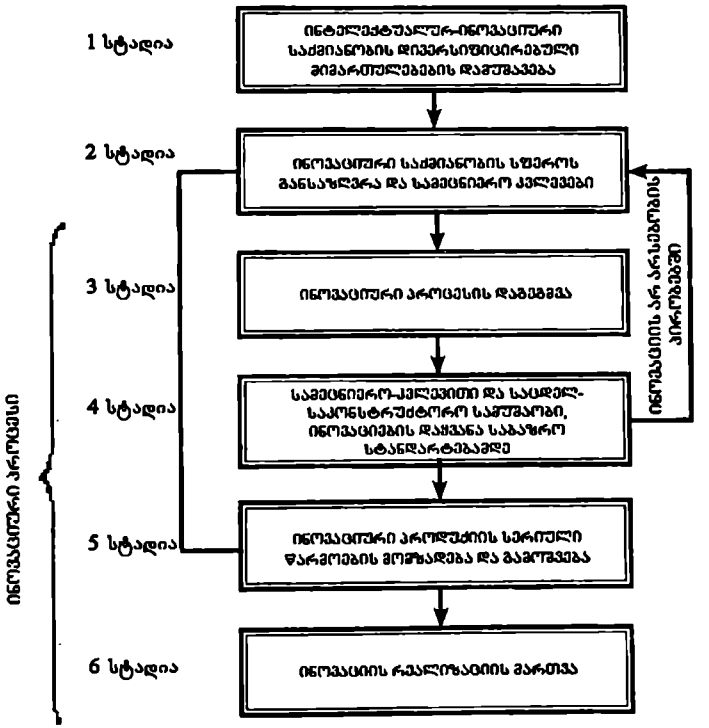
ნახ. 31.8. ინტელექტუალური საკუთრების სუსტად დაცული ობიექტები

ნოუ-ჰაუს გადაცემის სამართლებრივი ფორმაა კომერციული, ტექნიკური ანდა სხვა სამსახურებრივი ინფორმაციის გადაცემის შესახებ ხელშეკრულება. ასე რომ, ისევე როგორც საკუთრების სხვა სახეობა, ნოუ-ჰაუც შეიძლება რეალიზებული იქნას ხელშეკრულების დადების გზით გასაიდუმლოებული ინფორმაციით დაინტერესებულ მხარესთან ანდა პირთან. ფირმა, რომელიც იძენს ნოუ-ჰაუს, ყოველთვის მიდის განსაზღვრულ რისკზე მიიღოს ე.წ. „კატა ტომარაში", რამდენადაც ნოუ-ჰაუს მფლობელი ხელშეკრულების დადებამდე არ გასცემს მყიდველისთვის საჭირო ინფორმაციას სხვაზე. ხელშეკრულებაში შეიძლება დათქმული იქნას გამყიდველი ფირმის ვალდებულება გადაცემული ნოუ-ჰაუს დანერგვაზე დახმარების აღმოჩენის თვალსაზრისით. აგრეთვე შესაძენ ინტელექტუალურ საკუთრებაზე შეთანხმება ანგარიშსწორების ფორმების გამოყენების შესახებ.

ოცდამეთორმეტე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა

32.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა. როგორც ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის და განხორციელების უწყვეტი პროცესი

ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნა, ყოველმხრივი განახლება და რეალიზაცია მატერიალურ და ინტელექტუალურ პროდუქციაში ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში, სადაც ერთმანეთთან ორგანულადაა დაკავშირებული და ურთიერთგანპირობებული შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესები. ამასთან, ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა წარმოადგენს თანმიმდევრულ-პარალელურად მიმდინარე ერთგვარი ციკლების უწყვეტ ჯაჭვს. ყოველი ციკლი მოიცავს შემოქმედებით და ინოვაციურ პროცესებს და ციკლის შემოქმედებით უბანზე შექმნილი ინტელექტუალური საკუთრება ნაწილობრივ ანდა მთლიანად რეალიზდება ინოვაციური პროცესის ყოველ დასრულებულ ციკლში. ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლები სასურველია განხილული იქნას ექვს შემადგენელი თანმიმდევრულად რეალიზებადი სტადიის სახით, რომელიც მოცემულია ნახ. 32.1.-ზე.



ნახ. 32.1. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სტადიები

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სტადიები

ყოველი ციკლი იწყება ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური **საქმიანობის განვითარების დივერსიფიკაციური მიმართულებების შემუშავებით ანდა დაზუსტებით** (სტადია 1). რაც შესაძლებელს ხდის დაზუსტდეს მეცნიერული კვლევების მიმართულებები ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის ცალკეული სფეროების **მიხედვით** (**სტადია 2**). ამის შემდეგ ინოვაციური საქმიანობის სფერო შეესაბამება მეორე სტადიაზე მიღებულ კონკრეტულ ტექნიკური გადაწყვეტილებების დასრულებულ ციკლს, რომელიც განსაზღვრავს არა მარტო მომავალი ინოვაციური პროდუქტის სახეს, არამედ, მის თავისებურებებს განმასხვავებელ ნიშნებს, სიახლეს და ამასთან დაკავშირებულ ახალ თვისებებს.

ტექნიკური გადაწყვეტა პროდუქციის განვითარების მიღებულ მიმართულებაში, რომელიც იწარმოება ორგანიზაციაში, არის ძირითადი წინაპირობა ინოვაციური პროცესის დაწყებისათვის, ამიტომ **ციკლის მესამე სტადიიდან იწყება მისი დაგეგმვა**. ამ სტადიაზე განისაზღვრება ახალი პროდუქციის წარმოების მიზანშეწონილობა, მომავალი საწარმოო პროცესის ეფექტიანობა, მისი გამოსყიდვა, ზუსტდება დანახარჯების ყველა სახეები, რაც საჭიროა ციკლის მომდევნო სტადიების ინვესტიციური გაანგარიშების სიდიდის დასაბუთებისთვის.

ციკლის მეოთხე სტადია ვითარდება შემუშავებული გეგმების შესაბამისად და მოიცავს **სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებს** ახალი პროდუქციის შესაქმნელად, მისი წარმოების ტექნოლოგიის შესამუშავებლად, ინოვაციის დასაყენებლად საბაზრო ნიმუშამდე. იმ შემთხვევაში, როცა არ არის საკმარისი ოდენობის ინვესტიციები ამ სამუშაოების ჩასატარებლად, ადგილი აქვს ციკლის მეორე სტადიისადმი დაბრუნებას — ახალი ინოვაციური იდეებისა და ტექნიკური გადაწყვეტილებების ძიებასა და კვლევას, რომლებიც განსაზღვრავენ უფრო სრულყოფილი პროდუქციის შექმნას, რომლებიც უფრო მიმზიდველი იქნება ინვესტორებისათვის.

როცა ორგანიზაციას გააჩნია საჭირო ოდენობის საკუთარი სახსრები ანდა საჭირო ოდენობის ინვესტიციების მოდინების წყაროები, ციკლის მეოთხე სტადიაზე პროდუქცია დაიყვანება საბაზრო ნიმუშამდე, რაც შესაძლებელს ხდის გადავიდეთ მის სერიულ წარმოებაზე. სერიულ წარმოებაში გაშვება განსაზღვრავს საკუთარი ინოვაციური პროცესის დაწყებას, ახალი პროდუქციის გამოშვების და გასაღების თვალსაზრისით და მოიცავს შემდეგ ეტაპებს: **დანერგვა, ზრდა, ზრდის შენელება, დაცემა.**

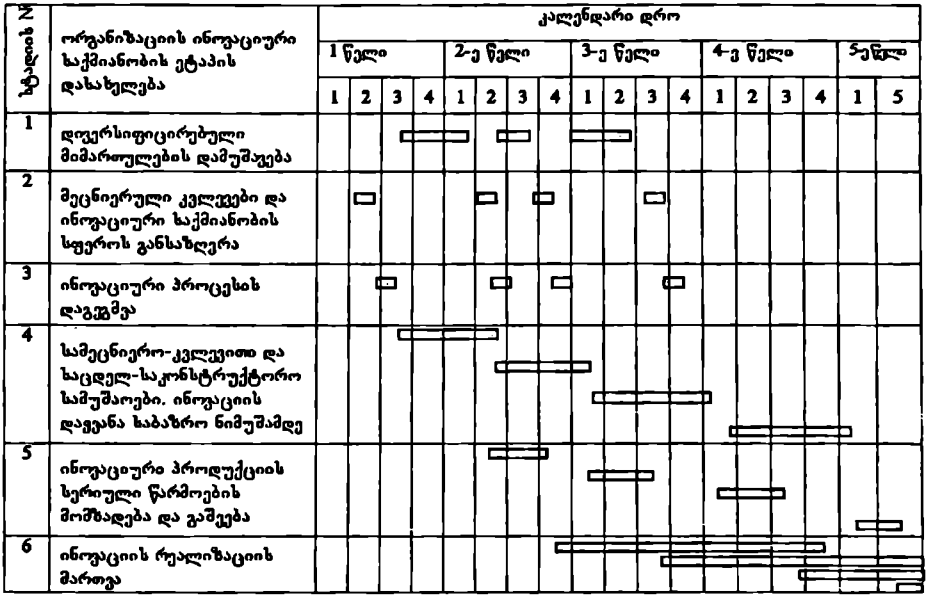
ყოველივე ეს მიმდინარეობს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის **მეხუთე და მეექვსე სტადიებზე**.

სხვადასხვა ციკლებში თავისი შინაარსით ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ყოველი ერთეული სტადია არაერთგვაროვანია, ხანგრძლივობისა და შესრულებული სამუშაოების მოცულობის მიხედვით. განსაკუთრებით ეს ეხება 1 და 2 და 4-ე სტადიებს, რომლებშიც დიდია ორგანიზაციის კოლექტივის შემოქმედებითი საქმიანობის როლი. ასევე არსებობს განსაზღვრული შემთხვევითობა პერსპექტიული ინოვაციური იდეის არსებობის მიმართ და მის ტექნიკურ გადაწყვეტად გარდაქმნის რეალური პროდუქციის შექმნის თვალსაზრისით.

ციკლის მეექვსე სტადია, რომლის დროსაც **ხორციელდება ინოვაციის რეალიზაციის მართვა,** ადგილი აქვს ინოვაციური პროდუქციის შექმნას, რომელიც შეიძლება ხანგრძლივად გაგრძელდეს მაშინ, როცა ხდება ახალი პროდუქციის ხარისხის არსებითად ნახტომისებური ზრდა, ასევე კონკურენტების წარმატებით წინ გასწრება შემუშავებული ტექნოლოგიების მიხედვით. ეს პროცესი ასევე შეიძლება აღმოჩნდეს ხანმოკლე, თუკი პროდუქციის განვითარება შერჩეული დივერსიფიცირებული მიმართულებით ხორციელდება სწრაფი ტემპებით და ბაზარზე გამოდის მსგავსი, მაგრამ უფრო ხარისხიანი პროდუქცია, რომელსაც კონკურენტები აწარმოებენ. ოღონდ როგორც პირველ, ისე მეორე შემთხვევაში ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის სიტუაციების განვითარება ეფექტიანად ფუნქციონირებად ორგანიზაციაში არ წყდება. ინოვაციის წარმატებული რეალიზაციის და ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის 6-ე სტადიის ხანგრძლივად მიმდინარეობის

პერიოდში ადგილი აქვს მხოლოდ აქცენტის გადატანას შემდეგი კვლევების მიმართულებების ძიებაზე. თანაც ამ დროს დიდია ორგანიზაციის განვითარების კონგლომერანტულ დივერსიფიკაციულ მიმართულებებზე გადასვლის ალბათობა.

ნათელ წარმოდგენას ინოვაციურ-ინოვაციური საქმიანობის თანმიმდევრულ-პარალელურად მიმდინარე ციკლების უწყვეტობაზე შეგვიქმნის მათი დროში რეალიზაციის სქემა, რომელიც წარმოდგენილია სამუშაოების ლენტურ-გეგმა-გრაფიკის სახით (ნახ. 32.2):



ნახ. 32.2. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სტადიების დროში განხორციელების სქემა დროის მიხედვით

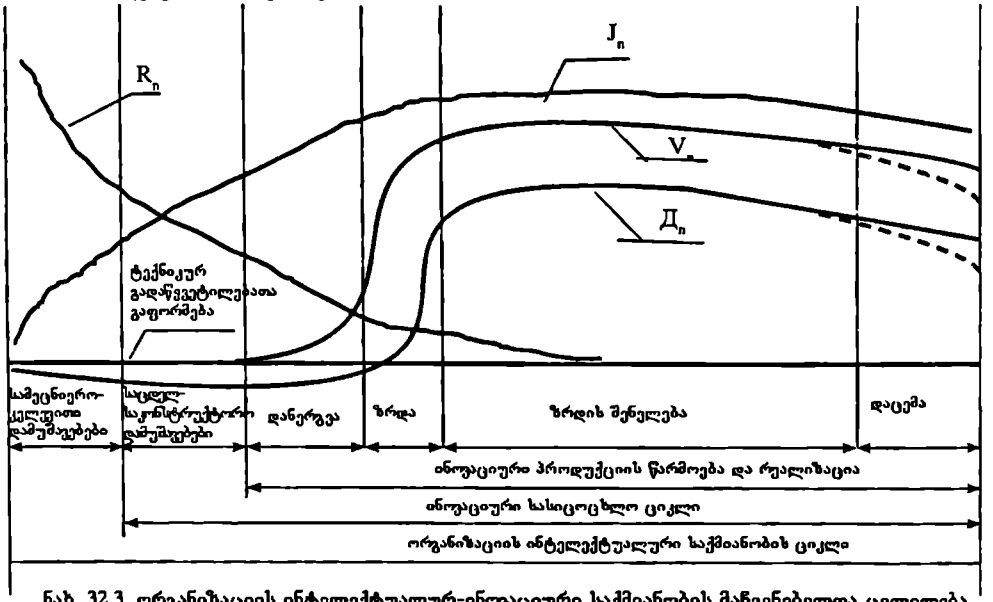
მაგრამ ისე არ უნდა გავიგოთ, რომ სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოები და კვლევები ორგანიზაციის განვითარების პერსპექტივების განსაზღვრა წყდება რაღაც დროით, ახალი ციკლის დაწყების მოლოდინით. როგორც ამის ვარაუდი შეიძლება ვიქონიოთ ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების ციკლების განხილვისას 32. 2 სქემის მიხედვით. კვლევითი სამუშაოები უწყვეტია და ურთიერთგანმაპირობებელი მიღებული შედეგებით როგორც სტადიიდან სტადიამდე, ასევე ციკლიდან ციკლამდე. კვლევების გამოცდილება, რომელიც გროვდება ერთ ციკლში, გამოიყენება ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მომდევნო ციკლებში. ამის გარდა, ადგილი აქვს ინოვაციური პროცესის ყველა სტადიის — 3, 4, 5, 6-ის მეცნიერულად წარმართვა. სწორედ ამაში მდგომარეობს ინოვაციური და შემოქმედებითი პროცესების ორგანული კავშირის არსი და ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის თანმიმდევრული პარალელური უწყვეტობის არსი.

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მნიშვნელოვანი მაჩვენებლების ცვლილებების დინამიკა, რომელიმე ციკლში განსაზღვრავს მისი მიმდინარეობის ეფექტიანობას, ასევე ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის, გადიდებისა და რეალიზაციის წარმატებას.

ამ მაჩვენებლების ცვლილებების ხასიათის ილუსტრაციისათვის ტიპიურ ციკლში მიღებული იქნა მიდგომა, რომელიც გულისხმობს ინოვაციური პროცესის მაჩვენებელთა ცვლილებას აღწერილ დინამიკას და რომელიც გადმოცემული აქვთ ვ.ნ. გუნინს და ვ.პ. ბარანოვს.[1] ნახ. 32.3-ზე წარმოდგენილია ცვლილებები, რომლებსაც ადგილი ჰქონდა ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლების მსვლელობისას შემდეგი მაჩვენებლების მიხედვით.

- Dn — შემოსავალი, რომელიც მიიღება ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის ციკლში რეალიზაციიდან.
- Jn — ინტელექტუალური პოტენციალი, რომელიც შეიქმნა ციკლის შემოქმედებით პროცესებში;
- Vn — ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების ოდენობა, რომელიც განსაზღვრავს მთლიანად ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის რეალიზაციის ხარისხს;

  Rn — რისკის დონე, რომელიც ახასიათებს ფინანსური დანაკარგების და ინვესტიციების პრობლემურობის საფრთხეს.



ნახ. 32.3. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მაჩვენებელთა ცვლილება

ამ მაჩვენებელთა ცვლილების დინამიკისათვის დამახასიათებელია ინტელექტუალური პოტენციალის არსებითი ზრდა ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის დასაწყისში, ხოლო შემოსავლების ზრდა ამ პოტენციალის რეალიზაციიდან ხდება ციკლის ნ-ე სტადიის დაგვიანებით ინოვაციური პროდუქციის გამოშვებისა და გასაღების ოდენობის გადიდების გამო, რომლის შექმნაზეც გამოიყენება ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალი.

უნდა აღინიშნოს, რომ ინოვაციის სასიცოცხლო ციკლი იწყება იმ მომენტიდან, როცა ინოვაციური იდეა, რომელიც შემუშავებულია სამეცნიერო კვლევების სტადიაზე, გადაიქცევა ტექნიკურ გადაწყვეტად. სწორედ ამ დროს ჟალიბდება და განვითარებას იწყებს ინოვაცია, რომელიც წინა სტადიებზე არ

[1] Гунин. В. Н. Баранов В. П. и др. Управление инпвацями. Модульная програма для менеджеров. М.: ИНФА. 1999.

არსებობდა. ამ მომენტს ადგილი აქვს მეორე ციკლის დასასრულსა და მესამე ციკლის დასაწყისში, როცა ინვესტორების რისკები (R_n) ჯერ კიდევ საკმაოდ მაღალია, მაგრამ უკვე არის შესაძლებლობა განხორციელდეს ტექნიკურ-ეკონომიკური დაგეგმვა. დასაბუთდეს ახალი პროდუქციის დამუშავების და წარმოებაში დანერგვის დაფინანსების ეფექტიანობა, რამდენადაც უკვე განსაზღვრულია ინოვაციის სახე. როგორც წესი, რისკების შემცირება და ინვესტორების ნდობის ამაღლება განაპირობებს პატენტის მიღებას შემუშავებული ტექნიკურ გადაწყვეტაზე და კარგად დამუშავებული ინოვაციის რეალიზაციის ბიზნეს-გეგმა ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის დაწყებასთან ერთად რისკის დონე მცირდება ნულამდე (ბაზარზე წარმატებული საქონლის ვაჭრობის ინვესტირება პრაქტიკულად ურისკო საქმეა).

ეფექტიანად ფუნქციონირებადი ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლები სრულდება პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის დაცემის დაწყებამდე, რაც უზრუნველყოფს ინტელექტუალური კაპიტალის განუწყვეტელ განახლებას ციკლიდან ციკლამდე ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის შემცირების გარეშე.

32.2. ᲘᲜᲢᲔᲚᲔᲥᲢᲣᲐᲚᲣᲠᲘ ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘᲡ ᲑᲠᲣᲜᲕᲐ ᲘᲜᲢᲔᲚᲔᲥᲢᲣᲐᲚᲣᲠ–ᲘᲜᲝᲕᲐᲪᲘᲣᲠᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲪᲘᲙᲚᲔᲑᲨᲘ

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ყოველი ციკლი მოიცავს ინტელექტუალური კაპიტალის გარდაქმნის ყველა ვარიანტს, რაც ნაჩვენებია 31.16. ნახაზზე ოცდამეთერთმეტე თავში:

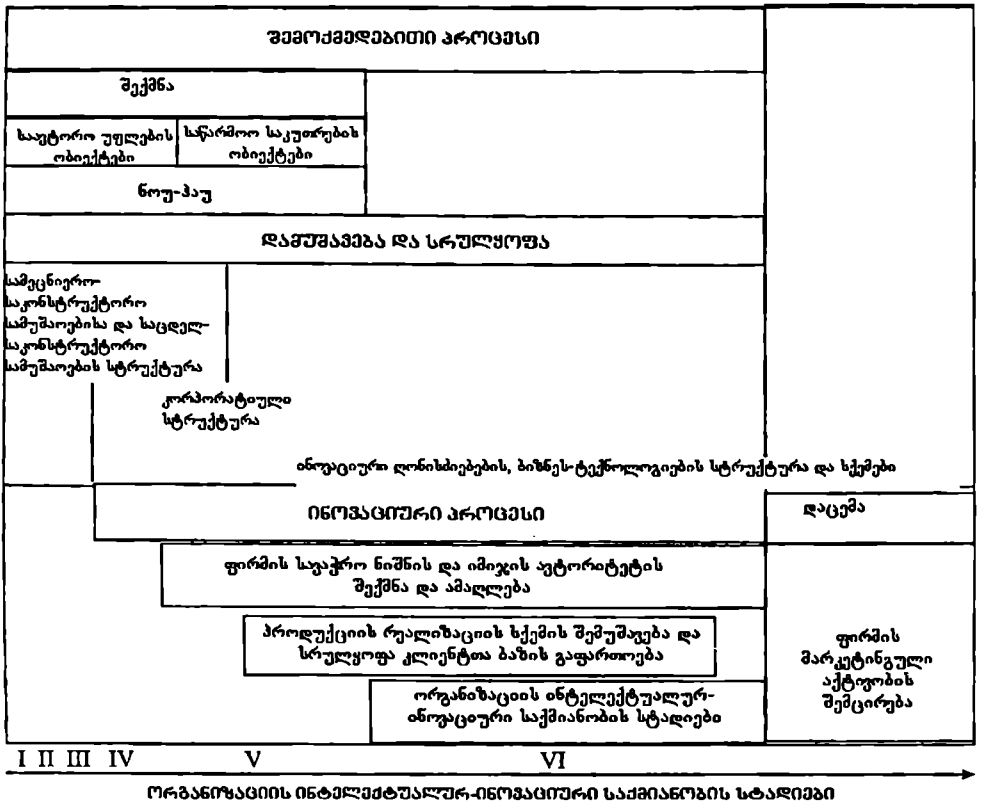
- ინტელექტუალური პროდუქციის შექმნა ციკლის 1 და 2-ე სტადიებზე ადამიანური აქტივების და ორგანიზაციის სტრუქტურული კაპიტალის საფუძველზე;
  ინტელექტუალური პროდუქციის გამოყენება ციკლის 4-ე, 5-ე და 6-ე სტადიებზე ინოვაციური პროდუქციის შექმნისას;
- შემოსავლის მიღება ინტელექტუალური და ინოვაციური პროდუქციის რეალიზაციიდან ძირითადად, ციკლის 6-ე სტადიაზე;
- შემოსავლების ნაწილის და ორგანიზაციის მზარდი იმიჯის გამოყენება ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდებისათვის ციკლის საბოლოო სტადიაზე და ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მომდევნო ციკლზე გადასვლისათვის.

ამასთან ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდება ხდება როგორც საკადრო კაპიტალის გაძლიერების გზით, ასევე მარკეტინგული აქტივების გადიდების გზით. ცალკეულ შემთხვევაში შეიძლება ადგილი ჰქონდეს საავტორო უფლების ობიექტების და სამრეწველო საკუთრების ობიექტების შეძენას, რაც ზრდის ორგანიზაციის მთლიან ინტელექტუალურ აქტივებს.

სქემატურად ინტელექტუალური კაპიტალის გარდაქმნა საწარმოს ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის ყველა სტადიაზე წარმოდგენილია ნახ. 32.4-ზე, პარალელურად მიმდინარე შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესის ფონზე.

32.4 ნახაზიდან ჩანს, რომ ინტელექტუალური საკუთრების შექმნა (საავტორო უფლების ობიექტები, სამრეწველო საკუთრების ობიექტები, ნოუ-ჰაუ) მიმდინარეობს ციკლის 1,2 და 4-ე სტადიებზე, შემოქმედებით პროცესში, რომელიც გრძელდება ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციული საქმიანობის მთელი ციკლის განმავლობაში. შემოქმედებით პროცესში ინტელექტუალური კაპიტალი ასევე იზრდება საკადრო კაპიტალის სტრუქტურული აქტივების ხარჯზე: მაღლდება კორპორატიული კულტურის დონე, სრულყოფილი ხდება თანამშრომელთა ურთიერთზემოქმედება შემოქმედებითი

საკითხების გადაწყვეტაში, მუშაედება სამეცნიერო-კელეეითი სამუშაოების და საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავებების ორგანიზაციული სტრუქტურები, ხორციელდება ინოვაციური ღონისძიებების რეალიზაციის ახალი სქემების და ბიზნესის ახალი ტექნოლოგიების ძიება.



ნახ. 32.4. ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის სქემა ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლში

შექმნილი ინტელექტუალური საკუთრების წარმატებული განხორციელება და გამოყენება ინოვაციურ პროცესში შესაძლებელს ხდის გაიზარდოს მთლიანად ორგანიზაციის საეაჭრო მარკის აეტორიტეტი და იმიჯი, რაც უზრუნველყოფს მარკეტინგული აქტიეების ზრდას, რაც ავსებს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ კაპიტალს.

ინტელექტუალური კაპიტალის ზრდის პროცესი ეითარდება ანალოგიურად ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ყოველ ციკლში.

32.3. ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის რეალიზაციის ალგორითმი

32.3.1. ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმართულებების შემუშავება

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის პირველი სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი მოცებულია ნახ. 32.5. ამ სტადიაზე ხორციელდება ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმართულებების შერჩევა და კვლევითი სამუშაოები შესაბამისად იწყება ორგანიზაციის პოდუქციის დივერსიფიკაციის მიმართულებების დასაბუთებით ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის (ბლოკი 1) მომდევნო ციკლში. კვლევები ემყარება სამი ვარიანტის ანალიზს:

- პროდუქციის ასორტიმენტის გაფართოება ანალოგიური ნიმუშების ხარჯზე, რომელიც სრულყოფილი უნდა გახდეს ახალ ციკლში (კონცენტრაციული დივერსიფიკაცია) — **ბლოკი 2.**
  წარმოებული პროდუქციის ასორტიმენტის შეცვლა ნაკეთობათა ახალი სახეებით, რომლებიც ტექნოლოგურად ენათესავება უკვე წარმოებულ პროდუქციას. (ჰორიზონტალური დივერსიფიკაცია) — **ბლოკი 3.**
  პროდუქციის ახალი სახის შემუშავება, რომელიც არსებითად განსხვავდება ტრადიციულისაგან, რომელიც იწარმოებოდა წინა ციკლებში. ეს გულისხმობს საქმიანობის ახალ სფეროში შეღწევას და ბაზრის ახალ ნიშებს (კონგლომერაციული დივერსიფიკაცია), **ბლოკი 4.**

დივერსიფიკაციის ვარიანტის შერჩევა დამოკიდებულია მრავალ ფაქტორზე და პირველ რიგში განისაზღვრება ორგანიზაციის წარმატებებითა და ჩავარდნებით ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მომდევნო ციკლებში, ასევე ფინანსური შესაძლებლობებით და ორგანიზაცის ინტელექტუალური პოტენციალის დონით.

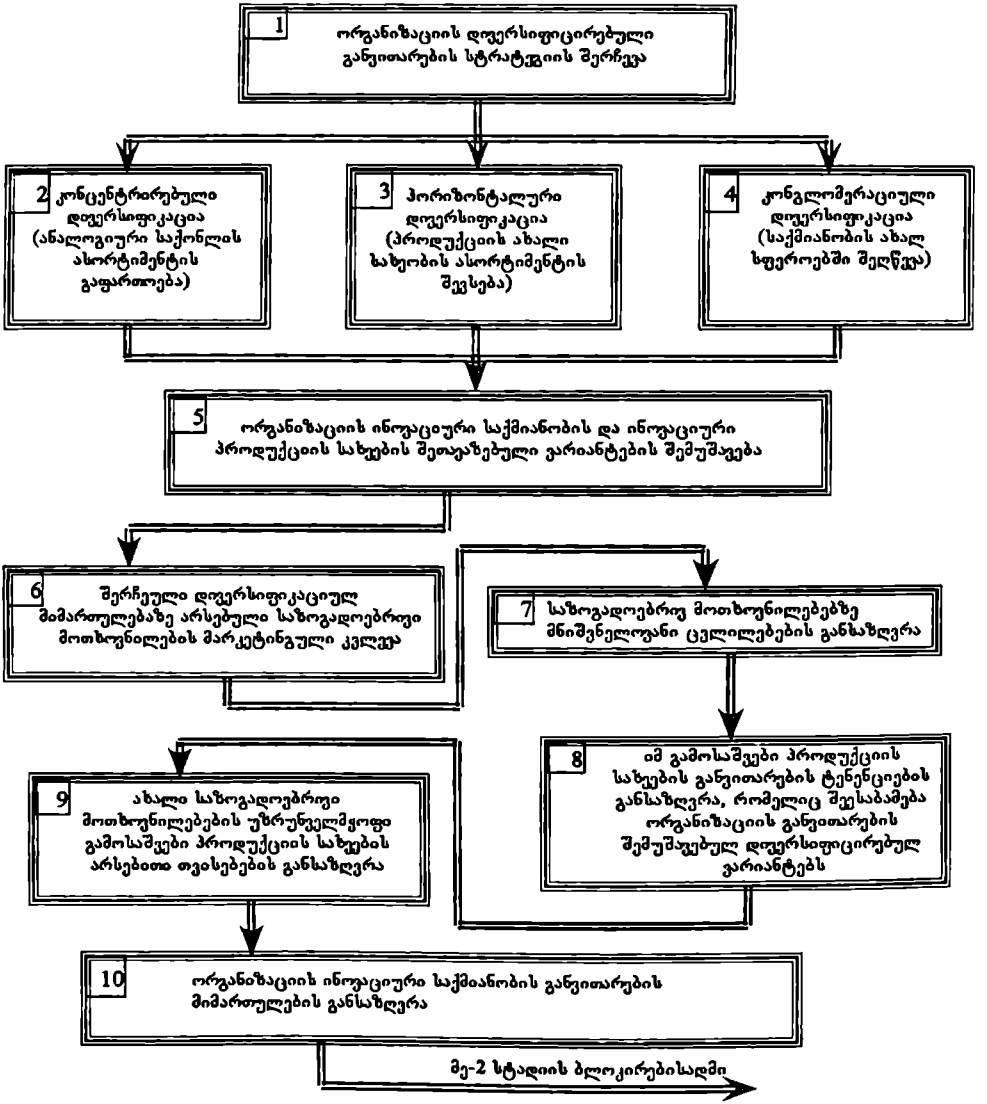
ორგანიზაციის დივერსიფიცირებული განვითარების შერჩეული ვარიანტი განსაზღვრავს კვლევების მიმართულებებს ინოვაციური პროდუქციის სახის შემდგომი განსაზღვრის პირობებში, რომელიც გამოშვებული უნდა იქნას ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მოცემულ ციკლში **(ბლოკი 5).** მხოლოდ კვლევების ამ დონეზე დაშვებული სრული განსაზღვრულობა გარკვეული სახის გამოსაშვებ პროდუქციასთან მიმართებაში, შესაძლებელს ხდის ჩატარდეს საზოგადოებრივი მოთხოვნების მარკეტინგული კვლევები ორგანიზაციის მიერ გამოშვებული პროდუქციის დივერსიფიკაციის შერჩეული მიმართულებით **(ბლოკი 6).**

მარკეტინგული კვლევების შედეგად ვლინდება საზოგადოებრივი მოთხოვნების მნიშვნელოვანი ცვლილებები **(ბლოკი 7),** რომლებიც პროდუქციის კონკრეტული სახეობისათვის საერთოდ გამოიხატება მომხმარებელთა სურვილში შეიძინოს უფრო მაღალი ხარისხის პროდუქცია მათთვის ხელმისაწვდომ ფარგლებში.

შემდგომი საბიჯი ჩატარებულ კვლევებში არის პროდუქციის სახეების განვითარება, ტენდენციების პროგნოზირება შერჩეული დივერსიფიკაციული მიმართულებებით **(ბლოკი 8)** და იმ არხებით, თვისებების განსაზღვრა **(ბლოკი 9),** რომელიც აკმაყოფილებს საზოგადოებივ მოთხოვნილებას მოცემული სახის პროდუქციის ხარისხის ამაღლებაზე. ბუნებრივია, რომ ამ თვისებების განსაზღვრა არის პროდუქციის განვითარების ტენდენციის პროგნოზირების შედეგი. ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმათულების შერჩევა **(ბლოკი 10)** ხორციელდება პროდუქციის განვითარების ტენდენციის პროგნოზის საფუძველზე, და მისი ისეთი თვისებების შერჩევა, რომლებიც სავარაუდოდ უზრუნველყოფილი იქნას ახალ პროდუქციაში ანდა არსებითად სრულყოფილი იქნას მსგავსი თვისებები გამოშვებულ პროდუქციაში, გაუმჯობესდეს მისი ხარისხი.

ასე რომ, ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის განვითარების მიმართულებების შერჩევა

მდგომარეობს იმ პროდუქციის სახის განსაზღვრაში, რომლის გამოშვება უნდა მოხდეს საწყისი შკალით და იმ არსებითი თვისებების ჩამონათვალის გამოელენაში, რომელიც ამ პროდუქციას უნდა ახასიათებდეს, რაითა უზრუნველყოფილი იქნას ამ პროდუქციაზე მაღალი მოითხოვნა და შესაბამისი შემოსაელები ციკლის ბოლო სტადიაზე.



ნახ. 32.5. საწარმოს ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის 1 სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი

32.3.2. სამეცნიერო კვლევები და ინოვაციური საქმიანობის სფეროს განსაზღვრა

სამეცნიერო-კვლევები ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის სფეროს განსაზღვრის მიმართულებით შეადგენენ ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის მეორე სტადიის შინაარსს. ალგორითმი, ამ სტადიაზე სამუშაოების თანმიმდევრობისა და ლოგიკის განმსაზღვრელი ალგორითმი წარმოდგენილია 32.6 ნახაზზე.

ცალილებების განსაზღვრისათვის საზოგადოებრივ მოთხოვნებში სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის შედგენაში, ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში უნდა განხორციელდეს საპატენტო ძიება: ინფორმაციის შეკრება, დამუშავება და ანალიზი, ბაზრის შესაბამის ნიშნებსა და სამეცნიერო კვლევებისა და ტექნიკური შემოქმედების სფეროში (**ბლოკი 11**). ამ კვლევების შედეგად მიღებული ინფორმაციის ხარისხიანად ჩატარებული დამუშავება უზრუნველყოფს ინოვაციური იდეების უფრო წარმატებული ძიების ინოვაციური საქმიანობის შერჩეული სფეროს რეალიზაციაში (**ბლოკი 12**), რაც არის შემოქმედებითი პროცესის მნიშნელოვანი შემადგენელი ელემენტი. ყოველ ორგანიზაციაში და ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სხვადასხვა ციკლებში ერთსა და იმავე ორგანიზაციაში წარმატებული ინოვაციური იდეის ძიებისა და გამოვლენის პროცესი მიმდინარეობს საეციფიკურად და ვერ თავსდება სტანდარტული ალგორითმის ჩარჩოებში. მხოლოდ საერთო ყველა შემთხვევაში არის ინოვაციური შემოქმედების ბაზა — შეგროვილი ინფორმაცია საზოგადოებრივ მოთხოვნებზე, სამეცნიერო ტექნიკური პროგრესის და ფუნდამენტური მეცნიერების მიღწევებზე. ინფორმაციის შეგროვებისა და დამუშავების ფორმებისა და მეთოდების შერჩევა, ასევე მისი გამოყენების მეთოდიკა განისაზღვრება ორგანიზაციის საქმიანობის სპეციფიკით, შექმნილი ტენდენციებით, ორგანიზაციის სპეციალისტების კოლექტივი კორპორატიული კულტურით.

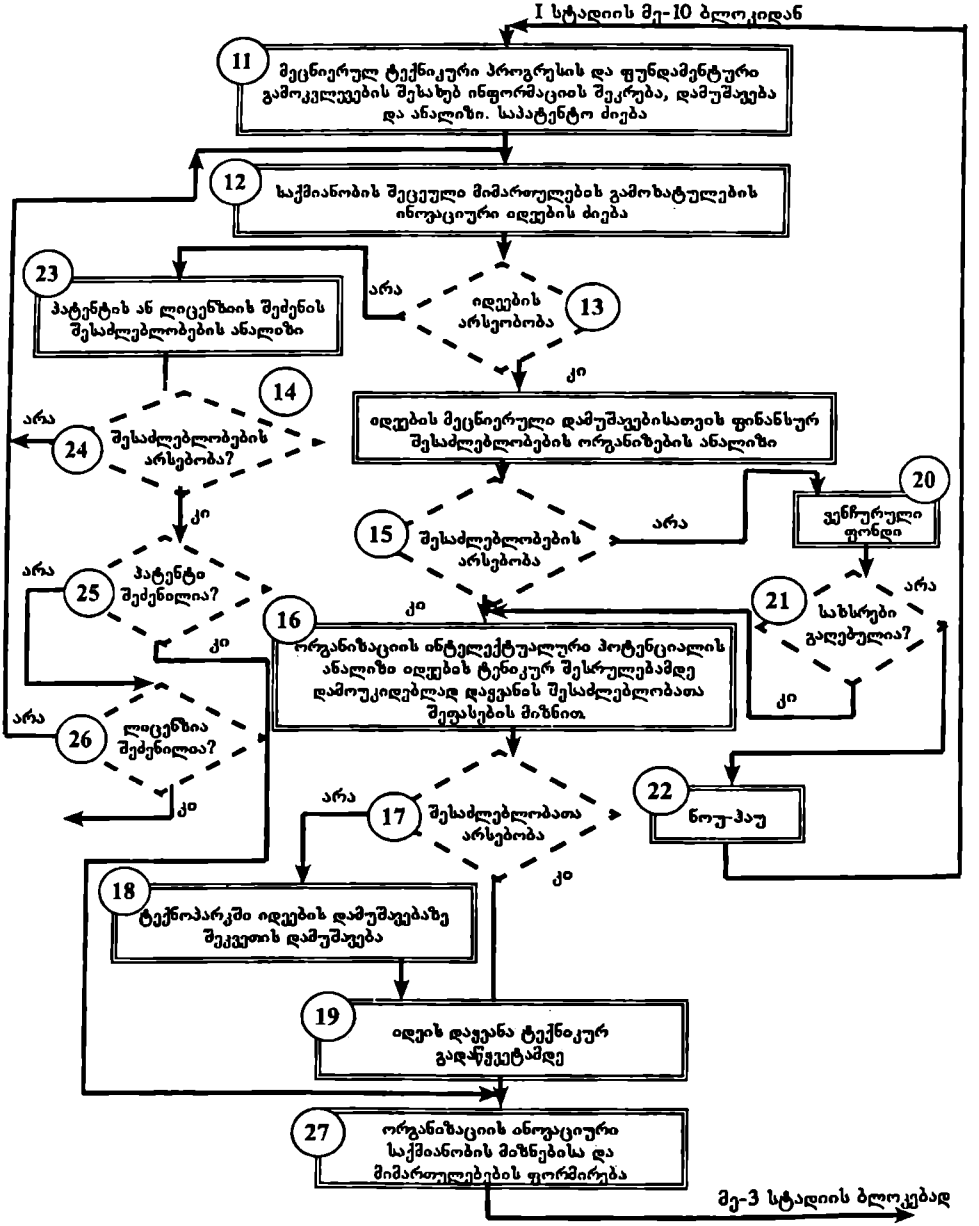
მაგალითად, კორპორაცია რუანში შექმნილია „ბიბლიოთეკა“, რომელშიც შეგროვილია კონკურენტებისა და მთელი მსოფლიოს შესაძლო პარტნიორების მიერ წარმოებული კატალოგები და პროდუქციის ნიმუშები.

13 ალგორითმის ლოგიკური ბლოკი (ნახ. 32.6) განსაზღვრავს ამ სტადიაზე ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების ორ შესაძლო გზას: 1) ნაყოფიერი და კომერციულად მნიშვნელოვანი ინოვაციური საქმიანობის არარსებობის პირობებში ხორციელდება სხვა ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის შედეგების გამოყენების შესაძლებლობების ძიება (**ბლოკი 23**); 2) ინოვაციური იდეის არსებობისას, რომელიც წამოყენებული იყო ორგანიზაციის შემოქმედებითი კოლექტივის მიერ, ხორციელდება საკუთარი ნოვაციის შემდგომი დამუშავება (**ბლოკი 14-22**).

ორგანიზაციის საქმიანობის განვითარების პირველ მიმართულებაზე ამ სტადიაზე ანალიზდება პატენტის ანდა ლიცენზიის შეძენის შესაძლებლობები (**ბლოკი 23**). ძირითადად საპატენტო ლიტერატურის და კონკურენტების საინოვაციო საქმიანობის შესახებ ცნობების შესწავლის გზით. ოღონდ, პატენტის ანდა ლიცენზიის შეძენის შესაძლებლობები განისაზღვრება ასევე ორგანიზაციის ფინანსური შესაძლებლობებით და ამის გარდა ბაზარზე კონკურენტუნარიანი პროდუქციის ბაზაზე დანერგვის სისწრაფით.

ლოგიკურად ბლოკი 24 განსაზღვრავს, რომ ფინანსური შესაძლებლობების არარსებობის პირობებში გამოყენებულ იქნას სხვა ორგანიზაციის ინოვაციები, აუცილებელია გაგრძელდეს საკუთარი ინოვაციური იდეების ძიება (**ბლოკი 11**). როცა არის ფინანსური შესაძლებლობები შეძენილი იქნას პატენტი ანდა ლიცენზიები, შემდგომი პროცესი შეიძლება განვითარდეს ორი ვარიანტით:

- პატენტის შეძენა გამოგონებაზე ან სასარგებლო მოდელზე, რომლის ბაზაზე უნდა შეიქმნას ექსკლუზიური უფლებების მქონე (**ბლოკი 25**) ახალი ტექნოლოგია და განხორციელდეს ინოვაციური პროდუქციის წარმოება.



ნახ. 32.6. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მეორე სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი

სალიცენზიო ხელშეკრულების დადება კონკურენტუნარიანი პროდუქციის წარმოებაზე უკვე შემუშავებულ ტექნოლოგიაზე ლიცენზორის საწარმოებში (**ბლოკი 26**). პატენტის შეძენის შემთხვევაში შესაძლებელი ხდება ჩამოყალიბდეს ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის მიმართულებები და იდეები (**ბლოკი 27**), ვინაიდან ინოვაცია განმსაზღვრელი ხდება.

ლიცენზიის შეძენის შემთხვევაში ორგანიზაციის ინტელექტუალური საქმიანობა მოცემულ ციკლში გადადის ციკლის 5-ე სტადიაზე, რომელზედაც ხდება ინოვაციური პროდუქციის სერიული წარმოებისათვის მოშზადება შეძენილი ლიცენზიის მიხედვით. თუკი არც პირველ და არც მეორე შემთხვევაში არ იქნება მიღებული დადებითი გადაწყვეტილება, მაშინ ორგანიზაციის საქმიანობა ისევ უნდა განხორციელდეს მოცემულ სტადიაზე საკუთარი ინოვაციური იდეის დამუშავებით (**ბლოკი 12**), რისთვისაც საჭიროა გაანალიზდეს:

1. ფინანსური შესაძლებლობები ინოვაციური იდეების მეცნიერული შემუშავებისათვის;

2. ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი. იდეის ტექნიკურ გადაწყვეტამდე დამოუკიდებლად დაყვანის შესაძლებლობების შეფასების მიზნით (**ბლოკი 16**).

ინოვაციური იდეის მეცნიერულად შემუშავების ფინანსური შესაძლებლობების არარსებობის შემთხვევაში საჭირო ხდება ინვესტორების ძიება, ინოვაციური იდეის განვითარება ამ დონეზე. ინვესტორი შეიძლება გახდეს ვენჩერული საინვესტიციო ფონდი (**ბლოკი 20**), რომელიც ახდენს სახსრების დაბანდებას ორიგინალურ იდეებში, რომელიც შესაძლებელს ხდის მიღებული იქნას მაღალი და ზემაღალი მოგება. ამასთან ადგილი აქვს ინვესტირების მნიშვნელოვან რისკებს (იხ. ნახ. 32.3.)

როცა არ არსებობს საკუთარი სახსრები და ვენჩერული ფონდებიც უარს ამბობენ ინოვაციური იდეების შემდგომი დამუშავების ინვესტირებაზე, რჩება ერთადერთი გზა, მოცემულ ციკლში ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის გაგრძელებისათვის — კონკურენტებისაგან დაიმალოს იდეა ნოუ-ჰაუში (**ბლოკი 22**) და დაწყებული იქნას ინვესტორებისათვის უფრო მიმზიდველი ინოვაციური იდეის დამუშავება (**ბლოკი 12**).

ᲡᲐᲙᲣᲗᲐᲠᲘ ᲓᲐ ᲕᲔᲜᲩᲣᲠᲣᲚᲘ ᲤᲝᲜᲓᲔᲑᲘᲓᲐᲜ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘ ᲘᲜᲝᲕᲐᲪᲘᲔᲑᲖᲔ

საკუთარი მატერიალური სახსრების არსებობის ანდა ვენჩერული ფონდიდან ინვესტიციების მიღების შემთხვევაში საწარმოს შეუძლია განახორციელოს ინოვაციური იდეის მეცნიერული დამუშავება. თუკი ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ შემოქმედებით კოლექტივს შეუძლია საკუთარი ძალებით დაიყვანოს მოცემულ ციკლში წამოყენებული ინოვაციური იდეა ტექნიკურ გადაწყვეტაზე, მაშინ ორგანიზატორისათვის აზრი არა აქვს ამ სამუშაოში ჩართოს სხვა ვინმე.

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების სხვა ვარიანტის დროს ციკლის ამ სტადიაზე ხდება შეკვეთის განთავსება ინოვაციური იდეის დაყვანიდან ტექნიკურ გადაწყვეტამდე სამართლებრივი დოკუმენტების მიღებით. (პატენტი გამოგონებაზე ანდა სასარგებლო მოდელი) გარეშე ორგანიზაციაში (**ბლოკი 18**). ასეთი ორგანიზაციები შეიძლება იყოს სპეციალიზებული სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტები, საკონსტრუქტორო ბიუროები, საუნივერსიტეტო ლაბორატორიები ანდა ამ ორგანიზაციებთან წარმატებით ფუნქციონირებადი ინოვაციურ-ტექნიკური ცენტრები. სხვანაირად ტექნოპარკები.

ინოვაციური იდეების დაყვანა ტექნიკურ გადაწყვეტაზე (**ბლოკი 19**) გულისხმობს ახალი პროდუქციის ესკიზების, ნახაზების და მოდელების არა მარტო დამუშავებას, არამედ ამ დამუშავების სამართლებრივ დამუშავებას დაწყებული განაცხადის შეტანიდან სათანადო გამოგონებაზე და დამთავრებული პატენტის მიღებამდე გამოგონებაზე ანდა სასარგებლო მოდელზე. ამის გარდა, ტექნიკური გადაწყვეტა შეიძლება იყოს პროდუქციის ესთეტიკური მხარის სრულყოფა, რაც შესაძლებელს გახდის გაფორმდეს განაცხადი და მიღებული იქნას პატენტი სამრეწველო ნიმუშზე.

მიღებული ტექნიკური გადაწყვეტა შეძენილი პატენტის მსგავსად შესაძლებელს ხდის ჩამოყალიბდეს

ორგანიზაციის ინოვაციური საქმიანობის მიზანი და მიმართულება მოცემულ ციკლში (ბლოკი 27). ეს შესაძლებელი გახდება, რამდენადაც ტექნიკური გადაწყვეტა საჭირო წარმოდგენას იძლევა ახალ პროდუქციაზე. მისი წარმოებისა და გასაღების შესაძლებლობებზე, სარეკლამო სამუშაოების ხასიათზე და ა.შ. ტექნიკური გადაწყვეტის არსებობისას შეიძლება განხორციელდეს ახალი პროდუქციის საცდელი ნიმუშის შექმნის სამუშაოების ღონისძიებების დაგეგმვა, მათი დაყვანა მუშა ნიმუშებამდე და სერიულ წარმოებაში დანერგვა.

32.3.3. ინტელექტუალური კაპიტალის გამოყენებისა და განხორციელების პროცესის დაგეგმვა

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლს მესამე სტადია იწყება იმ მომენტიდან, როცა ცნობილი ხდება ინოვაციის სახეობა, რაც განსაზღვრავს ინოვაციური პროცესის დასაწყისს. ციკლის წინა ორ სტადიაზე ადგილი აქვს ორგანიზაციის კოლექტივის სხვადასხვა სამუშაოების პროდუქტიულ-თემატური სამუშაოების დაგეგმვას და შესაბამისად სხვა სამუშაოების დაგეგმვასაც. რომელიც უზრუნველყოფს გამიზნული შემოქმედებითი მიზნების შესრულების განსაზღვრული პროდუქციის შექმნისა და ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდებას მეცნიერული კვლევების დადგენილი თემატიკის მიხედვით. ოღონდ ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მთელი ციკლის მიზნების მიღწევა იგეგმება მესამე სტადიაზე. ამ სამუშაოების ალგორითმი წარმოდგენილია ნახ. 32.7-ზე

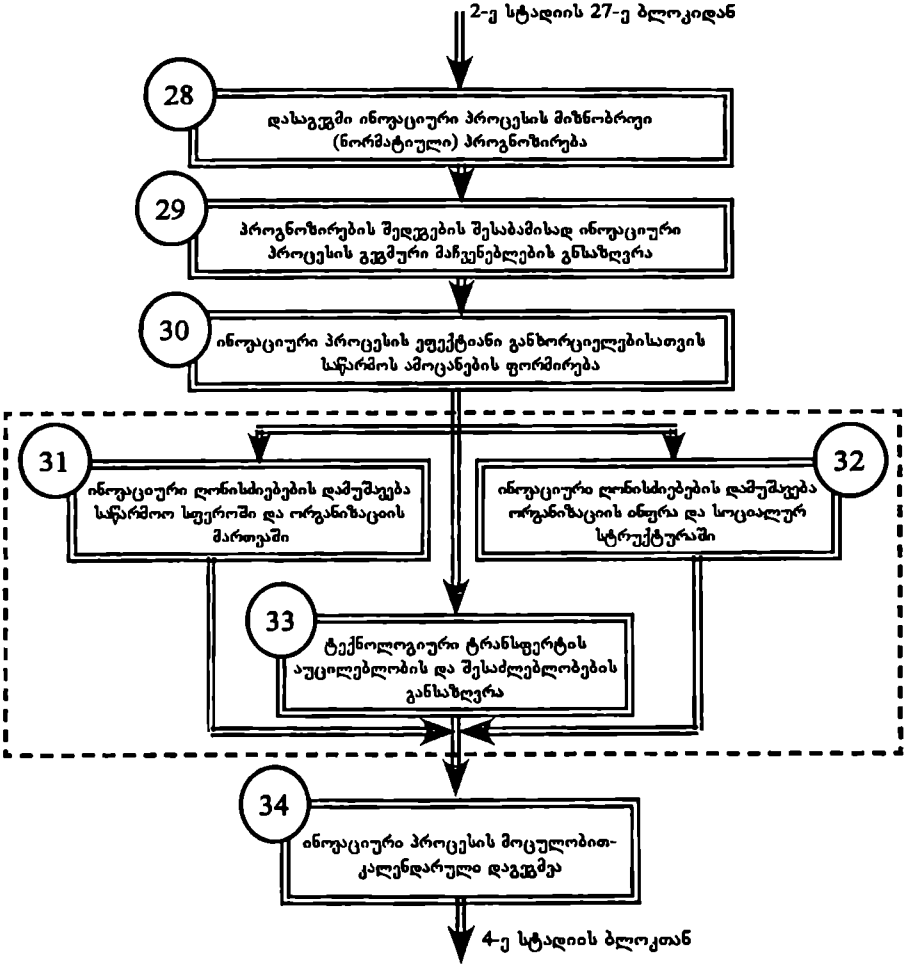
ნებისმიერი დაგეგმვის საფუძველია წინასწარი მიზნობრივი დაგეგმვა. მიზნობრივი (ნორმატიული) პროგნოზირება **(ბლოკი 28)**, რომელიც იწყება ინოვაციური პროცესიდან, რომელშიც რეალიზდება შექმნილი ანდა შეძენილი ინტელექტუალური საკუთრება და მოქმედებაში შედის ორგანიზაციის ადამიანური კაპიტალი, რომელიც განსაზღვრავს დაგეგმილი მიზნებისათვის მიღწევის გზებს, მოგების მაჩვენებლის დაგეგმილი სიდიდის მიღწევას. პროგნოზირება ხორციელდება ეკონომიკურ-მათემატიკური მოდელების გამოყენებით, ასევე ელექტრონულ-გამომთველელ მანქანებზე იმიტაციური მოდელების მეშვეობით ექსპერიმენტების გამოყენებით. ეს კვლევები საშუალებას იძლევა გაანალიზდეს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის გაგრძელების მრავალი ვარიანტი.

ინოვაციური პროცესების საგეგმო მაჩვენებლები

მიზნების დასახვა და მიზნობრივი პროგნოზირების განხორციელება შესაძლებელს გახდის განისაზღვროს ინოვაციური პროცესების საგეგმო მაჩვენებლები, რაც არის პროდუქტიულ-თემატური და ტექნიკურ-ეკონომიკური დაგეგმვის ამოცანები **(ბლოკი 29)**. ტექნიკურ-ეკონომიკური დაგეგმვის განხორციელებისას დგინდება ინოვაციური პროცესის ეკონომიკური მიზანშეწონილობა, განისაზღვრება ინვესტიციების გამოყოფის დრო, ამისათვის საჭირო წარმოების მოცულობა, დგინდება ყველა სახის დანახარჯები და მთლიანად პროექტის შემოსავლიანობა. ესენი და ინოვაციური პროცესის სხვა მახასიათებელი განსაზღვრავენ ბიზნეს-გეგმის შინაარსს, რომელიც მნიშვნელოვანია დაგეგმვის ამ ნაწილში შემუშავებულ დოკუმენტებს შორის.

მიზნების დასახვა და მათი მიღწევების გზების განსაზღვრა პროგნოზირებისა და ტექნიკურ-ეკონომიკური დაგეგმვის განხორციელებისას შესაძლებელს ხდის დასაბუთებულად ჩამოყალიბდეს ის ამოცანები, რომლებიც დგას ორგანიზაციის წინაშე, ინვესტიციურ პროცესში ინტელექტუალური კაპიტალის წარმატებული რეალიზაციისათვის. **(ბლოკი 30)**, დასმული ამოცანების პრაქტიკული გადაწყვეტა წარმოებაში ინოვაციის დანერგვის თვალსაზრისით, ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების უზრუნველყოფა ხორციელდება მრავალი ღონისძიებისა და სამუშაოების სიმრავლით. რომელიც აუცილებელია დაშუშაედეს. **(ბლოკები 31, 32, 33)**, და რომელიც შეადგენს მისი რეალიზაციის პროგრამის ციკლს 4-ე და 5-ე სტადიებზე. მნიშვნელოვნად ამაღლებს პროდუქციის წარმოებისა და

გასაღების ეფექტიანობას ინოვაციური ღონისძიებები ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში (ბლოკი 32), საწარმოო სფეროში და ორგანიზაციის მართვაში (ბლოკი 31), უფრო დაწვრილებით ინოვაციური ღონისძიებების სახეები, რომელიც ხორციელდებოდა ორგანიზაციის საქმიანობის მითითებულ სფეროში, განხილული იყო პირველ თავში (ნახ. 31.11 - 31.14):



ნახ. 32.7 ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის 3-ე სტადიის განხორციელების ალგორითმი

ინოვაციური პროცესის ეფექტიანად განხორციელებისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს ინოვაციური პროექტის თანაშემსრულებლების შერჩევას ტექნიკური ტრანსფერტის შესაძლებლობების განსაზღვრას (ბლოკი 33) ეროვნული ინოვაციური სისტემის ფარგლებში ხორციელდება კვლევები ორგანიზაციულ-ტექნიკური და ტექნოლოგიური ღონისძიებების გამოყენებისთვის, რომელსაც ორგანიზაცია

ინოვაციური პროცესის ჩარჩოებში შეასრულებს სხვა საწარმოებთან კოოპერაციაში. ერთობლივ ძალისხმევას შეიძლება ადგილი ჰქონდეს როგორც პროდუქციის საცდელი და საბაზრო ნიმუშების შემუშავების ეტაპზე, ასევე, ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების პროცესში. მსგავსი ტექნოლოგიური ტრანსფერტი შეიძლება განხორციელდეს ასევე გლობალურ ინოვაციურ სისტემაში.

ინოვაციური პროცესის კალენდარული დაგეგმვა (ბლოკი 34) არის დაგეგმვის დამასრულებელი ეტაპი (ელემენტი) და მოიცავს სამუშაოთა დადგენილ სიდიდეთა განაწილებას შემსრულებელთა მიხედვით ტექნოლოგიური ტრანსფერტის შესაბამისად, ასევე ყველა სამუშაოს რანჟირების და მათი შესრულების დროითი ინტერვალების განსაზღვრას. ამასთან შესაბამისად მუშაედება ღონისძიებების და სამუშაოების მთლიანი ერთობლიობის ქსელური და კალენდარული გეგმა-გრაფიკების შესრულება ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის 4-ე, 5-ე და 6-ე სტადიების შესაბამისად.

32.3.4. სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები. ინოვაციური პროდუქციის შექმნა და დაყენება საბაზრო ნიმუშამდე

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის მეოთხე სტადია ხორციელდება ციკლის წინა სტადიებზე შემუშავებული გეგმების შესაბამისად (ნახ. 32.8.), რომელიც იწყება სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებით. დამუშავებებში ტექნოპარკის ინოვაციის გამოყენების შემთხვევაში სტადია იწყება სამუშაოებით, რომლებიც ხორციელდება 41-ე ბლოკში — სადაც ხდება ინოვაციური პროდუქციის საცდელი ნიმუშის შექმნა.

ამასთან ერთად ადგილი აქვს შემდეგ ვარიანტებს:

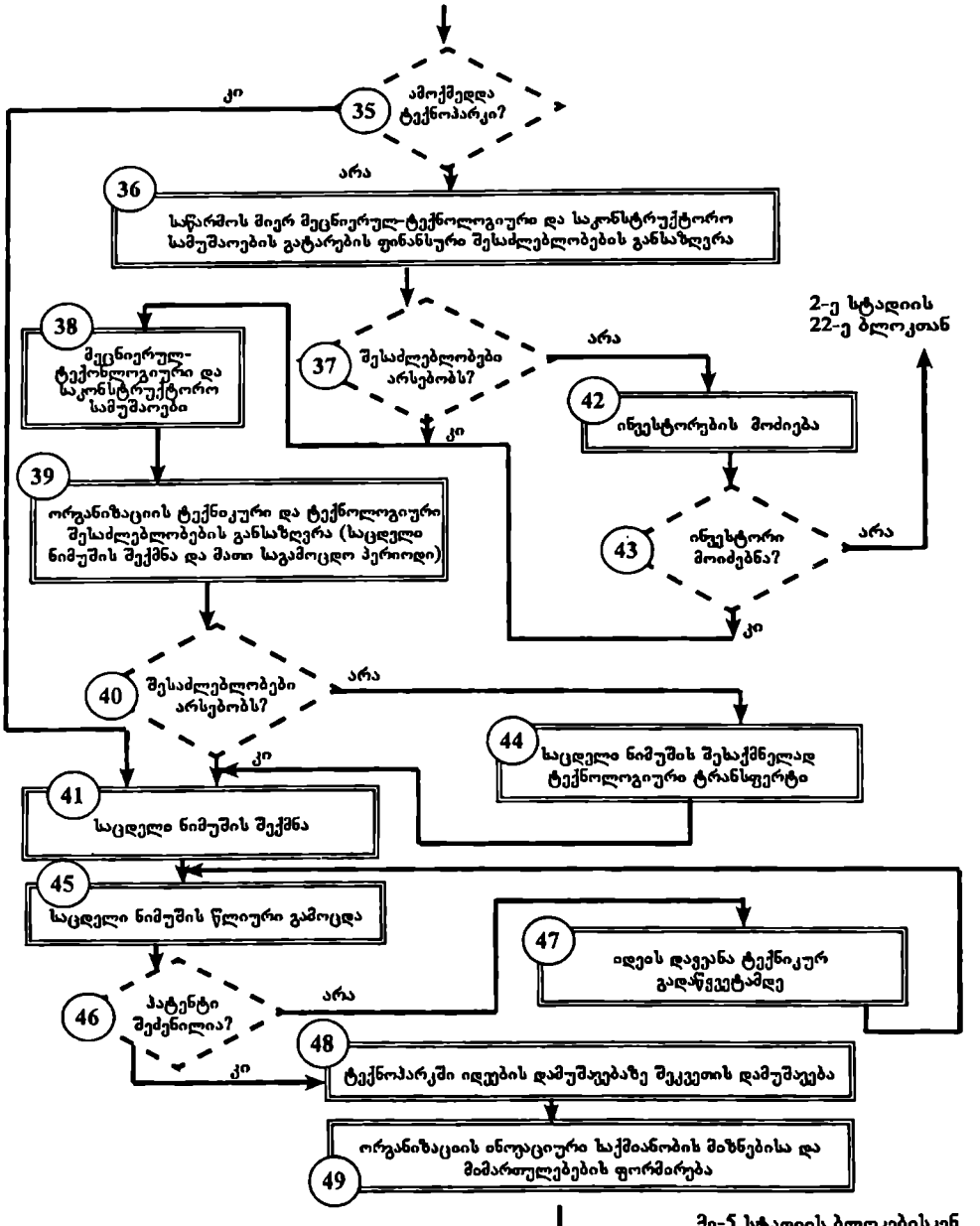
- ფინანსური სახსრების არსებობის შემთხვევაში, სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების ჩასატარებლად (ბლოკი 38), მაშინ ეს სამუშაოები ტარდება საკუთარი სახსრების ხარჯზე;

  საკუთარი სახსრების არარსებობის შემთხვევაში, სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები ტარდება იმ სახსრების ხარჯზე, რომელიც მიიღება ინოვაციური პროექტის შედეგად (ბლოკები: 36, 27, 42, 43). ამასთან, ინვესტორების როლში გამოდიან სხვადასხვა ფონდები, რომლებიც შედიან ეროვნულ ინოვაციურ სისტემაში, ასევე უცხოელი ინვესტორები, განსაკუთრებით უცხოელ პარტნიორებთან ტექნოლოგიური ტრანსფერტის შემთხვევაში;

  ინვესტორების არარსებობის შემთხვევაში საჭირო ხდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მეორე სტადიაზე დაბრუნება ახალი, უფრო პერსპექტიული ინოვაციური იდეის მოსაძიებლად. უნდა აღინიშნოს, რომ განსაკუთრებულ ადგილს და მნიშვნელოვან წილს სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაობის დანახარჯებში იჭერს დანახარჯები ნაკეთობათა და საერთოდ სიახლეების გამოცდა, რომლებმაც შეიძლება დაიჭირონ კვლევებისა და ინოვაციური საკონსტრუქტორო დამუშავებაზე გაწეული მთელი დანახარჯების 50 პროცენტი.

სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების ჩატარებისთვის იქმნება:

- კვლევებისა და გამოცდის ჩატარების და გათვლების ახალი მეთოდიკები, ანდა ხდება არსებული მეთოდიკების სრულყოფა. ასევე ხდება მათი ელექტრონულ-გამომთვლელი მანქანებისთვის პროგრამებით უზრუნველყოფა;
- ინოვაციური პროდუქციის წარმოების ტექნოლოგიები;
- წარმოების ახალი ტექნოლოგიების და კვლევების რეალიზაციისათვის აღჭურვა;
- ინოვაციური პროდუქციის მოდელები, მათ შორის ელექტრონულ-გამომთვლელ მანქანებზე ექსპერიმენტების ჩატარებისათვის. ასევე ინტელექტუალური საკუთრების სხვა ობიექტები, რომლებიც ამაღლებენ ორგანიზაციის ინტელექტუალურ პოტენციალის დონეს.



ნახ. 32.8. ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის 4-ე სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი

ორგანიზაციის ტექნიკური და ტექნოლოგიური შესაძლებლობების განსაზღვრა საცდელი ნიმუშის შექმნის და წარმოებამდე სიახლის დაყვანის საცდელი ნიმუშების შექმნის თვალსაზრისით (ბლოკი 39) ხორციელდება სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების ბოლო ეტაპზე, როცა ახალი დაპროექტებული პროდუქცია იღებს რეალურ მახასიათებლებს და ყველა მუშა მახასიათებლები ცნობილია. ორგანიზაციის შესაძლებლობები საცდელი ნიმუშის შექმნის და გამოცდის ჩატარების თვალსაზრისით განისაზღვრება ორგანიზაციის საწარმოო და საცდელი ბაზებით, ასევე, საწარმოს მიერ ახალი ნაკეთობების შემდგომი დამუშავების და მოდერნიზაციის, ასევე საცდელი სტენდების გამოყენების შესაძლებლობით.

იმ შემთხვევაში, როცა საწარმოს არ შეუძლია დაამზადოს საცდელი ნიმუშები და მოაწყონ მისი გამოცდა, გამოიყენება ტექნოლოგიური ტრანსფერტი (ბლოკი 44). ამ დროს ორგანიზაციას გადაეცემა ყველა აუცილებელი ტექნიკური დოკუმენტაცია, ასევე ყველა აუცილებელი საწარმოო ბაზა და საცდელი ცენტრები.

ზემოთ აღნიშნული ორი ვარიანტიდან ნებისმიერი შესაძლებელს ხდის საცდელი ნიმუშის დამზადებას (ბლოკი 41) და ახალი ნაკეთობის გამოცდის სათანადო კონდიციამდე დაყვანას (ბლოკი 45). საცდელი ნიმუშის დამატებითი გამოცდა პირველ რიგში გულისხმობს პირველ რიგში მითითებული ტექნიკური დავალების საიმედობის მაჩვენებლების და ნაკეთობათა მუშა მახასიათებლების მიღწევასა და დამტკიცებას გამოყენების გარე პირობების მოცემული დიაპაზონის გათვალისწინებით (კლიმატური პირობები, ბუნებრივი გარემო და ა.შ.).

გამოცდის შედეგების მიხედვით განისაზღვრება ტექნიკური შესრულების ხარისხი და ის ნაკლოვანებები, რაც დაკავშირებულია ტექნიკურ დავალებაში აუცილებელი მოთხოვნების არარსებობასთან. ყოველგვარი ნაკლის აღმოფხვრა და პროდუქციის დაყვანა საბაზრო ნიმუშის დონემდე (ბლოკი 47) ხორციელდება ნაკეთობის სრულყოფისა და მოდერნიზაციის გზით ნაკეთობის გამოცდის გაგრძელების გათვალისწინებით მისი სრულყოფის მიზნით (ბლოკი 45-ში დაბრუნება). ასეთი სახის იტერაციები გრძელდება ტექნიკური დავალების ყველა მოთხოვნის სრულ დაკმაყოფილებამდე.

ინოვაციური პროდუქციის წარმოების ტექნოლოგიის დამუშავებები (ბლოკი 48) დაასრულებენ სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების მთელ კომპლექსს.

ინოვაციური ღონისძიებების დაზუსტება და დეტალური დამუშავება (ბლოკი 49) აუცილებელია, როგორც წესი, ინოვაციური პროდუქციის მნიშვნელოვან ცვლილებებთან დაკავშირებით, რასაც ადგილი აქვთ მოდერნიზაციის და მათი შემდგომი სრულყოფილი დამუშავების შედეგად. იმავე მიზეზით აუცილებელია ინოვაციის შემდგომი მომზადებასა და გაშვების გეგმის კორექტირება პროდუქციის სერიულ წარმოებაში გაშვებასთან დაკავშირებით იმ აუცილებელი რესურსების დაზუსტებით სამუშაოების დაწყებასა და დასრულების ვადების, გამოსაცდელი ვადების დაზუსტების მიხედვით ინოვაციური პროცესის ყველა ეტაპის მიხედვით, კერძოდ: დანერგვა, ზრდა, ზრდის შენელება (სტაბილიზაცია).

32.3.5. ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისათვის მომზადება

ინოვაციური პროდუქციის სერიული წარმოებისათვის მომზადების და ამ პროდუქციის წარმოებაში გაშვების ალგორითმი ინტელექტუალურ-ინოვაციური ციკლის 5-ე სტადიაზე წარმოდგენილია 32.9 ნახაზზე. ეს სტადია იწყება დასრულების წინა სტადიაზე დაზუსტებული გეგმების შესაბამისად, როდესაც ადგილი აქვს იმ მოწყობილობის მასალების, ნედლეულისა და ა.შ. მიწოდებას, რაც საჭიროა ახალი პროდუქციის წარმოებაში გასაშვებად (ბლოკი 50).

ინოვაციური პროცესის პირველი ეტაპი — დანერგვა — იწყება ორგანიზაციის საწარმოო ბაზის ტექნიკური განახლებით (ბლოკი 51) და იმ პერსონალის პროფესიონალური გადამზადებით, რომელიც მონაწილეობას ღებულობს წარმოების პროცესში (ბლოკი 52). პერსონალის სწავლება წარმოებს პრაქტიკის ჩატარების პარალელურად. ასე რომ, მეწარმე — სპეციალისტები მონაწილეობენ სამონტაჟო და საამწყობრო სამუშაოებში, რითაც ისინი სრულყოფენ კვალიფიკაციის ამაღლების პროცესში მიღებულ თეორიულ ცოდნას. დანერგვის ეტაპი სრულდება პროდუქციის საცდელი პარტიის გამოშვებით (ბლოკი 55). ამასთან ხდება სერიული ტექნოლოგიის რეალიზაციის შესაძლებლობები ორგანიზაციის ბაზაზე არსებული განახლებული მოწყობილობისა და საწარმოო ბაზის პირობებში.

პროდუქციის ტესტირება ბაზრის შერჩეული ნიშების მიხედვით (ბლოკი 54) ხორციელდება მისი საცდელი პარტიის მიხედვით და გულისხმობს სამომხმარებლო მოთხოვნის გამოვლენას ახალ პროდუქციაზე, ასევე მყიდველთა გამოხმაურებებს საქონლის ხარისხზე და მის მიმზიდველობაზე. მოწმდება ასევე სარეკლამო კამპანიის წარმატებულობა, პროდუქციის ტესტირების თანმდევი ოპერაციები.

ინოვაციური პროდუქციის საცდელი პარტიის რეალიზაციისას წარუმატებლობის შემთხვევაში საჭირო ხდება წარუმატებლობის მიზეზების გამოვლენა და ანალიზი პროდუქციის მოცემული პარტიის ტესტირებისას (ბლოკი 57). რაც მოითხოვს დამატებითი მარკეტინგული კვლევების ჩატარებას და კონსტრუქციების შემდგომ სრულყოფას. ტექნოლოგიების შესაძლო ცვლილებები და ინოვაციური ღონისძიებების ჩატარების წარმოების სრულყოფისა და პროდუქციის გასაღების მიზნით (ბლოკი 58). სრულყოფილი პროდუქცია ხელახლა უნდა იქნას ტესტირებული (ბლოკი 54).

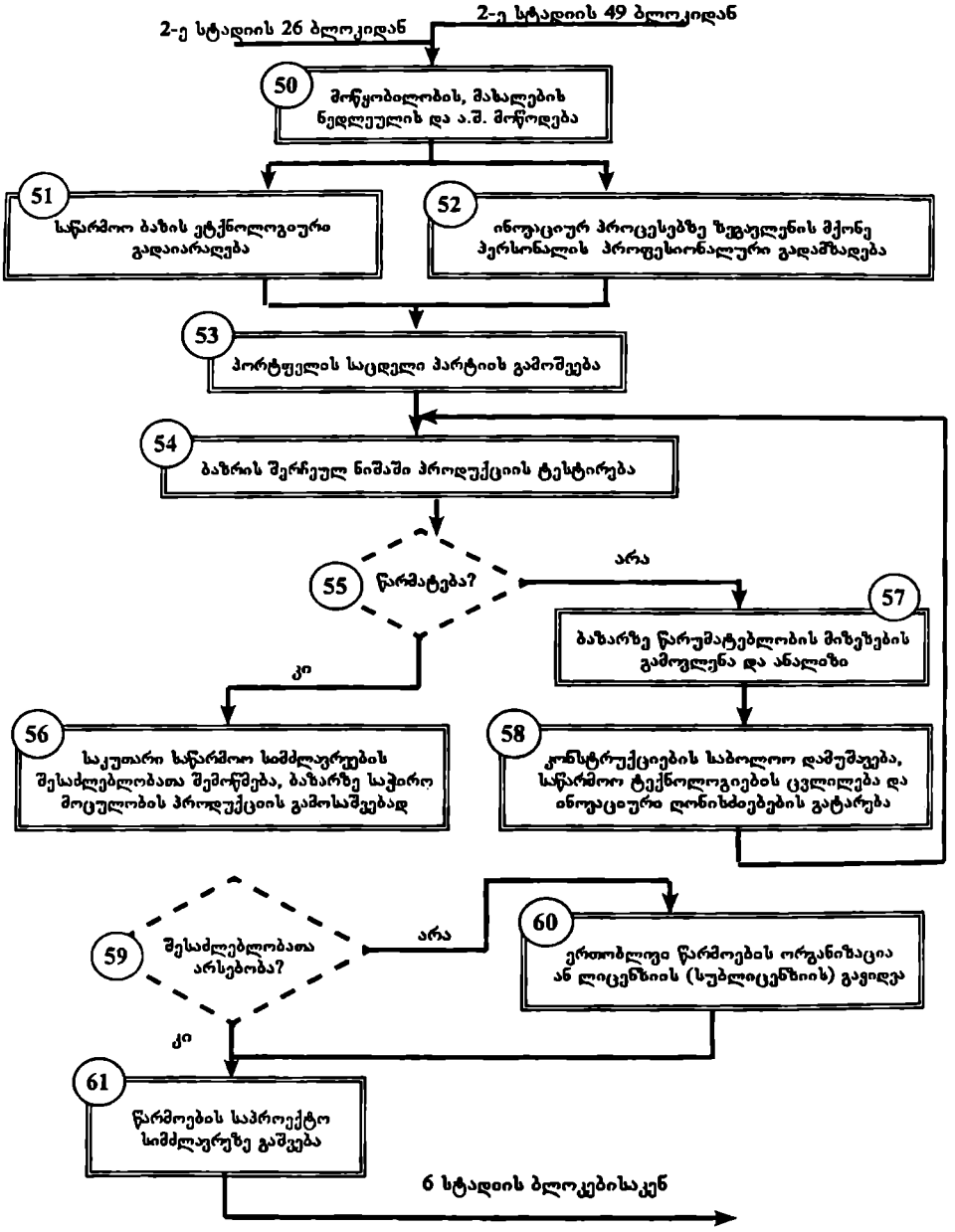
პროდუქციის საცდელი პარტიები წარმატებული რეალიზაციის პირობებში ზუსტდება მოთხოვნის სიღიდე და ბაზრის მოთხოვნისათვის დასაკმაყოფილებელი წარმოების საჭირო სიდიდე, ზუსტდება საკუთარი საწარმოო სიმძლავრეების შესაძლებლობები ამ მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად (ბლოკი 56). როცა შეუძლებელია საკუთარი ძალებით დაკმაყოფილდეს მზარდი სამომხმარებლო მოთხოვნა ინოვაციურ პროდუქციაზე, მაშინ მიზანშეწონილია გაიყიდოს საკუთარი ბრენდის წარმოებაზე ლიცენზია, გაიხსნას დამატებითი ერთობლივი საწარმო ინოვაციური პროდუქციის საწარმოებლად (ბლოკი 60).

ტესტირების დასრულების მომენტიდან ხდება ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების სწრაფი ათვისება შემოსავლების ზრდა ათვისებული პროდუქციის გაყიდვებიდან. ეს არის ზრდის ეტაპი განვითარებად ინოვაციურ პროცესში. გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ წარმოება გადის დაგეგმილ მოცულობაზე და, აქედან იწყება გასაღების ტემპების შენელებად და შემოსავლების დონის სტაბილიზაცია ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციიდან (ბლოკი 61) ე.ი. იწყება ინოვაციური პროცესის ძირითადი და შედარებით ხანგრძლივი ეტაპი და ამასთან ერთად ორგანიზაციის ინტელექტუალური ინოვაციური საქმიანობის დამსრულებელი 6-ე ეტაპი.

32.3.6. ინოვაციური პროდუქციის წარმოება

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-საინოვაციო საქმიანობის 6-ე, დამასრულებელ სტადიაზე მნიშვნელოვანწილად რეალიზდება წინა სტადიაზე უწყვეტად ზრდადი ინტელექტუალური კაპიტალი, რომელიც წარმოადგენს ინოვაციური პროდუქციის ინტელექტულაურ კომპონენტს. ციკლის ამ სტადიაზე მიმდინარე მოვლენების თანმიმდევრობა და მათ შორის ლოგიკური კავშირი ასახულია ნახ. 32.10.

ინოვაციური პროცესის ამ ეტაპზე, როცა ხდება პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების სტაბილიზაცია, საგეგმო მაჩვენებლების კონტროლი და პროგნოზირება ცენტრალური, ვინაიდან ასეთ პროცესში ყველანაირი ჩარევა ხდება არა გეგმიურად, არამედ ოპერატიულად მხოლოდ ინოვაციური პროცესის განვითრებაში თემატური ტენდენციების გამოვლენის შედეგად. ამასთან დაკავშირებით



ნახ. 32.9 ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-სანოვაციო საქმიანობის 5-ე სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი.

ინოვაციური პროდუქციის წარმოების პროცესის ალგორითმში (ნახ. 32.10) **ბლოკი 62** და **ბლოკი 78** არიან ის ბლოკები, რომლებიც ყალიბდებიან ალგორითმის ყველა მოვლენის ლოგიკის თანახმად.

წარმოების პროცესში ადგილი აქვს ინოვაციური პროდუქციის წარმოების მოცულობის მუდმივ ცვლილებას. (ბლოკი 64). ამ მაჩვენებლის გამუდმებული შემცირების პირობებში (დადგენილი დონის ქვემოთ) იღებენ ოპერატიულ გადაწყვეტილებას ინოვაციური პროცესის სტაბილიზაციის შესახებ. ამასთან ამ დროს შეიძლება ადგილი ჰქონდეს შემდეგ ვარიანტებს:

ინოვაციური პროცესის სტაბილიზაციის ვარიანტები

1) პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებების ნაერთი (**ბლოკი 66**) უკვე აღარ აკმაყოფილებს მყიდველს. რაც გახდა მოთხოვნის შემცირების მიზეზი და ამის შედეგად ადგილი აქვს გაყიდვების მოცულობის შემცირებას. ასეთი სიტუაცია შესაძლებელია სტაბილიზაციის ეტაპზე, რამდენადაც პროდუქციის რიგი ნაკლოვანებები პროდუქციის რიგი თვისებების მიხედვით შეიძლება გამოვლინდეს პროდუქციის გამოყენების პროცესში. მაგ. შეიძლება გამოვლინდეს ნაკეთობის არასაკმარისი საიმედოობა და ორგანიზაციის სერვისებში ნაკლოვანებები გამოვლენილი ნაკლოვანებების აღმოფხვრის თვალსაზრისით.

2) ახალი მოთხოვნების ჩამოყალიბება მომხმარებლებში (**ბლოკი 68**) ბაზარზე კონკურენტი ფირმების ახალი პროდუქციის წარდგენასთან დაკავშირებით რიგი დამატებითი შესაძლებლობებით ანდა უბრალოდ ფართო რეკლამირებით.

3) ორგანიზაციის პროდუქციის ტრადიციულ მომხმარებელთა სამომხმარებლო თვისებების შემცირება (**ბლოკი 70**), რაზეც შეიძლება გაველენა მოახდინოს მაგალითად ინფლაციამ ანდა ინფლაციურმა მოლოდინმა.

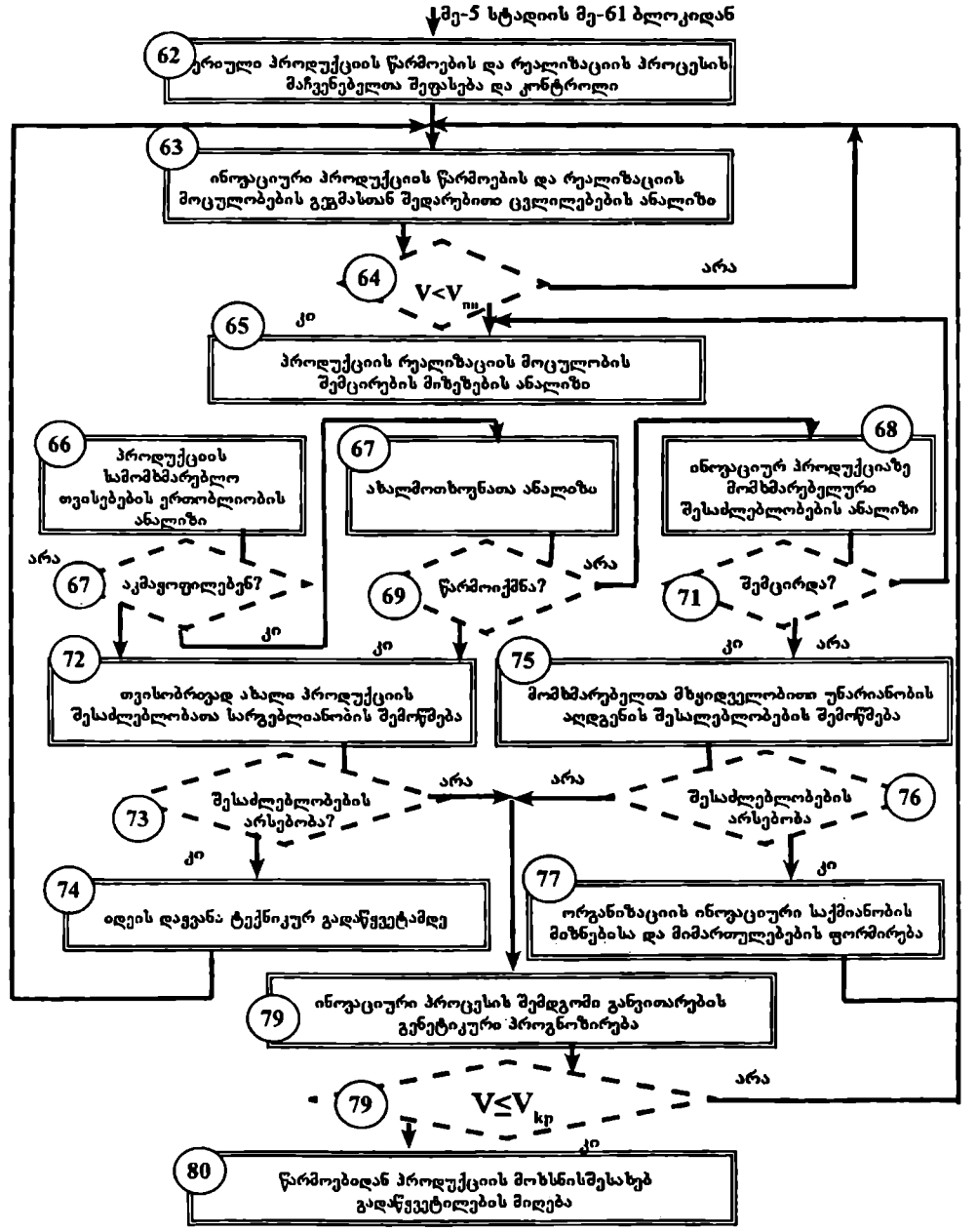
ეს ვარიანტები თანმიმდევრულად ანალიზდება (შესაბამისად **ბლოკები 67; 69; 71**). ინოვაციური პროცესის განვითარებასა და სტაბილიზაციაში. შემდგომი მოვლენები საგეგმო მოვლენებთან მიმართებაში შეესაბამებიან პროდუქციის რეალიზაციის სიდიდის შემცირების გამოვლენილ მიზეზებს. პირველი და მეორე ვარიანტების შემთხვევაში მოწმდება პროდუქციისათვის ახალი თვისებების მინიჭების შესაძლებლობა. ხარისხის ამაღლება ტრადიციული მყიდველების გამოვლენილი მოთხოვნილებების შესაბამისად (**ბლოკი 72**). ამასთან სიტუაციის ცვლილება უკეთესობის მიმართულებით განისაზღვრება პირველ რიგში ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის დონით და პროდუქციის წარმოების თავისებურებებით. ნებისმიერ შემთხვევაში აუცილებელია ცვლილებების შეტანა ნაკეთობის კონსტრუქციაში და მისი წარმოების ტექნოლოგიაში შესაბამისი სარეკლამო კამპანიის გატარებით (**ბლოკი 74**).

მესამე ვარიანტის შემთხვევაში მოწმდება ტრადიციული მყიდველების მსყიდველობითი უნარის აღდგენის შესაძლებლობა და პროდუქციის გასაღების შესაძლებლობების გამოვლენა ბაზრის ახალ ნიშაში (**ბლოკი 75**). ტრადიციული მყიდველებისათვის ეს შესაძლებლობები შეიძლება ნაკლები იქნას პროდუქციაზე ფასების კარგად გაახრებული შემცირების შემთხვევაში ხარისხის შენარჩუნების პირობებში.

ასე მაგალითად, ფირმა Fiat-მა გამოშვებულ პროდუქციაზე ფასების შემცირებით და ამავდროულად სარეკლამო კამპანიის ჩატარებით 1998 წელს მოახდინა მომხმარებელთა მსყიდველობითი უნარიანობის ამაღლება და ფირმა გაეიდა პროდუქციის წარმოებისა და გასაღების საგეგმო მაჩვენებლებზე.

შვედური ფირმა „ელექტროლუქსი“ მსგავს სიტუაციაში გაეიდა სრულიად არატრადიციული გასაღების ბაზარზე (ფირმა აწარმოებს ძვირადღირებულ საყოფაცხოვრებო მაცივრებს). აღმოჩნდა რომ მდიდარი მყიდველების მცირე ჯგუფი იძენდა პრეზენტაბელურ შვედურ მაცივრებს. ასეთია მსყიდველობითი უნარის ფორმირების გზები (**ბლოკი 77**), რომელიც მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ორგანიზაციის ინტელექტუალურ პოტენციალზე, განსაკუთრებით მისი ის ნაწილი, რომელიც განისაზღვრება კადრობრივი კაპიტალით.

ინოვაციური პროცესის ნეგატიური განვითარების პროგნოზირება ხორციელდება პროდუქციის



ნახ. 32.10 ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის 6-ე სტადიის რეალიზაციის ალგორითმი.

რეალიზაციის მოცულობის შემცირების ტენდენციის სამყაროს ხარისხის მიხედვით (ბლოკი 78). პროგნოზირების ეს სახე „დღევანდელი დღიდან მომავალში“, ემყარება არსებულ ინფორმაციას, რომელსაც ღებულობენ ინოვაციური პროცესის მაჩვენებლების კონტროლსა და შეფასების პროცესში, ძირითადად — პროდუქტის წარმოებისა და რეალიზაციის მოცულობა. პროგნოზირების შედეგების მიხედვით განსაზღვრული უტყუარობით დგინდება ამ სიდიდეების ოდენობის შემცირების ფაქტი (V), კრიტიკულ დონეზე დაბლა (Vkp). (ბლოკი 79) და შესაბამისად დგინდება ინოვაციური პროცესის გადასვლის მომენტი სტაბილიზაციის ეტაპიდან დაცემის ეტაპზე, რომლის დროსაც მიზანშეწონილი არ არის პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის გადიდება ამ პროდუქციისთვის ახალი თვისებების მინიჭების გზით ან მომხმარებელთა მსყიდველობითი უნარის ფორმირების ხარჯზე.

ამით მოძველებული პროდუქციის წარმოება წყდება და ამით მთავრდება ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლი. ამავე დროს, როგორც ეს ნაჩვენებია 32.2 ნახაზზე. პარალელურად მიმდინარეობს ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მომდევნო ციკლის ინოვაციური პროცესი და ძალას იკრებს მისი მომდევნო ციკლი სწორად აგებული ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციურ საქმიანობაში.

32.4. რისკები ინტელექტუალურ-ინოვაციურ საქმიანობაში

ინოვაციური საქმიანობა უმეტესწილად ორგანიზაციის საქმიანობის სხვა მიმართულებასთან შედარებით, დაკავშირებულია რისკთან, თანაც სასურველი შედეგის მიღწევის გარანტია არ არსებობს. ეს განპირობებულია როგორც ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის დინამიკასთან, ასევე გარემოს თავისებურებებთან საბაზრო ეკონომიკის პირობებში. ამასთან მაღალი რისკი, როგორც წესი, გულისხმობს მაღალ კომპენსაციასაც: მოგების შესაძლო ნორმა ინოვაციის დაგეგმიდან, ჩეეულებრივზე გაცილებით მაღალია, ვიდრე ორგანიზაციის სხვა საქმიანობიდან მიღებული უკუგება. (სწორედ ეს განაპირობებს ინოვაციური სფეროს არსებობას და განვითარებას).

ინოვაციური რისკის შინაარსი შემდეგში მდგომარეობს:

ინოვაციური პროექტის რეალიზაციის შესაძლებლობა არასრული მოცულობით;

ინოვაციური პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის ფაქტიური შედეგების პროგნოზული შეფასებებიდან გადახრის ნეგატიური შედეგები. უკანასკნელ სიტუაციაში საუბარია პროდუქციის მოგებისა და რენტაბელობის შემცირებაზე.

ინოვაციური რისკი Rn დაკავშირებულია ინოვაციის ათვისების სხვადასხვა ასპექტებთან, კერძოდ, საწარმოო კომერციულ, ფინანსურ, ეკონომიკურ, სოციალურ და ა.შ. ასპექტებთან.

Rn-ის სიდიდის ცვლილების დინამიკა და შესაბამისად სარისკო სიტუაციის ნეგატიური შედეგები (იხ. ნახ. 32.1) დამოკიდებულია ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სასიცოცხლო ციკლის სტადიაზე და გაცილებით ძლიერ ელინდება ადრეულ სტადიებზე, როცა ხორციელდება სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები. ამიტომ ადგილი აქვს სხვადასხვა სახის რისკებს. კერძოდ:

- **ინფორმაციული არაადეკვატურობის რისკი**: გაცხადებული სიახლის რეალურ შედეგთან შეუსაბამობა;
- **ორიგინალურობის რისკი** — აუცილებელი შედეგის ძალების შესაძლებლობა (ახალი პროდუქტი); მომხმარებლის მზადყოფნა მიიღოს იგი;
- **ტექნოლოგიური არაადეკვატურობის რისკი** — გათვალისწინებული ტექნოლოგიების სამრეწველო ათვისების შესაძლებლობა;
- **იურიდიული არაადეკვატურობის რისკი** — ინტელექტუალური სამართლებრივი დაცულობის არასაკმარისობა;

- **პროექტის უმართაობის რისკი** — ბიზნესში პარტნიორული დაბალანსებულობა შექმნის შესაძლებლობებს მაღალრენტაბელური ორგანიზაციის შეზღუდულობა.

აღნიშნული რისკების შედეგები შეიძლება იყოს ინოვაციური იდეის მცდარი შერჩევა და მისი რეალიზაციის მიმართულების განსაზღვრის სიმცდარე. გაფრთხილება მოვლენების რისკების გამოვლენის შესახებ ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის საწყის სტადიაზე ძირითადი ინსტრუმენტია ინოვაციური იდეის და მისი კომერციული მნიშვნელობის პერსპექტიულობის ექსპერტული შეფასება. ამასთან აუცილებელია მხედველობაში იქნეს მიღებული ის გარემოება, რომ ნეგატიური შედეგების კომპენსირება საწყის სტადიებზე საკმაოდ რთულია.

საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავებების სტადიაზე ხორციელდება ინოვაციების ათვისება და აღნიშნული რისკების ჩამონათვალი მიზანშეწონილია შეიესოს შემდეგი რისკებით:

- **ბაზრის მარკეტინგული კვლევის რისკი** — ბაზრის ტევადობის და რეალიზებული პროდუქციის ფასების შეფასების უზუსტობა;
- **პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის შედეგების დაგეგმვის რისკი** — ბიზნესის არასაკმარისი საიმედოობაა და მისი სამომავლო რეალიზაციის რისკის მაღალი რისკი;
- **ბიზნესში პარტნიორების შერჩევის რისკი** — პროდუქციის სრული მოცულობით წარმოების შეუძლებლობა და ხელიდან გაშვებული სარგებელი პოტენციური პარტნიორების საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის მაჩვენებლების დაბალი დონის გამო;

ჩამოთვლილი სახეობის რისკების შედეგებია პროდუქციის წარმოების და რეალიზაციის არასაკმარისი მოცულობა და მოსალოდნელი მოგების მიუღებლობა. წარმოების რენტაბელობის შემცირება.

რისკის შეფასების ინსტრუმენტები

რისკების შედეგების შეფასების ინსტრუმენტად მიზანშეწონილია რაოდენობრივი მეთოდების გამოყენება, პირველ რიგში საგეგმო საქმიანობის შედეგების მარჟინალური და ფინანსური ანალიზის შედეგები და პარტნიორის შერჩევა ბიზნესში.

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ბოლო სტადიაზე, სადაც წარმატებით რეალიზდება ინოვაციური პროცესი და ადგილი აქვს ინოვაციური პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის სტაბილიზაციას. იქ შესაძლო რისკების სახეებია:

საწარმოო „ბიზნეს-რისკი" — მოგების დაკარგვის შესაძლებლობა პროდუქციის რეალიზაციის წარუმატებლად შერჩეული ფასისმიერი პოლიტიკის შემთხვევაში მის წარმოებაზე დანახარჯების არაოპტიმალური სტრუქტურა.

ფინანსური რისკი — ორგანიზაციის ვალდებულების შეუსრულებლობის საფრთხე კაპიტალის წარუმატებლობის სტუქტურის პირობებში: საკუთარი და ნასესხები სახსრების შესაბამისობა.

აღნიშნული რისკების შედეგებია გადახდისუნარიანობის დაკარგვა, ფინანსური დამოუკიდებლობის შემცირება.

სარისკო სიტუაციების შედეგების შეფასების და საკომპენსაციო ზემოქმედების ინსტრუმენტად იყენებენ რისკებს მართვის შემდეგ მექანიზმებს: საწარმოო; ფინანსური; შეუღლებული (ფინანსური და საწარმოო რისკების ერთობლივი მართვისათვის).

ზემოთჩამოთვლილი რისკების გარდა ინოვაციური მეწარმეობისათვის შეიძლება დამახასიათებელი იყოს სხვა რისკებიც: **ტექნოლოგიური**, რაც გამოწვეულია შეცდომებით ტექნიკურ გათვლებში და კვალიფიციური სამუშაო ძალის უკმარისობა. **სპეციფიკური**, რაც დაკავშირებულია ინოვაციური პროდუქციის წარმოების და მასალების დარგობრივ და რეგიონულ თავისებურებებთან; **ფორს-მაჟორული რისკები** (ბუნებრივი კატაკლიზმები, პოლიტიკური არასტაბილურობა და ა.შ.).

ამრიგად, რისკების აღრიცხვა და რაოდენობრივი შეფასება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ყველა სტადიაზე არის აუცილებელი პირობა ინოვაციის შექმნის და რეალიზაციის ციკლების წარმატებული რეალიზაციისთვის.

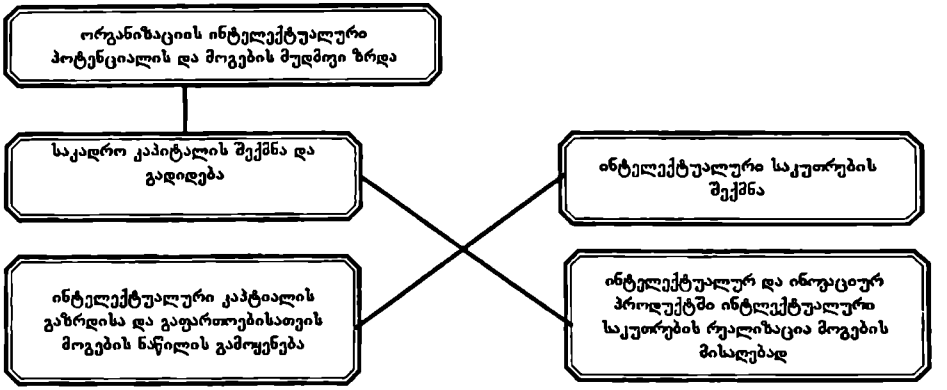
ოცდამეცამეტე თავი. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმი

33.1. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემის ფორმალიზაცია

ინტელექტუალური კაპიტალის მართვა განხილული უნდა იქნას როგორც მისი შექმნის, გარდაქმნის, გაზრდის და რეალიზაციის პროცესის მართვა, რაც ყველაზე უკეთ სრულდება ამ ორგანიზაციებში, რომლებშიც ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა.

ასეთი ორგანიზაციის წინაშე დგას სრულად განსაზღვრული უზრუნველყოს ორგანიზაციის არა მარტო მოგების, არამედ ინტელექტუალური პოტენციალის უწყვეტი ზრდა.

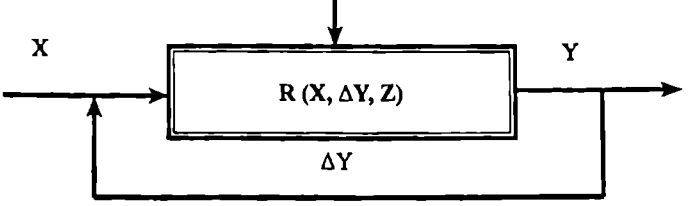
აღნიშნული მიზანი მიიღწევა ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის და უწყვეტი ზრდის გზით. მისი მუდმივი გარდაქმნით და შემდგომი რეალიზაციით საწარმოს ყველა სახის პროდუქციის მიხედვით (ნახ. 33.1).



ნახ. 33.1. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მიზნები

ამასთან დაკავშირებით ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის საკითხები შედარებით სრულად შეიძლება შესწავლილი იქნეს თუ კი მართვის ამოცანებს განვიხილავთ ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციურ საქმიანობასთან მიმართებაში, რომლის წინაშეც დგას აღნიშნული მიზანი.

თუკი სისტემას განვიხილავთ ერთიან მთელს, მას როგორც წესი წარმოიდგენენ ე.წ. „შავი ყუთის" სახით (ნახ. 33.2.), რომელიც იმყოფება გარე გარემოს Z ფაქტორების გაელენის ქვეშ. ასეთი სისტემის მართვა მიიღწევა X შემავალი ზემოქმედების ცვლილებით და ამ სისტემის განსაზღვრული (ცნობილი) რედაქციით R შემავალ და გარე ზემოქმედებებზე.



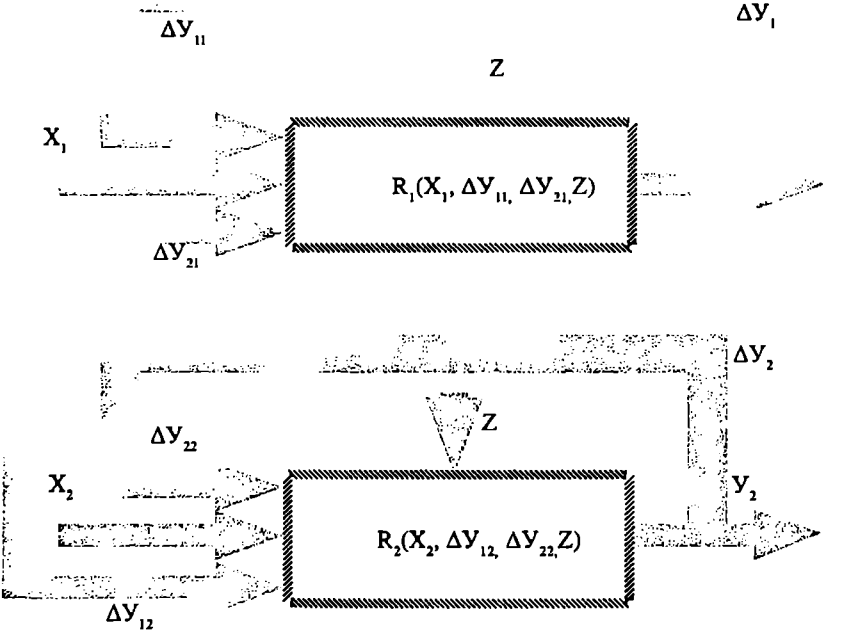
ნახ. 33.2. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემა

შემავალი (მმართველობითი) ზემოქმედების შესაბამისად იცვლება Y ვექტორი გამომავალ სისტემასთან მიმართებაში, რომელიც ახასიათებს სისტემის მოძრაობას მიზნის ტრაექტორიის მიხედვით. სისტემის მგრძნობელობის უზრუნველყოფის მიზნით მოცემული ტრაექტორიის გადახრებისადმი, ხოლო რიგ შემთხვევებში დამატებითი მმართველობით ზემოქმედების უზრუნველყოფის მიზნით ყალიბდება უკუკავშირი Y, როგორც ამას ადგილი აქვს ნახ. 33.1.-ზე.

სისტემური მიდგომის გამოყენება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ფორმალიზაციის მიმართ შემავალ ზემოქმედებად X ინვესტიციების ვექტორს ეღებულობთ, რომელიც უზრუნველყოფს ინოვაციური პროექტების რეალიზაციას, ხოლო მაროვის სისტემიდან გამომავალ მაჩვენებლად ვიღებთ Y-ს, რომელიც მოგებისა და ინტელექტუალური პოტენციალის მიღწეული დონის მაჩვენებლებია.

R-ის რეაქციად შეიძლება მივიჩნიოთ ეკონომიკური მათემატიკური მოდელების სახით ფორმალიზებული ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის შესაძლებლობები ინვესტიციების რეალიზაციით მიხედვით (X) მოგების მიღებისა და ინტელექტუალური პოტენციალის გადიდების მიზნით (Y) შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესები შემუშაებული გეგმების შესაბამისად. ამასთან სისტემის საგეგმო მაჩვენებლების მართვა შეიძლება ისეთი იყოს, რომ საქონლის მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში რეაქცია იქნება უცვლელი (R=const), ანდა შეიძლება იყოს ცვალებადი. R=ვარ.

ოპერატიული მართვა მიიღწევა: შემავალი ზემოქმედების (X) უკუკავშირების დონის (ΔY) და R სისტემის რეაქციის გარკვეული Y საგეგმო მაჩვენებლიდან (გეგმის კორექტირება) ცვლილებით.



ნახ 33.3. ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის, გადიდების და რეალიზაციის ფორმალიზაციის სისტემები

ერთიანი მიზნის არსებობა და სისტემის შემადგენელი ორი ძირითადი ელემენტის გამოყოფის შესაძლებლობა (ნახ. 33.2.) შესაძლებელს ხდის მოხდეს ინტელექტუალური კაპიტალის სისტემის ფორმალიზაცია. ამასთან ეს სისტემა წარმოდგენილი უნდა იქნას ორი ელემენტისაგან შედგენილი სისტემის სახით, რომლიდანაც ერთი გამიზნულია ინოვაციური პროდუქტის შესაქმნელად, ხოლო მეორე — ინტელექტუალური პროდუქტის შესაქმნელად. ე.ი. ერთი ბლოკი — $\mathbf{R}_2$ -ის რეაქციით არის ფორმალიზებული შემოქმედებითი პროცესი, ხოლო მეორე ბლოკი რეაქციით $\mathbf{R}_1$ — ფორმალიზებული ინოვაციური პროცესი. ასეთი სისტემის თავისებურებაა (ნახ. 33.7) ის, რომ უკუკავშირი პირველი ბლოკიდან გამოსასვლელად ($\mathbf{R}_1$ რეაქციით) გადის როგორც პირველ, ისე მეორე ბლოკზე და უკუ კავშირი მეორე ბლოკიდან (რეაქციით $\mathbf{R}_2$) ასევე გადაეცემა როგორც პირველ, ისე მეორე ბლოკზე გასასვლელს.

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ასეთმა ფორმალიზაციამ შესაძლებელი გახადა გაამარტივეოს როგორც შემავალი, ისე გამომავალი ზემოქმედება. შესვლა ბლოკში $\mathbf{R}_1$ რეაქციით ექცევა $\mathbf{X}_1$-ის ზემოქმედების ქვეშ. რომელიც არის ვეწჩერული ინვესტიციების მაჩვენებელი ინტელექტუალური პროდუქციის შემუშავებაში, ხოლო მეორე ბლოკის შემავალი რეაქცია $\mathbf{R}_2$ - $\mathbf{X}_2$-ის ზემოქმედება, რომელიც ხასიათდება ინოვაციურ პროცესში პირდაპირი ინოვაციებით.

შესაბამისად ბლოკიდან გასვლა, რომელიც ახორციელებს შემოქმედებითი პროცესის ფორმირებას, განისაზღვრება Y_1 ვექტორით, რომელიც ახასიათებს მთელი სისტემის მოძრაობის ორგანიზაციას ინტელექტუალური პოტენციალის განახლებას ტრაექტორიით. ბლოკიდან გასვლა, რომელიც აყალიბებს ინოვაციურ პროცესს. აღწერილია Y ვექტორით, რომელიც ახასიათებს ორგანიზაციის მოგების ზრდის ტრაექტორიას ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციის ხარჯზე.

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესის მოტანილი ფორმალიზაცია, რომლის შედეგად ადგილი აქვს ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნას, გადიდებას, გარდაქმნას და რეალიზაციას, შესაძლებელს ხდის განხორციელდეს მართვის სისტემის მაჩვენებლების და პარამეტრების აღწერა.

33.2. ᲘᲜᲢᲔᲚᲔᲥᲢᲣᲐᲚᲣᲠᲘ ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘᲡ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲛᲐᲩᲕᲔᲜᲔᲑᲚᲔᲑᲘ ᲓᲐ ᲞᲐᲠᲐᲛᲔᲢᲠᲔᲑᲘ

ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემის მაჩვენებლებად მიზანშეწონილია გამოყენებულ იქნას: 1) მოცემულ პერიოდში ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის შედეგად მიღებული ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციიდან შემოსული მოგება; 2) ინტელექტუალური პოტენციალის დონე, რომელიც დაგროვდა ორგანიზაციაში პერიოდის განმავლობაში ამ ორგანიზაციის სპეციალისტების შემოქმედებითი საქმიანობის და სხვა ორგანიზაციებში შეძენილი ინტელექტუალური საკუთრების შედეგად.

სწორედ ეს მაჩვენებლებია ნახ. 33.3-ზე ნაჩვენები ფორმალიზებული სისტემის გამომსვლელ მაჩვენელებად. ასე რომ,

$$Y_1=J_n \qquad (33.1)$$

$$Y_2=S_n \qquad (33.2)$$

ინტელექტუალური კაპიტალის მართვა ხორციელდება ისეთნაირად, რომ ყოველ მოცემულ დროს t მომენტში J_n და S_n მაჩვენებლების მნიშვნელობა შეესაბამებოდეს საგეგმო მაჩვენებლებს, კერძოდ:

$$J_n(t_i)=J_n(\tau_i) \qquad (33.3.)$$

$$S_n(t_i)=S_n(\tau_i) \qquad (33.4.)$$

სადაც τ_i — ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ღონისძიებათა საგეგმო რეალიზაციის მოცემული პერიოდი დროის t-ურ მომენტში.

ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ფორმალიზებული მიზანი შეიძლება ჩამოყალიბდეს როგორც მოთხოვნა დროის t_k მოცემული საბოლოო მომენტისთვის $S_{тр}$ მაჩვენებლის დადგენილი სიდიდისადმი და $J_{тр}$ მაჩვენებლის დონისადმი, რაც ასე შეიძლება ჩაიწეროს:

$$S_n(t_k) \geq S_{тр} \quad (33.5)$$

$$J_n(t_k) \geq J_{тр} \quad (33.5)$$

თუკი ორგანიზაციის ხელმძღვანელობა აყენებს მოგების მაქსიმიზაციის მოთხოვნის დროის მოცემული t_k მომენტისათვის იმ პირობით, რომ ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის დონე არ შემცირდება $J_{тр}$ მოთხოვნილი მნიშვნელობის დონეზე დაბლა, ამ შემთხვევაში ფორმალიზებული მიზანი ჩაიწერება ასეთნაირად:

$$\max S_n(t_k); \quad (33.7)$$

$$J_n(t_k) \geq J_{тр} \quad (33.8)$$

მაგალითად, კომპანია „რუანის“ ხელმძღვანელობა, რომელზეც საუბარი იყო მეორე თავში, მიზნად ისახავს ყოველწლიურად გაორმაგოს მოგების სიდიდე, რომელიც მოდის კორპორაციის ერთ თანამშრომელზე. ასეთი მიზანი ფორმალიზებული სახით შეიძლება ჩაიწეროს ასეთნაირად:

$$S_{пр}(\tau_r) \geq 2S_r \quad (33.9)$$

$$J_n(\tau_r) \geq J_{пр} \quad (33.10)$$

$$S_{пр}(\tau) = \frac{S_n(\tau_r)}{N_k}, \quad (33.11)$$

სადაც τ_r — პერიოდი, რომელიც ერთი წლის ტოლია;

$S_n(\tau_r)$— მოგება, რომელიც მიღებულია მიმდინარე წელს;

$S_{пр}$ — მოგების წილი, რომელიც მიღებულია გასულ წელს, რომელიც მოდის კორპორაციის ერთ მუშაზე;

N_k — კორპორაციის წევრთა რიცხვი.

იქიდან გამომდინარე, რომ მოხერხებულია მართვა განხორციელდეს ერთი მაჩვენებლის მიხედვით, რომლისთვისაც ადვილია აიგოს კონტროლის სისტემა და ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის განვითარების პროგნოზირება, მაშინ ბუნებრივია, უნდა გაანალიზდეს მართვის მითითებული მაჩვენებლების გაერთიანების შესაძლებლობა ერთ მაჩვენებლად S_n და J_n პრინციპულად ასეთი შესაძლებლობა არსებობს იმასთან დაკავშირებით (როგორც ეს მითითებულია პირველ თავში), რომ შეიძლება განხორციელდეს ინტელექტუალური პოტენციალის დონის ღირებულებითი შეფასება, შესაბამისად, მიღებული მოგება S_n და τ_r პერიოდში ორგანიზაციის ინტელექტუალური საქმიანობის შედეგად მიღებული ინტელექტუალური პოტენციალი J_n შეიძლება დაჯამდეს და მიღებული იქნეს მთელი დაგროვების საერთო შეფასება ფულად გამოსახულებაში.

ოღონდაც, თუკი არ განხორციელდა ინტელექტუალური ინოვაციური საქმიანობის პროცესის მართვა J_n მაჩვენებლის მიხედვით, მაშინ შეიძლება აღმოჩნდეს, რომ მოგებისადმი გამოელინებით ორგანიზაცია ამოწურავს თავის ინტელექტუალურ პოტენციალს. შემოქმედებითი პროცესი შეჩერდება, ინოვაციური იდეები აღარ ჩამოყალიბდება, ეს კი მაშინვე გამოიწვევს ორგანიზაციის პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის დაკარგვას, მასზე მოთხოვნის დაცემას და შესაბამისად მოგების ზრდას (S_n-ის) შემცირებას.

ამიტომ ორგანიზაციის მიერ პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგები გონივრულად უნდა იქნას გამოყენებული, რათა სათანადო დონეზე იქნეს შენარჩუნებული როგორც ინოვაციური, ასევე შემოქმედებითი პროცესი, ანუ ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა მთლიანად. ამასთან,

ინოვაციური პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგების (Dun) შეზღუდვა შეიძლება განისაზღვროს როგორც დამატებითი წყარო ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მიზნების ფორმირების საქმეში.

ასე მაგალითად, ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მიზნის ფორმალურ ჩაწერას (33.7); (33.8) დამატებით შეიძლება გამოეყენოთ შეზღუდვა ამონაგებიდან $Д_{ип}$ გადარიცხვის მიხედვით შემდეგი სახით:

$$\delta_i Д_{ип} \geq \delta Д_{тр}, \quad \overline{i=1,n} \qquad (33.12.)$$

$$\delta_j Д_{ип} \geq \delta_j Д_{тр}, \quad \overline{j=1,m} \qquad (33.13.)$$

სადაც $\delta_i Д_{ип}, \delta_j Д_{ип}$ — $Д_{ип}$ ამონაგების ხვედრითი წილი, რომელიც შესაბამისად გადარიცხულია i-ურ ინოვაციური საქმიანობის და j-ურ შემოქმედებითი საჭიროებისათვის.

უფრო მიზანშეწონილია ასეთი მოთხოვნები მართვის სისტემის მიმართ გათვალისწინებული იქნას ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის იმიტაციური მოდელის აგების შემთხვევაში, ხოლო რეალური პროცესისათვის — საგეგმო დოკუმენტაციის შემუშავებისას და ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის კონტროლის სისტემის შექმნისას.

იმისათვის, რომ მხედველობიდან არ გამოგვრჩეს რომელიმე მოთხოვნა სისტემის გასაყვანად მიზნისკენ მიმავალი მოძრაობის ტრაექტორიაზე, აუცილებელია გამოვლინდეს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვის ყველა პარამეტრი. 33.3 ნახაზზე წარმოდგენილი სისტემის ფორმალიზაცია საშუალებას იძლევა განისაზღვროს გარეგანი მართვის პარამეტრების სახით შემავალი ზემოქმედების ექტორები X_1 და X_2, ხოლო შიდა მართვის პარამეტრების სახით — უკუკავშირების ელემენტები ΔY_{11}, ΔY_{12}, ΔY_{21}, ΔY_{22}.

ამასთან ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის რეალურ პროცესებში შემავალ ზემოქმედებად ითვლება ინვესტიციები: X_1 — სახსრები, რომელსაც ორგანიზაცია ღებულობს ვენჩურული ფონდებიდან ინტელექტუალური პროდუქციის შესაქმნელად. X_2 — პირდაპირი ინოვაციები ინვესტიციურ პროცესებში.

შიდა მართვის პარამეტრები ΔY_{21} წარმოადგენს გადარიცხვებს ΔY_{22} ამონაგებიდან, რომელიც მიიღება ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციიდან, რომელიც საჭიროა შემოქმედებითი საქმიანობის მოთხოვნათა უზრუნველსაყოფად (ΔY_{21}) და ინოვაციური პროდუქციის ΔY_{22} წარმოების საჭიროებისათვის.

შემდგომში ამ პარამეტრების აზრთან შესაბამისობაში მიზანშეწონილია მხედველობაში მიეიღოთ შემდეგი გარემოებები:

$$\Delta Y_{21} = \delta_1 S \qquad (33.14)$$

$$\Delta Y_{21} = \delta_2 S \qquad (33.15)$$

შიდა მმართველობის პარამეტრების კიდევ ერთი ჯგუფი ΔY_{21} და ΔY_{22} არიან ის პარამეტრები, რომლებიც განსაზღვრავენ ინტელექტუალური პოტენციალის დონეს, რომელიც გამოიყენება ორგანიზაციის შემოქმედებით და ინოვაციურ პროცესში. მათი აზრობრივი მნიშვნელობის შესაბამისად ეს პარამეტრები უნდა აღინიშნოს შემდეგნაირად:

$$\Delta Y_{11} = \Delta_1 J_n \qquad (33.16)$$

$$\Delta Y_{12} = \Delta_2 J_n \qquad (33.17)$$

აღნიშნულიდან გამომდინარეობს, რომ მართვის გამოყენილი პარამეტრები შეიძლება გამოყენებული იყოს როგორც ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის გეგმების დამუშავებისას, ასევე შემოქმედებითი პროცესის მართვაში ოპერატიული ჩარევის დროს. ამასთან, მმართველობითი ზემოქმედება განისაზღვრება Dun ამონაგებიდან $\delta_1 S$ და $\delta_2 S$ გადარიცხვების სიდიდით, ასევე $\Delta_1 J_n$ და $\Delta_2 J_n$ პარამეტრებისადმი მოთხოვნების ცვლილებით ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის სხვადასხვა ეტაპებზე.

33.3. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმი

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვა ეს არის მისი შექმნის, ზრდის, გარდაქმნისა და რეალიზაციის მართვა ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში. ამასთან ეფექტიანობის მაჩვენებლებია:

- S_n — წმინდა მოგება, რომელსაც ორგანიზაცია ღებულობს ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობიდან მოცემული Ti დროის პერიოდში. იგი ახასიათებს ინტელექტუალური პოტენციალის ქმედითობას, ე.ი. მისი აქტივობას;

  J_n — ინტელექტუალური პოტენციალის დონე, რომელსაც ორგანიზაცია აღწევს იგივე T_i პერიოდში, რომელიც განსაზღვრავს ინტელექტუალური პოტენციალის მდგომარეობას.

მართვის პარამეტრებია:

- დანახარჯების სხვადასხვა სახეები, რაც საჭიროა შემოქმედებითი პროცესის განსახორციელებლად და უზრუნველსაყოფად. — და ინოვაციური პროცესის განსახორციელებლად და უზრუნველსაყოფად (ინტელექტუალური პოტენციალის (კაპიტალის) რეალიზაცია ინოვაციურ პროდუქციაში) — ინოვაციური პროდუქციის წარმოების სიდიდე $V_{\text{წ}}$ და პროდუქციის ერთეულის ფასი P, რომელიც განსაზღვრავს გამოშვებული პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგებს Дuns;
- რეალიზებული ინტელექტუალური პროდუქციის ერთეულთა რაოდენობა და მისი სახეობა, რომელიც მიიღება Б.Іп განზოგადებული პარამეტრებით, რომელთა მნიშვნელობაზე დამოკიდებულია ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგები $Д_{\text{ис}}$;
- შემოქმედებით პროცესში დამუშავებული ინტელექტუალური პროდუქციის ერთეულთა რაოდენობა $\square_1 J_n$ და იმ ინტელექტუალური პროდუქციის ერთეულთა რაოდენობა $\square_2 Jn$, რომელიც რეალიზებულია ინოვაციურ პროცესში ინოვაციური პროდუქციის შექმნისას.

მაჩვენებლებისა და პარამეტრების რაოდენობრივი მნიშვნელობები არის ამოსავალი, მონაცემები ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ?? პერიოდისათვის, მიზნების რეალიზაციის თანმიმდევრული სქემა ამოცანათა სისტემის მეშვეობით წარმოდგენილია ნახ. 3.4.

მიზნის სიტყვიერი ფორმულირება მუშავდება ორგანიზაციის ხელმძღვანელის მიერ. 3.4. ნახაზზე მოცემული მიზანი დასმულია შემდეგნაირად: დროს T_n პერიოდში — კალენდარული წელი. მოცემული იქნას მაქსიმალურად შესაძლებელი მოგება $S_n(T_n)$ იმ პირობით, რომ ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალი ?? ამაღლდება არა ნაკლებ 20 პროცენტით.

ნახ. 33.4.-ზე ეს მიზანი ჩაწერილია შემდეგნაირად:

$$\max S_n(T_n) \qquad (33.18)$$

$$J_n(\tau_n) \geq 1{,}2\, J_n(0) \qquad (33.19)$$

სადაც $J_n(0)$ — ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის დონის რაოდენობრივი შეფასების ამოსაეალი მნიშვნელობა.

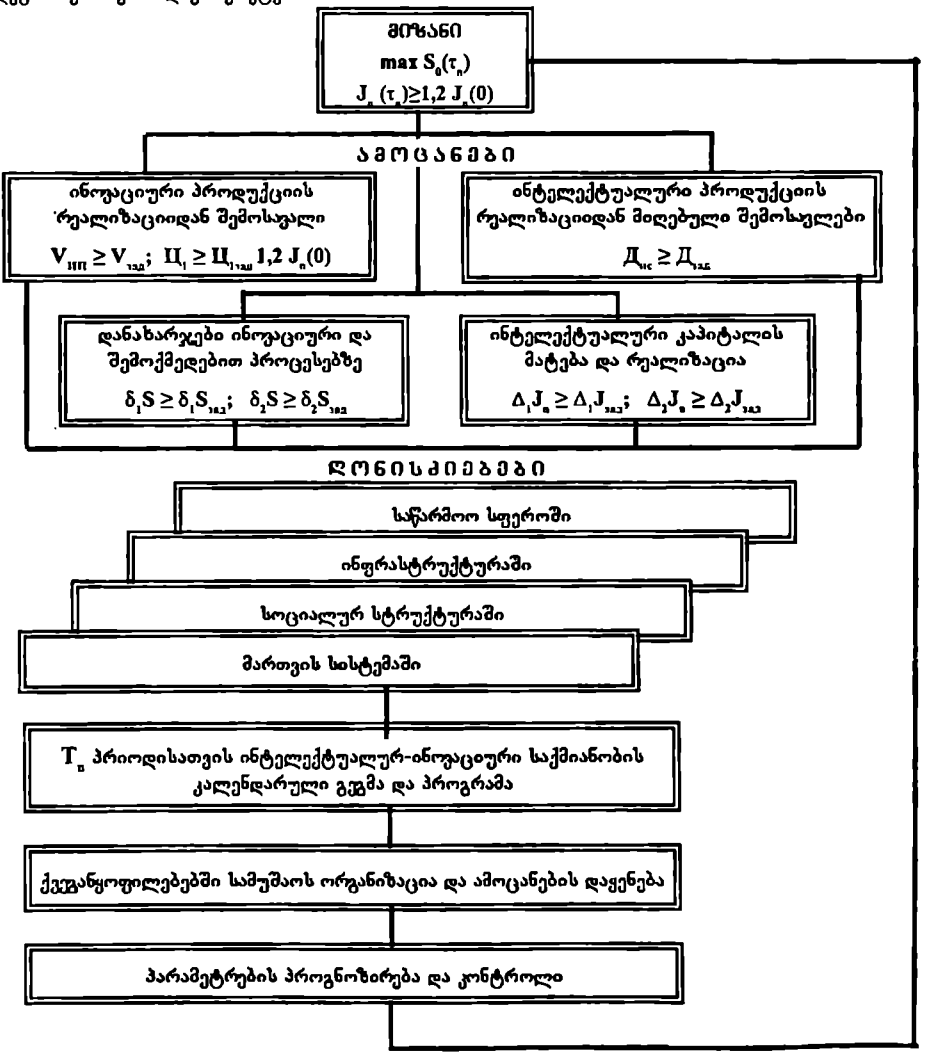
მიზნის რეალიზაცია ხდება ამოცანათა სისტემის მეშვეობით, რომლებიც ყალიბდებიან ჩატარებული გათვლების საფუძველზე, ამ მიზნების მიღწევის შესაძლებლობების პროგნოზირებისას. ასეთი პროგნოზული გათვლები ხორციელდება ინოვაციური პროექტის შემუშავებისას, რომელშიც განისაზღვრება ორგანიზაციის მომავალი შემოსაველები და გასაველები, ანუ მისი ინტელექტულურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვის პარამეტრები.

ნახ. 33.4.-ზე წარმოდგენილია ორგანიზაციის ამოცანები ოთხი ამოცანის ერთობლიობით, ამასთან გაითვალისწინება მართვის მაჩვენებლების და პარამეტრების მოცემულ თაგში გამოყოფილი მოთხოვნა.

ამ ამოცანების გადასაჭრელად ორგანიზაციის მენეჯერები ამუშავებენ პრაქტიკულ ღონისძიებებს შემდეგი მიმართულებით:

- საწარმოო სფეროში;
- ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში;
- ორგანიზაციის სოციალურ ინფრასტრუქტურაში.
- ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვის სისტემაში;

ამ ღონისძიებების საფუძველზე მუშავდება სამუშაოთა პროგრამა და კალენდარული გეგმა და ისმის საკითხები და ამოცანები ქვედანაყოფებისადმი, რომლებიც მონაწილეობდნენ გეგმის რეალიზაციაში შემდეგი საკითხების დაკონკრეტებით:



ნახ. 33.4. მიზნების რეალიზაციის თანმიმდევრობის სქემა მართვის სისტემაში

1) რა ძალებით და საშუალებებით შესრულდეს სამუშაოები;

2) რა ეადებში დაიწყოს და დასრულდეს სამუშაოები;

3) რა შედეგი შეიძლება იქნეს მიღებული სამუშაოების დასრულებიდან...

მართვის მნიშვნელოვანი ელემენტია მიზნისკენ მიმავალი პროცესის კონტროლი და პროგნოზირება და მართვის მაჩვენებელთა ეფექტიანობის შეფასება. კონტროლისა და პროგნოზირების მონაცემების საფუძველზე მიზნისაკენ მიმავალი გათვლილი ტრაექტორიიდან გადახვევის შემთხვევაში მიიღება გადაწყვეტილებები შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესების მართვაში ოპერატიული ჩარევის შესახებ.

საწარმოს საქმიანობის მაკორექტირებელი ზემოქმედებაა შემუშავებული ოპერატიული ღონისძიებები, რომელთა რეალიზაცია ადეკვატური გადაწყვეტილებების მიღების შემთხვევაში იწვევს მიზნისაკენ მიმავალი მოცემული ტრაექტორიისაღმი დაბრუნებას.

მართვის სისტემის სქემა, რომელშიც ასახულია ნახ. 33.4-ზე მოტანილი მიზნისაკენ მიმავალი გზების თანმიმდევრობა, წარმოდგენილია ნახ. 33.5-ზე.

სქემის ცენტრში განთავსებულია მმართველი ორგანო, სადაც ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური პროცესის მართვასთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებების შემუშავება, რომლებიც სქემაზე მოცემულია ინოვაციური პროცესებისათვის R_2-ით და შემოქმედებითი პროცესებისათვის R_1-ის სახით. მმართველ ორგანოს ხელმძღვანელობის პირი, რომელიც ღებულობს გადაწყვეტილებებს — ტოპ-მენეჯერი, რომელიც ხელმძღვანელობს გადაწყვეტილებებს მომზადების ჯგუფს, და რომელიც მჭიდროდაა დაკავშირებული მგეგმავ ქვეგანყოფილებასთან (საგეგმო-ეკონომიკური განყოფილება და ა.შ.) როგორც სქემაზეა ნაჩვენები. მმართველ ორგანოში შემოდის ინფორმაცია მართვის მაჩვენებლების — J_n, S_n-ის მნიშვნელობების შესახებ.

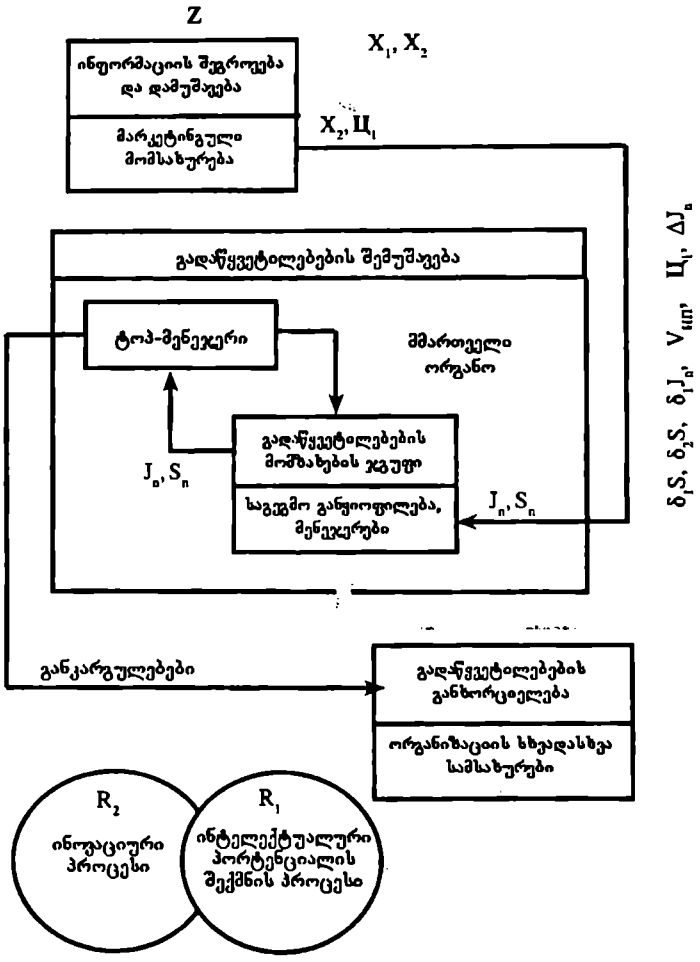
ყველა იმ ინფორმაციის შეკრებას და დამუშავებას, რაც აუცილებელია მართვისათვის ახორციელებს მარკეტინგული სამსახური. ამასთან ეს აისახება არა მარტო გარე გარემოს მდგომარეობაზე (გასაღების ბაზრებზე, კონტროლის მდგომარეობაზე და ა.შ.) - Z, არამედ მმართველი პარამეტრების: $\delta_1 S$, $\delta_2 S$, δJ_n, $V_{\text{ზღ}}$; $Ц_i$. ΔJ_n გავლენის თავისდროულობასა და ქმედითობაზე, არამედ მართვის მაჩვენებლების — J_n-ისა და S_n-ის ეფექტიანობის მაჩვენებელთა საჭირო მნიშვნელობების მიღწევის თვალსაზრისით.

მართვის პარამეტრების ფუნქციონირება

მართვის მექანიზმის გაგებისათვის მნიშვნელოვანი საკითხია თუ როგორ რეალიზდება მართვის პარამეტრები რეალურ ობიექტებზე. **რეალურად ფუნქციონირებად ორგანიზაციებში პროცესების მართვის ბერკეტია ღონისძიებები, რომელთაც შეიმუშავებენ გადაწყვეტილებების მიმღები ჯგუფები, (მენეჯერები).** ამ ღონისძიებების გასატარებლად საჭიროა დანახარჯები $\delta_1 S$ და $\delta_2 S$; ხოლო უზრუნველყოფილი რომ იყოს ამ დანახარჯების განხორციელების შესაძლებლობები, მიიღება გადაწყვეტილება ინტელექტუალური პოტენციალის მთლიანად გამოყენების შესახებ J_n და $Д_{ис}$ ამონაგების მიღებისათვის. ასევე მიიღება გადაწყვეტილებები ფასისმიერ პოლიტიკაში, С ინოვაციური პროდუქციის გამოშვების ოდენობისა და რეალიზაციის შესახებ $V_{\text{ზღ}}$. ოღონდაც მენეჯერების მიერ შემუშავებული ღონისძიებების რეალიზაცია შესაძლებელს გახდის მოხელეს ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის დინამიკის შეცვლა ანდა სტაბილიზირება, და თვითონ ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნა, გადიდება, გარდაქმნა და რეალიზაცია.

შედარებით ეფექტიანები, როგორც წესი, არიან ის ინოვაციური ღონისძიებები, რომლებშიც გამოყენებულია შეღეგების მიღწევის ახალი, უფრო სრულყოფილი და ეფექტიანი პრინციპები. ამასთან ინოვაციურობა განისაზღვრება ღონისძიების არა აბსოლუტური სიახლით, რომლებიც თავისთავად შეიძლება აღიარებული და გამოყენებული იქნას წარმოებას ან სერვისის სხვა დარგებში. კონკრეტულ პროცესში, რომელთა მართვა ხორციელდება მოცემულ ორგანიზაციაში. ეს ცნობილი ღონისძიება შეიძლება გახდეს ინოვაციური რამდენადაც იძლევა ახალ ეფექტს და შესაძლებელს ხდის მიღებული იქნას უკეთესი შედეგი ტრადიციულად გატარებულ ღონისძიებასთან შედარებით (ყველა აკეთებს ისე, როგორც ამას აკეთებდნენ ადრე, ხოლო ნოვატორი აკეთებს ახლებურად).

ინოვაციური ღონისძიებები რეალიზდება ორგანიზაციის საქმიანობის იგივე მიმართულებით, როგორც ეს იყო წარმოდგენილი პირველ თავში ნახ. 31.8-ზე.



ნახ. 33.5. ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემის სქემა

ყველაზე მნიშვნელოვანი ქმედითი ღონისძიებები ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვისას არის ინოვაციური ღონისძიებები საწარმოო სფეროში და ინფრასტრუქტურაში. სტრუქტურაწარმომქმნელ საწარმოს ურთიერთზემოქმედება ინფრასტრუქტურაზე სქემატურად წარმოდგენილია ნახ. 31.10-ზე. ამასთან საჭიროა საკმაოდ გულდასმით იქნას განხილული სტრუქტურაწარმომქმნელი საწარმო, როგორც ინტელექტუალურ-ინოვაციური ორგანიზაცია, რომელიც ქმნის და რეალიზაციას უკეთებს ინოვაციურ და ინტელექტუალურ პროდუქციას.

წარმოებაზე და მის ინფრასტრუქტურაზე ასეთი წარმოდგენიდან გამომდინარე, ამ სფეროში ინოვაციური ღონისძიებების რეალიზაცია უნდა კლასიფიცირებული იქნეს ისე როგორც ეს წარმოდგენილია ნახ. 31.11-ზე და ნახ. 31.14-ზე. ინოვაციური ღონისძიებების გამოყენების მთავარი მიმართულებები საწარმოო სფეროში არის ასეთი:

ტექნოლოგიური ცვლილებები საწარმოო და შემოქმედებით პროცესებში.

ცვლილებები სამეურნეო საქმიანობის ორგანიზაციულ ფორმებში.

ყველა შესაძლო ინოვაციის ჩამოთვლა ამ ორი მიმართულების ღონისძიებებში შეუძლებელია, ვინაიდან ინოვაციური ღონისძიებების შემუშავება-შემოქმედებითი პროცესია, რომლის შედეგადაც ჟალობდება როგორც სრულიად ახალი ღონისძიებები, ასევე უკვე ნაცნობი ღონისძიებებიც, რომლებიც ვითარდებიან მათი უფრო ეფექტიანი გამოყენების მიმართულებით.

ანალოგიური დასკვნის გაკეთება შეიძლება ინოვაციური ღონისძიებების მიმართულებების რეალიზაციის ინფრასტრუქტურაში. ნახ. 31.11-ზე მოტანილი მიმართულებები შეესაბამება წარმოების ინფრასტრუქტურაზე ზემოქმედების სქემას (ნახ. 31.10). მათ მიეკუთვნება შემდეგი: 1) პროდუქციის რეალიზაცია (გასაღება); 2) მომხმარებელთა სერვისი; 3) ენერგიისა და რესურსების მიწოდება; 4) კომუნიკაციები და კავშირი; 5) დაფინანსება.

მხედველობიდან არ უნდა გამოგვრჩეს ღონისძიებები ორგანიზაციის სოციალურ სტრუქტურაში (ნახ. 31.12) განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ზემოქმედების განათლების სისტემის დაწესებულებების მიმართ, რომლებიც უშუალო ზემოქმედებას ახდენენ ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის, ზრდისა და გარდაქმნის პროცესებზე.

ინოვაციური ღონისძიებების გამოყენება ორგანიზაციის მართვის სისტემაში (ნახ. 31.13) ხორციელდება არა როგორც მმართველობითი ზემოქმედება კონკრეტულ ინოვაციურ ანდა შემოქმედებით პროცესზე, არამედ როგორც ქმედება, რომელიც უზრუნველყოფს ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციურ პროცესს მთლიანად, მაგრამ პირველ რიგში კი: ა) მართვის სისტემით გადაწყვეტილ ამოცანებში; ბ) მმართველი — სპეციალისტების კადრობრივ შერჩევაში; გ) მართვის ტექნოლოგიაში.

ასე რომ, ინტელექტუალური კაპიტალის წარმატებული მართვა განისაზღვრება მიზნის სწორი შერჩევით და სისტემის მიერ ამოცანის დასმით, რომელთა გადაწყვეტა უზრუნველყოფს მიზნის მიღწევის ღონისძიებების ერთობლიობის შემუშავებასა და რეალიზაციის გზით საწარმოო სფეროში ორგანიზაციის ინფრასტრუქტურაში და სოციალურ სტრუქტურაში.

33.4. გადაწყვეტილებების მიღება და რეალიზაცია ინტელექტუალური კაპიტალის მართვისას

33.4.1. მმართველობითი გადაწყვეტილებების ტიპები

თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში, ასევე ამ ლიტერატურაში, რომელიც აშუქებს მართვის საკითხებს ეკონომიკასა და ბიზნესში, ცნების „მმართველობითი გადაწყვეტილება“ განმარტება არასრულყოფილია.

შედარებით სრულყოფილად ავტორები მიიჩნევენ შემდეგ განმარტებას: „მმართველობითი გადაწყვეტილება — ეს არის ალტერნატივებიდან ერთ-ერთის შეგნებულად შერჩევა, რომლებიც განსაზღვრავენ რაციონალურ გზებსა და მოქმედების სახეს დასახული მიზნების მისაღწევად ორგანიზაციის ინტელექტუალურ პოტენციალის და ფინანსური რესურსების შეზღუდვების შემთხვევაში მოცემულ სიტუაციაში. ამასთან შექმნილი სიტუაცია ხასიათდება ძირითადად საზოგადოებრივი

მოთხოვნებით და სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის მიღწევებით, რომლებიც განსაზღვრავენ ყოველ კონკრეტულ დროის პერიოდში მატერიალური და ინტელექტუალური პროდუქციის ბაზრის მდგომარეობას, კონკრეტულ გარემოს, ტექნოლოგიური გარემოს შესაძლებლობებს, ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის შექმნის, გაღიდებისა და რეალიზაციის თავისებურებებს და ა.შ.

ინტელექტუალური კაპიტალის მართვისას ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში ადგილი აქვს ორი ტიპის მმართველობით გადაწყვეტილებას: 1) ფუნდამენტური გადაწყვეტილება; 2) ოპერატიული გადაწყვეტილება.

ᲤᲣᲜᲓᲐᲛᲔᲜᲢᲣᲠᲘ ᲒᲐᲓᲐᲬᲧᲕᲔᲢᲘᲚᲔᲑᲔᲑᲘ

ფუნდამენტური გადაწყვეტილება მიიღება მიზნის განსაზღვრის შემდეგ, რომელთა მიღწევა გათვალისწინებულია დროის მოცემულ მონაკვეთში ღონისძიებათა დიდი რიცხვის განხორციელების შემდეგ საწარმოო სფეროში, ინფრასტრუქტურაში და საწარმოს სოციალურ სტრუქტურაში, ასევე არცთუ ისე იშვიათად ორგანიზაციის მართვის სტრუქტურაში. ეს გადაწყვეტილება ხორციელდება სამუშაოთა პროგრამისა და გეგმის შედგენით. დროის მთელი პერიოდის მონაკვეთში დასახული მიზნის მიღწევამდე. **ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ერთი ციკლის განმავლობაში მიიღება ორი ფუნდამენტური გადაწყვეტილება.**

1) ინოვაციური იდეის შერჩევის, მისი განეთარებისა და წარმოებაში დასანერგად მოშზადების თაალსაზრისით.

2) ინოვაციის წარმოებაში დანერგვის და სერიული პროდუქციის გასაღების მიხედვით.

პირველი ფუნდამენტური გადაწყვეტილება სრულდება სამეცნიერო-კელევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოები გეგმის შედგენიდან ინოვაციური პროდუქციის საცდელი ნიმუშების შექმნამდე, მის გამოცდამდე, წარმოებაში დაყვანამდე და სამართლებრიეი დოკუმენტების მიღებამდე სამრეწველო საკუთრების ობიექტზე (პატენტი გამოგონებაზე, სასარგებლო მოდელი ანდა სასარგებლო ნიმუში).

მეორე ფუნდამენტური გადაწყვეტილების დასრულება არის ინოვაციური პროდუქციის სერიული წარმოებისა და გასაღების შესახებ სამუშაოების გეგმა.

ᲝᲞᲔᲠᲐᲢᲘᲣᲚᲘ ᲒᲐᲓᲐᲬᲧᲕᲔᲢᲘᲚᲔᲑᲔᲑᲘ

ოპერატიული გადაწყვეტილება მიიღება საგეგმო სამუშაოთა მსვლელობის კონტროლისა და პროგნოზირების შედეგების მიხედვით. ოპერატიული გადაწყვეტილებებიდან შეიძლება გამოვყოთ ორი სახეობა:

სრულმასშტაბიანი გადაწყვეტილებები, რომლებიც დასრულდება ღონისძიების ცალკეული მაკორექტირებელი მაკონტროლებელი პროცესის შემუშაევებით;

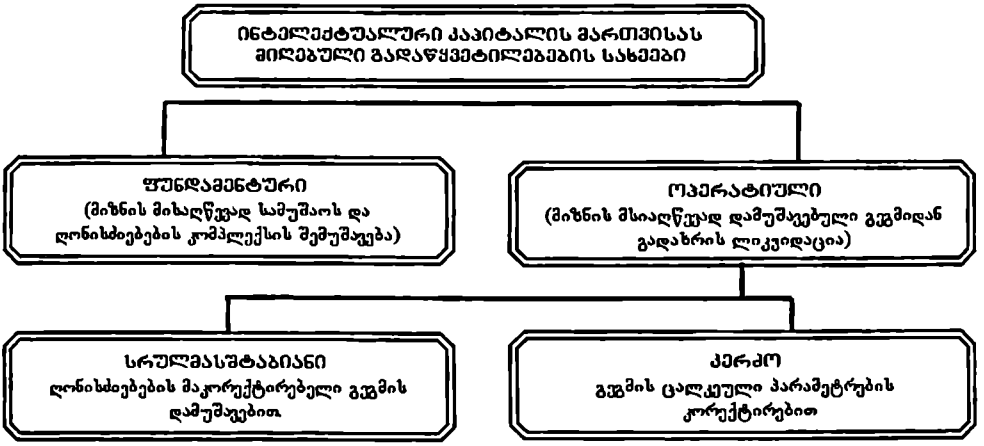
კერძო გადაწყვეტილებები, რომლებიც დაკავშირებულია მაკონტროლებელი პროცესის ცალკეული ღონისძიებით პარამეტრების კორექტირებასთან.

ოპერატიული გადაწყვეტილებების მიზანია მოძრაობის შემუშავებული ტრაექტორიიდან მაჩვენებლის საგეგმო მნიშვნელობებიდან გადახრების ლიკვიდაცია.

გადაწყვეტილებების ყველა ტიპები, რომლებიც მიიღებიან ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვის პროცესში, წარმოდგენილია ნახ. 33.6-ზე. სრულმასშტაბიანი ოპერატიული გადაწყვეტილების მაგალითია სერიული პროდუქციის გაშვებისთანაეე მოშზადების სამუშაოთა გეგმაში ინოვაციური დამუშავებების ჩართეა პროდუქციის საცდელი პარტიის გასაღების შედეგებიდან გამომდინარე. ასეთი ღონისძიებები მოითხოვენ დამატებით ხარჯებს, ამ ამოცანის გადასაჭრელად ორგანიზაციის ინტელექტუალური პოტენციალის მოხილეას, დაგეგმილი ღონისძიებების თანმიმდევრობის დროში ცვლილებებს, საგეგმო სამუშაოების შესრულების კონტროლის შედეგების მიხედეით.

ოპერატიული გადაწყვეტილებების განხორციელების ხანგრძლივობა გაცილებით მცირეა ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების რეალიზაციის ხანგრძლივობასთან შედარებით, რაც შეესაბამება მის განსაზღვრებას. ამასთან დაკავშირებით დროის პერიოდი, რაც საჭიროა ოპერატიული გადაწყვეტილებების მისაღებად, ასევე მცირეა იმ პერიოდთან შედარებით, რომელიც საჭიროა ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების შესამუშავებლად და მისაღებად.

მიღებული გადაწყვეტილებების სიმარტივის ან სირთულის მიუხედავად მათი მოშზადებისა და მიღების პროცედურა უცილელი რჩება. განსხვავება მდგომარეობს მხოლოდ გადასაწყვეტი ამოცანების სირთულესა თუ სიმარტივეში და უფრო რაციონალურ ალტერნატივათა დასაბუთების კრიტერიუმებში.



ნახ. 33.6. გადაწყვეტილებათა ტიპები. რომელთაც ღებულობენ ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვისას

33.4.2. გადაწყვეტილებების მიღების პროცედურა

მმართველობითი გადაწყვეტილებები ეს არის მენეჯერის გონებრივი შრომის შედეგი, რომელიც ახდენს მრავალი ალტერნატივებიდან ერთ-ერთის არჩევას. ამასთან აუცილებელია გათვალისწინებულ იქნას სიტუაცია, როცა ხდება გადაწყვეტილების მიღება და შეზღუდვები, რასაც ადგილი აქვს მიზნის მიღწევისათვის არსებულ რესურსებთან ინტელექტუალური პოტენციალის დონესთან და ფულადი რესურსების არარსებობასთან მიმართებაში.

აქედან გამომდინარე, გადაწყვეტილების მიღების პროცედურა შესაძლებლობას უნდა იძლეოდეს ჯერ ჩამოყალიბდეს ამოსავალი მონაცემების ბლოკი რესურსების არსებობისა და ორგანიზაციის შესაძლებლობების თვალსაზრისით იმ გარემოებების გათვალისწინებით, რომელიც განსაზღვრავს სიტუაციას, რომელშიც ხორციელდება მიზნისაკენ მისწრაფება.

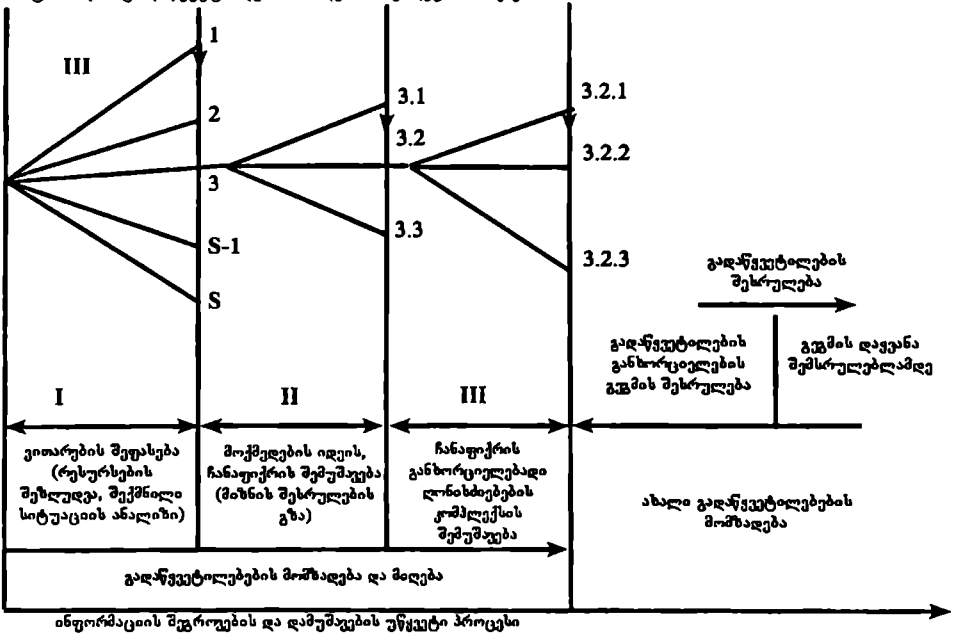
კერძო ოპერატიული გადაწყვეტილებები ეხება საგეგმო ღონისძიებების მხოლოდ ცალკეული პარამეტრების ცვლილებას, მაგალითად, რომელიმე ღონისძიების შესრულებისთვის საჭირო არარსებული რესურსების შევსება, დამატებითი ასიგნებების გაღება რომელიმე საგეგმო სამუშაოებისთვის და მსგავსი ცვლილებები.

მრავალი ოპერატიული გადაწყვეტილების მიღებაა საჭირო ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების რეალიზაციის პროცესში, გადაწყვეტილების მიღების პროცედურაში შემდეგი ნაბიჯია მიზნისაკენ მიმავალი გზების განსაზღვრა, მისი მიღწევების კონცეფციის ალტერნატიული ვარიანტების შერჩევა.

მას შემდეგ, რაც შეირჩევა მიზნისკენ მიმავალი გზებიდან შედარებით რაციონალური გზა, აუცილებელია შემუშავდეს ორგანიზაციის „ქმედების" სახე, ე.ი. მიზნის მიღწევის შემუშავებული

გზის რეალიზაციისთვის ღონისძიებათა კომპლექსი. გადაწყვეტილების მიღების პროცედურის ამ დამასრულებელ ეტაპზე ისევე როგორც წინა პერიოდში, ხდება შემოთავაზებული ალტერნატიულებიდან ისეთი ღონისძიებების შერჩევა, რომელიც შედარებით ეფექტიანად უზრუნველყოფს მიზნისაკენ მიმავალი შერჩეული გზის რეალიზაციას.

გადაწყვეტილების მიღების პროცედურის ასეთი სამბიჯიანი სქემა მოტანილია ნახ. 33.7-ზე, სადაც მოტანილია გადაწყვეტილების მიღების შემდეგი ნაბიჯები:



ნახ. 33.7. გადაწყვეტილების მიღების პროცესის სამბიჯიანი ციკლური სქემა

1) გარემოების შეფასება (რესურსების შეზღუდულობის განსაზღვრა და მონაცემების მოშზადება ბაზარზე შექმნილი სიტუაციისა და კონკურენტთა შესაძლო წინააღმდეგობების შესახებ).

2) ქმედების ჩანაფიქრის განხორციელება (მიზნისაკენ მიმავალი შესაძლო გზების ძიება, მართვის მაჩვენებლებსა სათანადო ტრაექტორიების ძიება ამ მაჩვენებლების სათანადო დონის მისაღწევად).

3) ღონისძიებების კომპლექსის შემუშავება, ჩანაფიქრის სარეალიზაციოდ. (მიზნისაკენ მიმავალი შერჩეული გზა), შესაძლო ღონისძიებების სიმრავლიდან მიზნისაკენ მიმავალი იმ გზების ძიება, რომელიც უფრო შეესაბამება მიზნისაკენ მიმავალ შერჩეულ გზას, ასევე ღონისძიებების შერჩეული კომპლექსის რეალიზაციის პროცესის ყველა მაჩვენებლისა და პარამეტრის შეფასება.

პირობითად შეიძლება ჩაითვალოს, რომ ამ პროცედურის პირველ და მეორე ბიჯის დროს მიიღება ოთხი გადაწყვეტილება: საერთო გადაწყვეტილების მიღების პირველი ნაბიჯის დროს ხდება გარემოების შეფასების არსებული ალტერნატიული ვარიანტების სიმრავლიდან ერთის შერჩევა (წარმოდგენილი მონაცემების სისრულისა და სანდოობის გათვალისწინებით), ხოლო მეორეზე — მიზნისაკენ მიმავალი გზებთან რაციონალურის შერჩევა;

პირველი ნაბიჯის დროს მიღებულ გადაწყვეტილებას ხშირად საინფორმაციო გადაწყვეტილებას

უწოდებენ, ხოლო მეორე ნაბიჯის დროს მიღებულ გადაწყვეტილებას — კონცეპტუალურს. საშუალეგო გადაწყვეტილება (ამ პროცედურის მესამე ნაბიჯი) არის მმართველობითი გადაწყვეტილება.

მმართველობითი გადაწყვეტილების შინაარსის საფუძველზე ხდება მისი რეალიზაციის გეგმის შემუშავება ე.ი. დასახული მიზნის განხორციელების გეგმა, რომელშიც ყველა ღონისძიებისათვის განსაზღვრავენ დროს, ძალებსა და საშუალებებს, ასევე ურთიერთკავშირის გეგმის სხვა ღონისძიებებთან. გეგმის დამუშავება და მისი თანმიმდევრული დაყვანა, შემსრულებლამდე არის გადაწყვეტილების რეალიზაციის პროცესის საფუძველი და დასაწყისი.

33.4.3. გადაწყვეტილების მიღების აღგილი ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმში

მართვის მექანიზმში, მათ შორის ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის მექანიზმში (იხ. ნახ. 3.5) გადაწყვეტილებების მიღებისა და რეალიზაციის პროცესი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს. იგი არის მთელი მართვის მექანიზმის საყრდენი, ხოლო გადაწყვეტილების მიღების საშუალეგო მომენტი განსაზღვრავს მართვის ბერკეტებს — დასახული მიზნების მიღწევის ღონისძიებებს. მართლაც, მოცემულ სქემაზე სუსტადაა განსაზღვრული ქმედებების თანმიმდევრობა მიზნისაკენ მიმავალ გზაზე: 1) ღონისძიებების კომპლექსის შემუშავება; 2) ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროგრამისა და გეგმის შემუშავება დასახული მიზნის მიღწევის პერიოდში. (გადაწყვეტილების რეალიზაცია).

ამოცანათა გადაწყვეტის სქემაზე წარმოდგენილი ბლოკები რეალიზებას უკეთებს მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების პირველ და მეორე ნაბიჯებს, რამდენადაც შესაძლებელს ხდის განისაზღვროს სისტემის მოძრაობის ტრაექტორიის პარამეტრები. ინტელექტუალური კაპიტალის მართვაში (იხ. ნახ. 33.5). ესაა ამოცანები შემოსავლების Dun და Dac-ს განსაზღვრისათვის ინტელექტუალურ-საინოვაციო საქმიანობის შედეგებიდან, ინტელექტუალურის პოტენციური ზრდა J_n და შემოსავლების ზრდა B, S და B_zS მიზნის მიღწევის შერჩეულ გზაზე მოძრაობისას. დასახული მიზნების მისაღწევად უნდა მოშზადდეს ამოსავალი მონაცემები (გადაწყვეტილების მიღების პირველი ნაბიჯი) შემდეგი შინაარსით:

1) ორგანიზაციის რესურსები:

- მატერიალური აქტივები (ფულადი სახსრები, ნედლეულის მარაგები, მოწყობილობათა პარკი, მიწოდების და კაშირის საშუალებების საშუალებები და ა.შ.);
- არამატერიალური აქტივები (პატენტები გამოგონებაზე, სასარგებლო მოდელები და სამრეწველო ნიმუშები, ნოუ ჰაუ, ლიცენზიები, ელ. გამომთელელი მანქანების პროგრამები და ა.შ.);
- სამუშაო ძალა და სხვა საშუალებები.

2) ფაქტორები, რომლებიც განსაზღვრავენ გარემოებებს ორგანიზაციის გარეთ (სიტუაციას):

- ინფრასტრუქტურული (ნედლეულისა და მაკომპლექტებელი ელემენტების მომწოდებლები; ფინანსური მზარდაჯერის და ინვესტიციების მიღების შესაძლებლობები, კომუნიკაციების მდგომარეობა სერვისული ქსელის განვითარება, დილერული შესაძლებლობები და ა.შ.);
- საბაზრო (სამომხმარებლო მოთხოვნა ინტელექტუალური და მატერიალურ პროდუქციაზე პატენტის ყიდვას ან სალიცენზიო ხელშეკრულების დადების შესაძლებლობა, შესაბამისი საბაზრო ნიმუშების მდგომარეობა და ა.შ.);
- შესაძლო წინააღმდეგობები კონკურენტი ორგანიზაციების მხრიდან;
- ამოსავალი ინფორმაციის შინაარსი და სიდიდე დამოკიდებულია გადაწყვეტილების ტიპზე. ასე მაგ. ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების შემუშავებისას ინოვაციური იდეის შერჩევისას, მისი განვითარება და წარმოებაში დანერგვისადმი მოშზადება, ძირითად ბლოკებად, ამოსავალი მონაცემები იქნება:

1) ორგანიზაციის რესურსების მიხედვით:

- ფულადი სახსრები სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე, საცდელი ბაზის არსებობა, საცდელი წარმოების შესაძლებლობები და სხვა;
  სამეურნეო და საკონსტრუქტორო დამუშავებების არსებობა პროდუქციის განვითარების შერჩეულ მიმართულებაში (ანალოგიური პროდუქციის შექმნის გამოცდილება, ელექტრონულ გამომთვლელი მანქანების პროგრამების და გათვლის მეთოდიკების, გამოცდის და ა.შ. შექმნის გამოცდილება);
  კოლექტივის სპეციალისტების შემოქმედებითი ამოცანების გადაწყვეტის მოშზადება, აუცილებელი საორგანიზაციო ტექნიკის არსებობა, კომპიუტერების, ლიტერატურის და ა.შ. არსებობა).

2) გარე გარემოებების მიხედვით:

- შემუშავებული ინოვაციური იდეის ვენჩურული ინვესტირების შესაძლებლობები;
- საპატენტო ძიების მონაცემები (დაპატენტებული ანალოგების არსებობა პროდუქციის განვითარების შერჩეული მიმართულებით, მათი ხარისხი და საკონსტრუქტორო გადაწყვეტილებების დასრულება);
- შესაძლო დანახარჯები პატენტების შეძენაზე ანდა სალიცენზიო ვალდებულებების დასკვნა კონკურენტების მიერ უკვე ათვისებული პროდუქციის წარმოებაზე.

მეორე ფუნდამენტური გადაწყვეტილების მიღებისას წარმოებაში ინოვაციის დანერგვის და სერიული პროდუქციის შემდგომი გასაღების თვალსაზრისით საჭიროა სხვა შინაარსის ამოსავალი მონაცემები. ასევე, ორგანიზაციის რესურსების მიხედვით საჭიროა ინფორმაცია ინოვაციის დანერგვისა და რეალიზაციის საერთო დანახარჯების მიხედვით, ხოლო იმ ფაქტორების მიხედვით, რომლებიც განსაზღვრავენ გარემოებას ორგანიზაციის გარეთ, აუცილებელია მონაცემები:

- **ტექნოლოგიური ტრანსფერტის შესაძლებლობების მიხედვით** (ინოვაციური პროექტის თანაშემსრულებლებისათვის — ნედლეულისა და მაკომპლექტებელი ელემენტების მიმწოდებლებთან);
  ინოვაციური პროდუქციის მომხმარებლის მომსახურების მიხედვით;
  კონკურენტების განვითარების მოსალოდნელი ნაბიჯების მიხედვით და მათი საწინააღმდეგო ქმედებების შეფასების მიხედვით.

ამოსავალი მონაცემების დაჯგუფება

ინფორმაციის მიღების თვალსაზრისით ყველა ამოსავალი მონაცემები ამოცანების გადასაწყვეტად გადაწყვეტილების მიღების პროცესში რაოდენობრივი შეფასებებიდან გამომდინარე იყოფა სამ ჯგუფად:

I ჯგუფი — განსაზღვრული (ფიქსირებული) ფაქტორები, მაგალითად; მონაცემები მატერიალური აქტივების შესახებ, რომლებიც ზუსტად ფიქსირდება ორგანიზაციის საბუღალტრო ანგარიშგებაში.

II ჯგუფი — შემთხვევითი ფაქტორები, რომელთათვის ცნობილია ალბათური განაწილებები, მაგალითად, სამომხმარებლო მოთხოვნის შეფასება განსაზღვრული სახის საქონელზე.

III ჯგუფი — განუსაზღვრელი ფაქტორები, რომელთათვის ცნობილია მათი შესაძლო მნიშვნელობის მხოლოდ სფერო. მაგალითად, კონკურენტული ორგანიზაციების შესაძლო წინააღმდეგობები. მაგალითად, კონკურენტული ორგანიზაციის შესაძლო წინააღმდეგობანი, ისეთები, როგორიცაა დემპინგურ ფასებზე გადასვლა ფასის მიერ პოლიტიკაში, პატენტების და ლიცენზიების შეძენა და ა.შ. შეიძლება ადგილი ჰქონდეს შემთხვევით ფაქტორებსაც ცნობილი ალბათური მახასიათებლების არასრულყოფილებით. როგორც ნებისმიერი სახის გადაწყვეტილების მოშზადება, ამოსავალი მონაცემების ფორმირების და ინფორმაციული გადაწყვეტილებების შემდგომი მიღება მათი გამოყენების მიხედვით ტრაექტორიის შერჩევა მომდევნო ამოცანების მიხედვით მიზნისაკენ მიმავალი ტრაექტორიის შერჩევა ხდება რამდენიმე ხერხით.

დასაწყისში იკრიბება ყველა შესაძლო სხვადასხვა სამსახურებისათვის ხელმისაწვდომი მონაცემები ორგანიზაციის რესურსების მიხედვით და სიტუაციები მის გარეთ. მეორე ნაბიჯზე ამოსავალი მონაცემების ყველა n რაოდენობიდან აირჩევა მხოლოდ ისინი, რომლებიც ხელმისაწვდომობისა და შედეგების მიღების აქტუალობის მიხედვით არიან უფრო მნიშვნელოვანი და აუცილებელი.

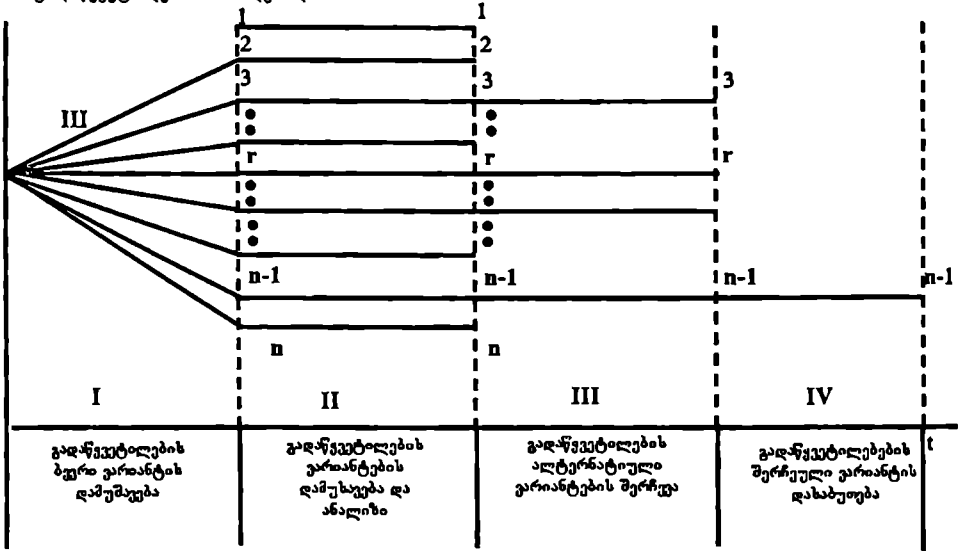
33.4.4. მმართველობითი გადაწყვეტილებების გამომუშავება

გადაწყვეტილების კონცეპტუალური და მმართველობითი ნაწილი მზადდება და მიიღება იმ სქემასთან სრული შესაბამისობით, რომელიც მოტანილია ნახ. 33.8. კონცეპტუალური გადაწყვეტილების მოშზადებისას თაედაპირველად მუშავდება მიზნის მიღწევის ვარიანტები. მაგალითად, პირველი ფუნდამენტური გადაწყვეტილების კონცეფციის შემუშავებისას ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში — ინოვაციური იდეის შემუშავება და მისი შემდგომი განვითარება — შეიძლება იყოს შემდეგი ვარიანტები:

- ორგანიზაციის საწარმოო ციკლში ახალი პროდუქციის შემუშავება და დანერგვა;
- ტექნოპარკთან თანამშრომლობით პროდუქციის ახალი სახის შემუშავება და პატენტის რეალიზება ინტელექტუალური საკუთრების ბაზარზე;
- ცნობილი ბრენდის წარმოებაზე ლიცენზიის შეძენა;
- პატენტის შეძენა პროდუქციაზე, რომელიც შემუშავებულია ორგანიზაციის მიერ და ამის საფუძველზე პერსპექტიული სახის პროდუქციის შექმნა;
  ლიცენზიის შეძენა ბრენდის წარმოებაზე, მისი წარმოების ორგანიზება და ამის პარალელურად საკუთარი ინოვაციის შემუშავება.

ვარიანტები შეიძლება იყოს მნიშვნელოვნად მეტი.

ვარიანტების შემუშავებისა და ანალიზის შემდეგ (მეორე ნაბიჯი ნახ. 33.8-ზე) ხორციელდება ალტერნატიული ვარიანტების დასაბუთებული შერჩევა (მესამე ნაბიჯი ნახ. 33.8.) საბოლოო გადაწყვეტილების მისაღებად.



ნახ. 33.8 გადაწყვეტილების ვარიანტის ციკლის მოშზადება და შერჩევა

დარჩენილი მინიმუმიდან მაგალითად ორი-სამი ვარიანტი მეოთხე ნაბიჯზე პირი, რომელიც იღებს გადაწყვეტილებას, ირჩევს ერთადერთს, რომელსაც ახასიათებს დამატებითი ხარისხობრივი კრიტერიუმები. მაგალითად, მესამე ეტაპზე ალტერნატივის სახით რჩება ორი ვარიანტი, ისეთი, როგორიცაა:

ორგანიზაციის შემოქმედებითი კოლექტივის შემუშავებული ახალი პროდუქციის დანერგვა: ლიცენზიის შეძენა ცნობილი ბრენდის წარმოებაზე.

ეფექტიანობის ყველა მაჩვენებლის მიხედვით ეს ვარიანტები შეიძლება აღმოჩნდნენ პრაქტიკულად სხვადასხვა მნიშვნელობის მქონენი და ორგანიზაციის განვითარების პერსპექტივის პოზიციიდან ხელმძღვანელი ირჩევს ახალი პროდუქციის დანერგვის ვარიანტს, თუმცა მისთვის გასაგები იქნება რომ ბაზარზე ახალი პროდუქციით გასელის რისკი უფრო მაღალია, ვიდრე ორგანიზაციის მიერ ცნობილი ბრენდის ორგანიზაციაში ათვისების რისკი ლიცენზიის შეძენით.

ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების განხორციელების ძირითადი მიმართულებები

გადაწყვეტილების მმართველობითი ნაწილი ემთხვევა ღონისძიებების მიზნობრივი ნაკრების შემდგომ შერჩევას და შემუშავებული კონცეფციის რეალიზაციას. ღონისძიების ფუნდამენტური გადაწყვეტილების კონცეფციის რეალიზაციისას „ორგანიზაციის შემოქმედებითი კოლექტივის მიერ შემუშავებული ინოვაციური პროდუქციის დანერგვას" შეიძლება მივაკუთვნოთ ღონისძიებები და სამუშაოები, რომლებიც შემუშავებულია შემდეგი მიმართულებების მიხედვით:

- **საწარმოო სფერო** — სამეცნიერო-კვლევითი სფეროს სექტორის სრულყოფა, საცდელ-საკონსტრუქტორო დამუშავებაში, პროდუქციის გამოცდა და წარმოებაზე დაყენება და ა. შ.
  სოციალური სტრუქტურა — შემოქმედებითი პროცესის მოტივაცია, სპეციალისტების კვალიფიკაციის ამაღლება კვლევის და დაპროექტების კულტურის ამაღლება და ა.შ.
  ინფრასტრუქტურა — ინოვაციის ჩანაფიქრის შემსრულებლების არჩევა, საპატენტო ძიების ჩატარება, ინფორმაციის გარე წყაროებიდან ინფორმაციის მიღება და ა.შ.
  მართვის სისტემა — ამოცანის დასმა კვლევების ჩასატარებლად, ჩამოყალიბებული ინოვაციური იდეების პერსპექტივებისა და კომერციული მნიშვნელობის შეფასება და ა.შ.

შემუშავებული ღონისძიებებიდან შეირჩევიან მხოლოდ ისინი, რომლებიც არიან:. ა) აუცილებელნი კონცეფციის რეალიზაციის ტექნოლოგიურ ჯაჭვში; ბ) უზრუნველყოფს კონცეფციის უფრო ეფექტიან რეალიზაციას მართვის მაჩვენებლებისა და პარამეტრების ჩატარებული შეფასების შესაბამისად.

ამის საფუძველზე შემუშავებული ღონისძიებები და სამუშაოები შეადგენს გადაწყვეტილების რეალიზაციის გეგმის საფუძველს, რომელიც გადაწყვეტილების მიღების მთელი პროცესის დამასრულებელი აკორდია.

ანალოგიურად ხდება მეორე ფუნდამენტური გადაწყვეტილების მმართველობითი ნაწილის შემუშავება. შემუშავებული ღონისძიებების ერთიანობა და სამუშაოთა კომპლექსი ითვალისწინებს ინოვაციური პროდუქციის სერიული წარმოების მომზადებას, საწარმოო სიმძლავრეების და გასაღების სისტემის ამოქმედებას ბიზნეს-გეგმის მიერ განსაზღვრული მაჩვენებლების დონეზე.

გადაწყვეტილების ქმედითუნარიანი მოდელი

გადაწყვეტილების მიღების პროცესში მეტად არსებითი მნიშვნელობა აქვს ქმედითუნარიანი მოდელების არსებობას, რომლის გამოყენებითაც შეიძლება შეფასდეს მიზნის მიღწევის მაჩვენებლების ხარისხი. როცა ხდება ინტელექტუალური ინოვაციური საქმიანობის ციკლის მოსამზადებელი ან საწარმოო ნაწილის აგების კონცეფციის ვარიანტის შერჩევისას. ამასთან გადაწყვეტილების შემუშავება და გადაწყვეტის შესაძლებლობები დამოკიდებულია არა მარტო საანგარიშო მოდელებზე, არამედ ამოსავალ მონაცემებზე, რომლებიც აქვთ სპეციალისტებს და რომლებიც ამზადებენ გადაწყვეტილებებს და შეიმუშავებენ მის ალგორითმებს. ამასთან დაკავშირებით აღნიშნული ამოცანები იყოფა შემდეგ ტიპებად:

1) გადაწყვეტილებების მიღების ამოცანები განსაზღვრულობის პირობებში (შემთხვევითი და განუსაზღვრელი ფაქტორები ამოსავალ მონაცემებში არ გამოიყენება);

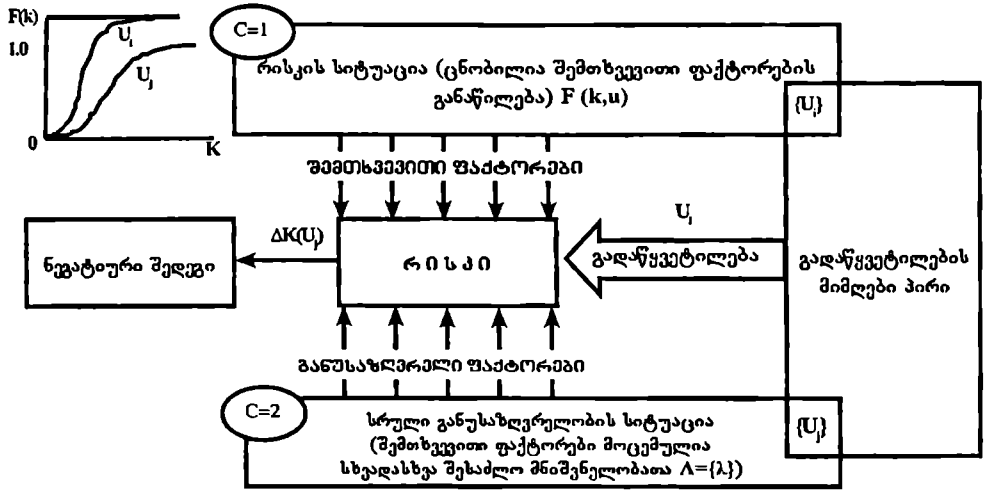
2) გადაწყვეტილებების მიღების ამოცანები რისკის პირობებში (სახეზეა შემთხვევითი ფაქტორები K განაწილების ცნობილი კანონებით F(k);

3) გადაწვეტილების მიღების ამოცანები განუსაზღვრელობის პირობებში (სახეზეა შემთხვევითი ფაქტორები, რომლებიც არცთუ ისე ცნობილია განაწილების კანონებით ანდა განუსაზღვრელი

ფაქტორები, რომელთათვისაც ცნობილია მხოლოდ л={λ}) მრავალი მნიშვნელობა;

4) გადაწყვეტილების მიღების ამოცანები წინააღმდეგობების ანდა კონფლიქტების პირობებში (სახეზეა აქტიურად მოქმედი კონკურენტები, რომელთაც საკუთარი ინტერესები აქვთ);

5) გადაწყვეტილების მიღების ამოცანები რისკისა და განუსაზღვრელობის პირობებში (სახეზეა შემთხვევითი ფაქტორები K განაწილების ცნობილი კანონებით F(k) და შემთხვევითი ფაქტორები, რომლებიც სრულად არ არიან ცნობილი განაწილებით კანონებით, ანდა განისაზღვრება შესაძლო მნიშვნელობის რამდენიმე მნიშვნელობით л={λ})



ნახ. 33.9. გადაწყვეტილებების ჩამოყალიბების სქემა რისკისა და გაურკვევლობის პირობებში

ბოლო ტიპის ამოცანები შედარებით დამახასიათებელია ბიზნესში გადაწყვეტილების მიღების პროცედურებისთვის. სქემატურად ამოსავალი მონაცემების გავლენა გადაწყვეტილების მიღების შედეგზე ნაჩვენებია 33.9 ნახაზზე. U_i სიტუაციაზე დამოკიდებულებით მიღებული გადაწყვეტილების ნეგატიური შედეგი ΔK(Ui) ბევრად ან ნაკლებად იქნება დამოკიდებული შემთხვევითობაზე და განუსაზღვრელობაზე, რომელიც დამახასიათებელია გარე გარემოსთვის. (ინფრასტრუქტურა, ბაზარი, კონკურენტები და ა.შ.).

33.4.5. მმართველობითი გადაწყვეტილებების დოკუმენტირების და შემსრულებლამდე დაყვანის ფორმები

განვიხილოთ მმართველობითი გადაწყვეტილებების დოკუმენტირების და შემსრულებლამდე დაყვანის ფორმები, რომელთა შესახებ საუბარი იყო ზემოთ და რომლებიც დაკავშირებულია ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესების უშუალო მართვასთან.

ფუნდამენტური გადაწყვეტილების მნიშვნელოვანი დოკუმენტია გეგმა. გეგმა ეს არის დოკუმენტი, რომელიც ასახავს მიზანს და კონკრეტულ ღონისძიებებს (სამუშაოს), მისი რეალიზაციის ძალას და საშუალებებს, შემსრულებლებს, რომლებიც პასუხისმგებლები არიან ყოველი სახის სამუშაოზე, რეალიზაციის დროს, მათი შესრულების ვადებისა და ხარისხის კონტროლის საშუალებებსა და მეთოდებს.

გეგმა შეიძლება შედგეს ასევე ზოგიერთი სრულმასშტაბიანი ოპერატიული გადაწყვეტილების

შესრულებაზე, როგორც დამატება ძირითად საგეგმო დოკუმენტზე.

სამუშაოთა გეგმები, როგორც წესი, ფორმდება ბრძანებით, რომელიც წარმოადგენს ხელმძღვანელის გადაწყვეტილების ფორმებს და რომელიც მიღებულია ორგანიზაციის ხელმძღვანელობის ანდა მისი მსხვილი ქვედანაყოფის მიერ. ეს ნორმატიული დოკუმენტი აზუსტებს გეგმის მნიშვნელოვან დებულებებს და შეიცავს ცნობებს იმ პირების შესახებ, რომლებიც პასუხისმგებელნი არიან მათი შესრულების კონტროლზე. ბრძანებები ინახება ორგანიზაციის არქივებში, ვინაიდან არიან იურიდიული დოკუმენტები, რომლებიც განსაზღვრავენ თანამდებობის პირების პასუხისმგებლობას სამუშაოთა უსაფრთხოებისა და უკეთესად განხორციელების შესახებ.

ოპერატიული გადაწყვეტილებებისათვის გამოიყენება დოკუმენტის ისეთი ფორმა, როგორიცაა მითითება (განკარგულება). განკარგულება გაიცემა გეგმის სამუშაოთა მსვლელობაში აუცილებელი ნაწილობრივი ცვლილებების შეტანის შესახებ. მაგალითად, საგეგმო ღონისძიების დაწყების ანდა დამთავრების დროის შეცვლაზე, შემსრულებელთა შეცვლაზე, დამატებითი რესურსების შესახებ და ა.შ.

განკარგულებები და მითითებები ხორციელდება წერილობითი ანდა ზეპირი ფორმით. ყველა წერილობითი შემუშავებული დოკუმენტები ინახება ორგანიზაციის არქივში.

ზემოთჩამოთვლილი დოკუმენტების შემსრულებლამდე დაყვანის ფორმაა კრება, ან საქმიანი საუბარი, რომელიც ტარდება ხელქვეითებთან და მოწვეულ სპეციალისტებთან იმ ინფორმაციის გადასაცემად, რომელიც არის ბრძანებაში, განკარგულებაში, მითითებაში ანდა გეგმაში.

საქმიანი საუბრები ტარდება სხვადასხვა ფორმით:

ახსნა-განმარტება — საქმიანი საუბარი, რომელსაც ატარებს ხელმძღვანელი ახსნის მიზნით, რათა უფრო გასაგები გახდეს მმართველობითი გადაწყვეტილების არსი და შინაარსი.

დარწმუნება — საქმიანი საუბარი, რომელსაც ატარებს ხელმძღვანელი სწავლების და გამოცდილების გაზიარების მიზნით, რათა წარმატებით შესრულდეს გადაწყვეტილება;

შეტყობინება — საქმიანი საუბარი, რომელსაც ხელმძღვანელი ატარებს დამატებითი ინფორმაციის გადაცემისათვის, რაც აუცილებელია სამუშაოს (გადაწყვეტილების) შესასრულებლად;

რჩევა — საქმიანი საუბარი, რომელსაც ხელმძღვანელი ატარებს საკუთარი გამოცდილების გაზიარების მიზნით მსგავსი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მისაღებად.

სწავლება — საქმიანი საუბარი, რომელსაც ხელმძღვანელი ატარებს, რათა გადასცეს სხვას აუცილებელი ცოდნა მმართველობითი გადაწყვეტილების შესასრულებლად, მის განსაკუთრებით რთულ ნაწილთან მიმართებაში. სწავლების შედრებით ეფექტური ფორმა ამ შემთხვევაში საქმიანი თამაშია, რომელშიც თამაშდება მმართველობით, გადაწყვეტილების რეალიზაციის სიტუაცია აუდიტორიაში, ყველა სპეციალისტის მოწვევით, რომლებიც გაელენას მოახდენენ გადაწყვეტილების რეალიზაციაზე პრაქტიკაში.

შესაძლებელია მმართველობითი გადაწყვეტილებებით შინაარსის დაყვანის სხვა ფორმები, ისეთები, როგორიცაა მაგალითად, იძულება, დაჯილდოების შეპირება და ა.შ.

33.4.6. ᲛᲛᲐᲠᲗᲕᲔᲚᲝᲑᲘᲗᲘ ᲒᲐᲓᲐᲬᲧᲕᲔᲢᲘᲚᲔᲑᲔᲑᲘᲡ ᲠᲔᲐᲚᲘᲖᲐᲪᲘᲐ

მმართველობითი გადაწყვეტილების რეალიზაცია ხორციელდება მისი შინაარსის შემსრულებლებამდე დაყვანის შემდეგ და გულისხმობს ღონისძიებების ზუსტ და ხარისხობრივ შესრულებას, რომელიც გამიზნულია დოკუმენტური გადაწყვეტილების განხორციელებისთვის.

ოღონდაც, მართვის ეფექტიანობა დამოკიდებულია არა მხოლოდ მიღებული გადაწყვეტილებების ხარისხზე და მათი შესრულების სიდიდეზე, არამედ იმ შედეგებზე განხორციელებულ კონტროლზე, რომლებიც მიიღება ღონისძიებების გატარების, მმართველობით პროცესში ოპერატიული ჩარევის შედეგად.

დაგეგმილი ანდა ოპერატიულად შემუშავებული ღონისძიებები შეიძლება არა მარტო დადებით გაელენას ახდენდეს სამართავი პროცესის განვითარებაზე, არამედ ნეგატიურად ახდენდეს გაელენას, კერძოდ, დროდადრო შეიძლება ნეგატიური გაელენა მოახდინონ პოზიტიური შედეგების მიღებაზე. იმ შემთხვევაში, როცა პროცესში ჩართვა არ განაპირობებს უარყოფით ზემოქმედებას, დადებითი ტენდენციები შეიძლება გამოვლინდეს არსებით შეფერხებაში დროში. რომელიც იწვევს გადაწყვეტილების მიმღების პირის სურვილს, დამატებით ჩაერიოს მართვის პროცესში. ყველა მითითებულ შემთხვევაში შეიძლება მიღებული იქნას ნაჩქარევი და მცდარი ოპერატიული გადაწყვეტილებები, რომლებიც განაპირობებენ დამატებით ხარჯებს, გამოშვებული პროდუქციის გაძვირებას, ხოლო ზოგჯერ ორგანიზაციის სრულ გაკოტრებას.

ტიპიური სიტუაციები ანუ არქეტიპები

იმისათვის, რომ თავიდან იქნას აცილებული არასწორი რეაქცია შესრულებული ღონისძიებების კონტროლის შედეგებზე, სასურველია გამოყენებული იქნას რამდენიმე საფუძვლიანი იდეა, მართვის პრინციპები, რომლებიც ეფუძნება სიტუაციის სისტემურ ანალიზს, რომელსაც არქეტიპები ანუ ტიპიური სიტუაციები ჰქვიათ.

არქეტიპების გამოყენების სარგებელი და მიზანშეწონილობა გადაწყვეტილების მიღებისას ინტელექტუალურ-ინოვაციურ საქმიანობაში გავაანალიზოთ ერთ-ერთ არქეტიპზე, რომელსაც **„შეფერხების გაწონასწორება“** ჰქვია.

მოცემული არქეტიპის რეალიზაციის სქემა და მის საფუძველზე შემუშავებული ალგორითმი წარმოდგენილია 33.10 ნახაზზე ინოვაციური პროცესის მართვასთან მიმართებაში „ნამდვილი მდგომარეობა“ კი — 33.10-ზე. შეიძლება განისაზღვროს შემდეგნაირად: კონტროლის შედეგების მიხედით დადგენილია, რომ ინოვაციური პროდუქციის რეალიზაციის ყოველკვირეული მოცულობა შემცირდა 15 პროცენტით. მიღებულია, რომ ოპერატიული გადაწყვეტილება (სქემაზე „კორექტირებული მოქმედება“) განხორციელდეს დამატებითი სარეკლამო კომპანიის ფონზე.

თუკი არ გაითვალისწინება რეკლამის ზემოქმედების დაგვიანების შესაძლებლობა მომხმარებელზე, მაშინ ორგანიზაციების ხელმძღვანელებს შეუძლიათ მიიღონ ნაჩქარევი გადაწყვეტილება დამატებითი ოპერატიული ღონისძიებების შესახებ პროდუქციის გასაღების ინტენსიფიკაციისთვის, რაც გამოიწვევს გაუმართლებელ დამატებით ხარჯებს.

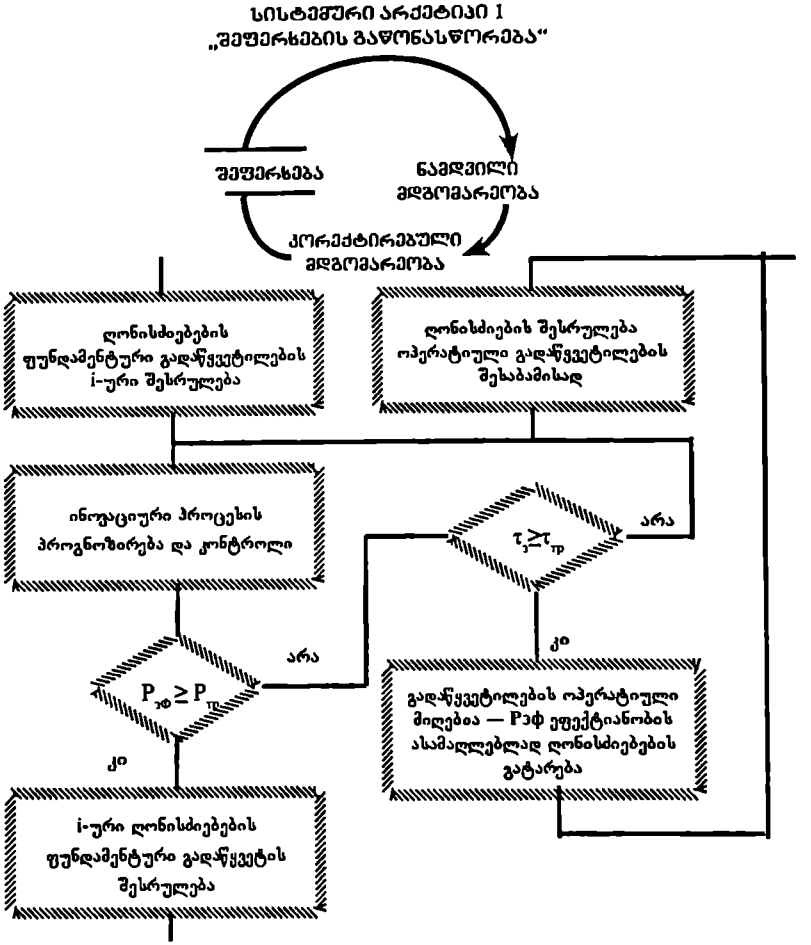
33.10 ნახაზზე წარმოდგენილ ალგორითმში ბლოკი 2-ში (ინოვაციური პროცესის კონტროლი და პროგნოზირება) ეფექტიანობის შემცირების მაჩვენებელია Pэф. პროდუქციის გასაღების მოცულობის შემცირების გამო აუცილებელია შემოწმდეს ბლოკი 4-ის პირობა, სწორად მოხდა თუ არა შეფერხება დროში, რამდენადაც შესაძლებელია შემთხვევითი რყევები პროდუქციის გასაღების მოცულობაში.

თუკი დროის მომენტი დაცულია (Tn), მაშინ მიიღება ოპერატიული გადაწყვეტილება იმ ღონისძიების გატარების შესახებ, რომლებიც ახდენს პროდუქციის გასაღების ინტენსიფიკაციას და ეფექტიანობის მაჩვენებლის ამაღლებას საჭირო დონემდე.

ამ ღონისძიებების შესრულების შემდეგ (ბლოკი 6) ისევ ხორციელდება კონტროლი (ბლოკი 2) და ეფექტიანობის მაჩვენებლის შემდგომი შემოწმება (ბლოკი 3) და დროითი შეფერხებები (ბლოკი 4). მხოლოდ ბლოკი 4-ის პირობების შესრულებისას და ბლოკი 3-ის პირობები მოითხოვს გაგრძელდეს გეგმის ღონისძიებების შემდგომი რეალიზაცია. ამასთან, საჭირო ხდება შეფერხების ხანგრძლივობის საჭირო მნიშვნელობის განსაზღვრა, რომელიც შეიძლება გადაწყდეს მათემატიკური სტატისტიკის მეთოდების გამოყენებით, ორგანიზაციაში დაგროვილი გამოცდილების მიხედვით ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლების სიმრავლის გამო. აუცილებელი ინფორმაციის მიღებისათვის საჭიროა ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის ხანგრძლივი გამოცდილება, რაც წლების მანძილზე გროვდება.

ამასთან დაკავშირებით მეტად მნიშვნელოვანია ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მაჩ-

ვენებლების კონტროლის ორგანიზაცია და მათი ცვლილების პროგნოზირება, შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესების მაჩვენებლების საჭირო ტრენდის გამოვლენა. ტრენდის მდგრადობა გვიჩვენებს მიმდინარე ცვლილებების სტაბილურობას, რაც არის სიგნალი ოპერატიული გადაწყვეტილების მისაღებად კონტროლირებად ინოვაციურ პროცესში ჩასარევად. გაკონტროლებული მაჩვენებლების ტრენდის ხასიათის მიხედვით განისაზღვრება განხორციელებული ზემოქმედების ეფექტიანობა და შემდგომი ჩარევის აუცილებლობა ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში.



ნახ. 33.10 არქეტიპის რეალიზაციის ალგორითმი იმიტაციურ მოდელებში

ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის მართვაში გამოცდილების არსებობისას ეფექტიანობის მაჩვენებელთა კონტროლისა და პროგნოზირების გამოყენებით საჭირო ოპერატიული გადაწყვეტილების ექსტერნად მიღება სისტემატური არქეტიპის გამოყენებით, რომელთაგან ერთი სქემატურად ასახულია 33.10 ნახაზზე.

✓ აღვნიშნავთ, რომ ისტორიულად პირველად ცნება ადამიანური (ჰუმანიტარული) კაპიტალი აღმოცენდა. იგი შემოიღეს კლასიკური ეკონომიკური თეორიის ფუძემდებლებმა ა. სმიტმა და ჯ.ს. მილმა. ტერმინი აღნიშნავდა ადამიანის შრომისადმი რაოდენობრივი და ხარისხობრივი დამოკიდებულების კრებსით ცნებას, უკვე ამ პერიოდში დამყარდა კავშირი ადამიანური კაპიტალის რაოდენობრივ მახასიათებლებსა და შრომისუნარიანი მოსახლეობის რაოდენობის ცვლილებების დემოგრაფიულ ტენდენციებს შორის. მაგრამ ყოველთვის დიდ დაინტერესებას იწვევდა ადამიანური კაპიტალის ხარისხის განმსაზღვრელი ფაქტორები და როგორც წესი, შრომის ეფექტიანობის ზრდის შესაძლებლობები. სწორედ ამ ასპექტში ადამიანური კაპიტალის პრობლემების კვლევით დაინტერესდნენ ეკონომიკური თეორიის ნეოკლასიკური მიმართულების წარმომადგენლები და პირველ რიგში ი. ფიშერი, რომელიც იკვლევდა განათლების გავლენას ადამიანურ კაპიტალზე.

✓ ადამიანური კაპიტალი განიხილება როგორც ადამიანური შესაძლებლობების ერთობლიობა, რაც მას შემოსავლის მიღების საშუალებას აძლევს. ადამიანური კაპიტალის შემოსავლის მიღების უნარი აცალკევებს კაპიტალის საზოგადოებრივი წარმოების პროცესში ფუნქციონირებადი სხვა ფორმებისაგან. ადამიანური კაპიტალი ყალიბდება ადამიანის თანდაყოლილი თვისებების საფუძველზე, მის განვითარებაში მიზანმიმართული ინვესტიციების მეშვეობით. ამ ინვესტიციების სიდიდეზე და თანმიმდევრულობაზე დამოკიდებულებით იზრდება წარმოების ამ ფაქტორის უკუგება. ეს უკანასკნელი ვლინდება როგორც ინდივიდუალური, ასევე საზოგადოებრივ დონეებზე.

✓ ინტელექტუალური აქტივის მართვის პროცესის ორგანიზაციული უზრუნველყოფა წარმოადგენს პროცესების ან ქმედებების ერთიანობას, იგი მიმართულია ინტელექტუალური აქტივების მართვაში მონაწილე ორგანიზაციის ქვესისტემების ურთიერთკავშირის შექმნასა და სრულყოფაზე, ეფექტიანი შედეგების მიღების მიზნით, დასახული ამოცანებისა და პროგრამების რეალიზაციის შედეგად, პროგრამებზე გაწეული ხარჯების მინიმიზაციის პირობებში.

✓ ინტელექტუალური აქტივების შინაარსობრივი მახასიათებლების შესწავლის მიზნით აუცილებელია მათი სტრუქტურის განხილვა. იმასთან დაკავშირებით, რომ ინტელექტუალური აქტივების სტრუქტურა შედგება მისი ობიექტების ძალზე დიდი რიცხვისაგან, საჭიროა მათი კლასიფიკაცია და სისტემატიზაცია სისტემური მიდგომის საფუძველზე. სისტემური ანალიზის, როგორც ინსტრუმენტის გამოყენება გულისხმობს შემდეგი პრინციპების დაცვას: ობიექტების, პროცესების, მატერიალური სამყაროს მოვლენების ურთიერთკავშირის; ობიექტის მთლიანობისა და საზღვრების განსაზღვრა; ობიექტის სტრუქტურიზაცია და ურთიერთკავშირების ტიპიზაცია; ობიექტის გარე გარემოს განსაზღვრა; ობიექტის კვლევის მრავალასპექტურობა.

✓ ინტელექტუალური აქტივების მართვის ქვეშ მოიაზრება ქმედებების და ღონისძიებების ერთობლიობა, რომელიც მიმართული იქნება საწარმოს ინტელექტუალური აქტივების მიღების, განვითარებისა და გამოყენების პროცესების ეფექტიანი დაგეგმვის, ორგანიზაციის და კონტროლის პროცესის უზრუნველყოფაზე, ასევე ინტელექტუალური აქტივების დაგროვებისა და გადიდების პროცესების მოტივაციაზე.

ამასთან დაკავშირებით, მეცნიერებატევადი საწარმოს ინტელექტუალური აქტივების მართვის მიზანია მათი გამოყენების შედეგად მაქსიმალური შედეგების მიღწევა იმ აქტივებზე მეცნიერებატევადი პროდუქციის დამუშავებისა და რეალიზაციის სხვადასხვა სტადიაზე გაწეული ხარჯების მინიმიზაციის პირობებში.

✓ ინტელექტუალური აქტივები არის საკუთრების ის სახე, რომელიც შექმნილია გონებრივი საქმიანობით და დაცულია კანონმდებლობით. იგი გვეელინება საკუთრების არა განსხვავებულ ფორმად, არამედ თავისებურ სახეობად, რამდენადაც მოიცავს ფრიად სპეციფიკურ ფასეულობებს და გამოხატავს ადამიანთა ინტელექტუალური საქმიანობის შედეგების ფლობის, განკარგვის, გამო-

ყენებისა და მითვისების თაობაზე აღმოცენებულ ურთიერთობებს, ანუ უფრო ლაკონურად თუ ვიტყვით, საკუთრების უფლებას ინტელექტუალურ პროდუქტებზე ნებისმიერ სფეროში. ეს ტერმინი, ჩვეულებრივ, გამოიყენება პატენტებთან, საავტორო უფლებებთან, სავაჭრო ნიშნებთან, წარმოების საიდუმლოებებთან, ორიგინალურ, ტექნოლოგიურ ნოუ-ჰაუსთან.

✓ ორგანიზაციის ინტელექტუალური კაპიტალი მისი სიცოცხლისუნარიანობის პროცესში იმყოფება მუდმივ მოძრაობაში, რომელიც გარდაიქმნება მისი მდგომარეობის სამ ფაზაში. გარდაქმნის პირობით საწყის (პირველ) ფაზად შეიძლება ჩაითვალოს ორგანიზაციის კადრობრივი პოტენციალის ფორმირება, რაც შესაძლებელს ხდის განხორციელდეს ინტელექტუალური პროდუქციის შექმნა (ორგანიზაციის არამატერიალური აქტივები) — ესენია: სამრეწველო საკუთრების ობიექტები, საავტორო უფლებები, ნოუ-ჰაუ.

ამ ფაზაში ადგილი აქვს ინტელექტუალური პროდუქციის გარდაქმნას, ინოვაციურ პროდუქციად გამოგონების ანდა ინტელექტუალური საკუთრების სხვა ობიექტების მატერიალურ ობიექტებად რეალიზაციის გზით — ახალ საქონლად და მომსახურებად, რომლებიც იქნებიან ინოვაციურ პროცესებში.

გარდაქმნის მეორე ფაზა — ესაა ინოვაცია, პროდუქციის, როგორც საქონლის რეალიზაცია შესაბამის საბაზრო ნიშნებში, და ინტელექტუალური საკუთრების რეალიზაცია უშუალოდ სალიცენზიო ხელშეკრულებების სახით, ხელშეკრულებების სახით პატენტების, საავტორო უფლებების და სხვა გარიგებების სახით.

ინოვაციური და ინტელექტუალური პროდუქციის რეალიზაციის შედეგად მიღებული შემოსავალი ნაწილობრივ ინტელექტუალური რენტის სახით იხარჯება გარდაქმნის ბოლო სტადიაზე ინტელექტუალური კაპიტალის გადიდების მიზნით. ეს შეიძლება იყოს ორგანიზაციის საკუთარი ძალებით ახალი ინტელექტუალური საკუთრების შექმნა, ანდა მისი შეძენა ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების ბაზარზე. ამის გარდა, ადგილი აქვს მარკეტინგული აქტივების ზრდას საქონლისა და მომსახურების წარმატებული რეალიზაციის ხარჯზე და ინტელექტუალური კაპიტალის მნიშვნელოვანი ზრდის ხარჯზე.

✓ ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნა ყოველმხრივი განახლება და რეალიზაცია მატერიალურ და ინტელექტუალურ პროდუქციაში ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესში, სადაც ერთმანეთთან ორგანულადაა დაკავშირებული და ურთიერთგანპირობებული შემოქმედებითი და ინოვაციური პროცესები. ამასთან, ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა წარმოადგენს თანმიმდევრულ-პარალელურად მიმდინარე ერთგვარი ციკლების უწყვეტ ჯაჭვს. ყოველი ციკლი მოიცავს შემოქმედებით და ინოვაციურ პროცესებს და ციკლის შემოქმედებით უბანზე შექმნილი ინტელექტუალური საკუთრება ნაწილობრივ ანდა მთლიანად რეალიზდება ინოვაციური პროცესის ყოველ დასრულებულ ციკლში.

✓ ორგანიზაციის ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ციკლის მეოთხე სტადია ხორციელდება ციკლის წინა სტადიებზე შემუშავებული გეგმების შესაბამისად, რომელიც იწყება სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებით. დამუშავებებში ტექნოპარკის ინოვაციის გამოყენების შემთხვევაში სტადია იწყება სამუშაოებით, სადაც ხდება ინოვაციური პროდუქციის საცდელი ნიმუშის შექმნა.

✓ ინტელექტუალური კაპიტალის მართვა განხილული უნდა იქნას როგორც მისი შექმნის, გარდაქმნის, გაზრდის და რეალიზაციის პროცესის მართვა, რაც ყველაზე უკეთ სრულდება ამ ორგანიზაციებში, რომლებშიც ხორციელდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობა.

ასეთი ორგანიზაციის წინაშე დგას სრულად განსაზღვრული უზრუნველყოს ორგანიზაციის არა მარტო მოგების, არამედ ინტელექტუალური პოტენციალის უწყვეტი ზრდა.

აღნიშნული მიზანი მიღწევა ინტელექტუალური კაპიტალის შექმნის და უწყვეტი ზრდის გზით. მისი მულტიპლიკაციით გარდაქმნით და შემდგომი რეალიზაციით საწარმოს ყველა სახის პროდუქციის მიხედვით.

✓ მთელი თავისი არსებობის ისტორიის მანძილზე ეკონომიკურმა, აზრმა, რომელიც დეკლარირებდა სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ფაქტიურად ინტელექტუალური პოტენციალის ზრდის მნიშვნელობას ფაქტიურად ისინი გამოიყვანა ანალიზის ჩარჩოებიდან. ასე რომ, ეკონომიკის პროგრესის უზრუნველყოფილი ფაქტორების რიცხვის წარმოების ხარჯზე ინტელექტუალური რესურსების მოქმედებაში მოყვანის მხრივ, მიეკუთვნა გარე (ეგზოგენური) ფაქტორებს ეკონომიკური ზრდასთან მიმართებაში.

✓ თანამედროვე პირობებში ინტელექტუალური კაპიტალი ეკონომიკურად განიხილება როგორც წარმოების სრულფასოვანი ფაქტორი, ოღონდ მის განმარტებასთან მიმართებაში მკვლევართა აზრები იყოფა, რაც ღიად ტოვებს ინტელექტუალური კაპიტალის კატეგორიის თეორიულ-მეთოდოლგიური გააზრების საკითხებს.

✓ ინტელექტუალური აქტივების მართვის მექანიზმებისა და პრინციპების ღრმა თეორიული დამუშავებისა და გააზრების მიზნით მოცემულ თავში იყო მცდელობა ახსნილიყო ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის საბაზრო თეორიული წინაპირობები, მიდგომები და პრინციპები.

✓ ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლების ახსნა, პირველ რიგში, მოითხოვდა შეხედულებების მოწესრიგებას ინტელექტუალურ კაპიტალზე და შემეცნებითი აპარატის არსებითად დაზუსტებას, რაც განხორციელდა ავტორის მიერ ცნებების: ინტელექტუალური აქტივების, ინტელექტუალური კაპიტალის, საინფორმაციო-ინტელექტუალური რესურსების და პროდუქტების შემოღებით.

✓ იმ მიზნით, რომ დასაბუთებულიყო მტკიცება იმის შესახებ, რომ ინტელექტუალური აქტივების მართვის პროცესი მოითხოვს მართვის განსაკუთრებული ინსტრუმენტების გამოყენებას, საჭირო გახდა ერთმეორისათვის შედარებულიყო არამატერიალური აქტივების ძირითადი მახასიათებლები, რომლებიც მსგავსი იყო მატერიალური აქტივებისა და ისეთების, რომლებიც განსხვავდებოდა მათგან. შესწავლილი ყოფილიყო მათი შინაარსობრივი მახასიათებლები. ამ მიზნით განხილულ იქნა მათი სტრუქტურა და შემუშავდა ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაცია.

✓ განხილული აქტივების უხილავი ხასიათის გათვალისწინებით აუცილებელი იყო გამოყოფილიყო რიგი რაოდენობრივი (ღირებულებითი) და ხარისხობრივი პარამეტრები, რასაც ეს აქტივები ფლობენ. ვინაიდან სწორედ ამ პარამეტრების დინამიკა ან მათი აღჭურვა შესაძლებელს გახდის გაკეთდეს დასკვნები მმართველობითი ღონისძიებების ეფექტიანობის ან არაეფექტიანობის შესახებ.

✓ მმართველობითი ღონისძიებების შემუშავება, რომლებიც დაკავშირებულია ინტელექტუალურ აქტივებთან, უნდა განხორციელდეს მეცნიერებატევადი საწარმოების საქმიანობის სპეციფიკის გათვალისწინებით.

ამასთან დაკავშირებით, ავტორის მიერ განხილულია ფაქტორები, რომლებიც განსაზღვრავენ მეცნიერებატევადი პროდუქციის დონეს და სირთულეები, რომლებიც აღმოცენდებიან ინტელექტუალური აქტივების მართვის სისტემის შექმნისა და ფუნციონირების პროცესში. ჩატარებული კვლევითი სამუშაოების ფარგლებში ავტორის მიერ ასევე ფორმულირებულ იქნას მეცნიერებატევადი საწარმოს ინტელექტუალური აქტივების მართვის მიზანი ამოცანები და პრინციპები. განხილულ იქნა მართვის პროცესზე მოქმედი ფაქტორები.

✓ განხილულ იქნა გადაწყვეტილებების მიღების თავისებურებები ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სფეროში, მოხდა შესაბამისი მმართველობითი მეთოდების შერჩევის დასაბუთება და გაკეთდა დასკვნა ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის სისტემის გამოყოფის განსაკუთრებული აქტუალობის შესახებ მეცნიერებატევადი საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- მოკლედ მიმოიხილეთ ინტელექტუალური აქტივების კატეგორიების ჩამოყალიბების თეორია.
- როშელი მეცნიერ-ეკონომისტების შრომებს დაასახელებდით ინტელექტუალური აქტივების თანამედროვე თეორიაში?
- ვინ მოგვცა ადამიანური კაპიტალის პირველი ცნება?
- დაახასიათეთ შუმპეტერის თეორია ინოვაციური დიფუზიის შესახებ.
- რაში მდგომარეობს ადამიანური კაპიტალის თეორიის არსი.
- ახსენით მ. პოლანის ცოდნის თეორიის არსი.
- განმარტეთ რუსი ფსიქოლოგების მიერ შემუშავებული ინტელექტუალური საქმიანობის თეორია.
- დაასაბუთეთ ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის თეორიის მეთოდოლოგიისა და მართვის აპარატის შემუშავების აუცილებლობა თანამედროვე ეტაპზე.
- დაასახელეთ ინტელექტუალური კაპიტალის სტრუქტურის ძირითადი ელემენტები.
- შეძლებისდაგვარად დაასახელეთ ინტელექტუალური კაპიტალის საერთო მახასიათებლები და თავისებურებები.
- რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს ინტელექტუალური აქტივების კლასიფიკაცია?
- ჩამოთვალეთ ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის პორცესზე მოქმედი ფაქტორები;
- ჩამოთვალეთ ინტელექტუალური აქტივების რაოდენობრივი და ხარისხობრივი პარამეტრები.
- რა მოიაზრება ინტელექტუალური აქტივების მართვის ქვეშ და დაასახელეთ მათ მართვის პრინციპები.
- რა ფაქტორები მოქმედებენ ინტელექტუალური აქტივების მართვაზე?
- რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს ინტელექტუალური კაპიტალის მართვის შესახებ გადაწყვეტილებების მიღების მეთოდების კლასიფიკაცია, დაასახელეთ მათი ნიშნები და მეთოდების ჯგუფები;
- გამოთვალეთ მართვის ობიექტები და სუბიექტები ინოვაციურ მენეჯმენტში.
- ჩამოთვალეთ ფირმის ინტელექტუალური კაპიტალის ადამიანური აქტივების მდგენელები.
- რას ეწოდება ორგანიზაციის კორპორატიული კულტურა?
- დაასახელეთ სამრეწველო საკუთრების ობიექტების სახეები.
- ჩამოთვალეთ საავტორო უფლებების ობიექტების ძირითადი სახეები.
- დაასახელეთ ნოუ-ჰაურს ძირითადი სახეები;
- დაასახელეთ ორგანიზაციის მარკეტინგული აქტივების სტრუქტურა და ძირითადი შინაარსი.
- რას ეწოდება ინტელექტუალური პოტენციალი?
- რას ეწოდება ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის პროცესი?
- ჩამოთვალეთ ინტელექტუალურ-ინოვაციური საქმიანობის ექვსი სტადია.
- რა მიგაჩნიათ საზოგადოების უმნიშვნელოვანეს, მთავარ ფასეულობად?
- თქვენი აზრით რა მიეკუთვნება ინტელექტუალურ დარგებს?
- განმარტეთ ცოდნა, როგორც საქონელი და ჩამოთვალეთ მისი თავისებურებები.

- რა აუცილებელი ინტელექტუალურ ფასეულობებში?
- როგორ ახსნით ტერმინს „განათლების ექსპორტი“?
- დაასახელეთ ინოვაციურობის მაჩვენებლები.
- განმარტეთ ინტელექტუალური ინოვაციის ბაზარი.
- რა არის ინტელექტუალური კაპიტალი?
- რა არის ადამიანური აქტივები?
- რა შედის ინტელექტუალურ აქტივებში?
- ჩამოთვალეთ ინტელექტუალურ სფეროში აუდიტის ძირითადი ამოცანები.
- რას გულისხმობს ინტელექტუალური კაპიტალის დაცვა?
- რატომ გახდა აქტუალური სახელმწიფოს როლის გაძლიერება მეცნიერების, კულტურის და ეკონომიკის სფეროში?
- გარდამავალ პერიოდში რამ გამოიწვია მეცნიერების უკანა პლანზე გადაწევა?
- თქვენი აზრით, მიზანშეწონილია თუ არა მეცნიერების, განათლების, კულტურის, საერთოდ ინტელექტუალური სფეროს კომერციალიზაცია?
- როგორ ხდება მეცნიერების დაფინანსება?
- ახსენით რატომაა მნიშვნელოვანი და აუცილებელი სამეცნიერო-კვლევით სამუშაოებზე დაფინანსების გაზრდა?
- რა სახსრები იხარჯება მეცნიერებაზე დღეს?
- რა როლი აკისრია ბიუჯეტს მეცნიერების დაფინანსებაში?
- რა როლი უნდა დაეკისროს არასამთავრობო და საქველმოქმედო ფონდებს მეცნიერების დაფინანსებაში?
- რა როლი აკისრია კერძო სექტორს მეცნიერების დაფინანსებაში?
- რა არის ვენჩურული კაპიტალი?
- რა კეთდება საქართველოში მეცნიერების განვითარებისათვის?
- რას გულისხმობს სამეცნიერო გრანტების კონკურსი?
- დაასახელეთ დღეისათვის თქვენთვის კარგად ცნობილი სამეცნიერო პროექტები.
- რა მდგომარეობაა დღეს უმაღლესი განათლების სისტემაში?
- რა პრობლემებია განათლებასა და ახალგაზრდების დასაქმებაში?
- რა არის ბოლონიის პროცესი?
- ჩამოთვალეთ ბოლონიის პროცესის 10 მთავარი ამოცანა.
- დაახასიათეთ ბოლონიის პროცესის საკრედიტო სისტემა.
- დაახასიათეთ ბოლონიის პროცესის ეროვნული ჩარჩო და დაასახელეთ მისი 5 მახასიათებელი.
- რომის მიღეს „ლონდონის კომუნიკე“ და მიიღო თუ არა ამ კონფერენციაზე საქართველომ მონაწილეობა?
- დაახასიათეთ განათლების რეფორმის მეორე ეტაპი საქართველოში.
- თუ არის თქვენთვის ცნობილი კანონი პროფესიული განათლების შესახებ და დაახასიათეთ იგი.
- რა არის პროფესიული განათლების მიზნები?
- ვის აქვს უფლება მიიღოს პროფესიული განათლება?
- ვინ დაფინანსებს პროფესიულ განათლებას?
- მოკლედ დაახასიათეთ ბიზნეს-განათლების დღევანდელი მდგომარეობა საქართველოში.

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. **გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული შემოკლებული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., 2001.
2. **გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ვ., ჩიქავა ლ., კომკელაშვილი ა.** ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ.: საგ. ფირმა "სიახლე", 2001.
3. ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი. ავტ. კოლექტივი ა.სილაგაძის ხელმძღვანელობით. თბ.: "ინოვაცია", 2005.
4. **ვარდიშვილი ნ.** რა ღირს საქართველო? //საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №4. გვ.54-57.
5. **სხირტლაძე მ.** სამეცნიერო მომსახურების თანამედროვე მდგომარეობა (ეკონომიკური ასპექტი). საქართველოს ეკონომიკის სამინისტროსთან არსებული ეკონომიკური და სოციალური პრობლემების სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტის შრომების კრებული. I ტ. თბ., 1996, გვ.178-189.
6. **სხირტლაძე მ.** მეცნიერებისა და ტექნოლოგიების განვითარების თავისებურებანი გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში. საქართველოს ეკონომიკის სამინისტროსთან არსებული ეკონომიკური და სოციალური პრობლემების სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტის შრომების კრებული. VI ტ. თბ., 2002. გვ.394-397.
7. **ქოქიაური ლ.** ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: პოლიგრაფი, 2005.
8. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბილისი, თსუ გამომცემლობა, 2007. გვ.
9. **ღანიაშვილი მ.** უმუშევრობის პრობლემა და უმაღლესი განათლების სისტემა საქართველოში. მთავარი თემა. //საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №5. გვ.8-12.
10. **ღანიაშვილი მ.** პროფესიული განათლება ბაზრის შესაბამისი კვალიფიციური კადრების მომზადებით უმუშევრობასთან ბრძოლა. //საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №9. გვ.51-53.
11. **ღანიაშვილი მ.** რა კეთდება საქართველოში მეცნიერების განვითარებისთვის? //საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №11. გვ.19-22.
12. **შენგელია თ., გელაშვილი მ.** პირდაპირი ინვესტიციების როლი ბიზნესის აქტივიზაციაში. // საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №9. გვ.79-83.
13. ხომერიკი თ. MBA ბიზნეს-განათლების თანამედროვე სტანდარტი. //საქართველოს ეკონომიკა, 2007. №7. გვ.31-33.
14. **ჩიქავა ლ.** "ინოვაციური ეკონომიკა". საგ. ფირმა "სიახლე". 2006.
15. **Журавлев П.В., Одегов Ю.Г.** Управление человеческими ресурсами. М.: Экзамен, 2002.
16. **Зинов В. Г.** Управление интелектуалной собственностью: учеб. пособие. М.: Дело, 2003. гз. 512.
17. **Коллас Б.** Управление финансовой деятельностью предприятия. Пер. с франц._М.: "Финансы", "ЮНИТИ", 1997.
18. Коммерциализация интеллектуалной собственности: проблеми и решения \ Сост. и общ. ред. **Н.М. Фонштейн и В. Г. Зинова**. М.: ЗелО, 1996. гз.175.
19. **Лукичева Л.И.** Управление интелектуальным капиталом. М.: Омега-Л, 2007.
20. **Мухин В.И.** Управление интелектуальной собствен-ностью. М.: ВЛАДОС, 2007.
21. **Торрингтон Д., Холл Л., Тейло.** Управление человечискими ресурсами. М.: Дис, 2004.
22. **Andriesson D.**: Implementing the KMPMG Value Explorer. Critical success factors for applying IC measurement tools. Journal of Intellectual Capital, 2005; 6(4): 474-488.
23. **Bontis N., Dragonetti N., Jacobsen C., Roos G.** THE KNOWLEDGE TOOLBOX: A Review of the Tools Available To Measure and Manage Intangible Recources. European Management Journal, 1999: 17 (4): 2-21.

24. **Bontis N.** Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital. International Journal of Management Reviews, 2001; 3(1): 41-60.
25. **Brooking A.** Corporate Memory: Strategies for Knowledge Management. International Thomson Business, 1998. გვ.231-264.
26. **Drucker** V. Post Capitalist Society. Butterworth&Heinemann. გვ. 112-137.
27. **Drucker** V. The Next Information Revolution // Forbes ASA V, 1998. August 24.
28. **Edvinsson L., Malone M.** Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Roots. New York: HarperCollins Publishers, 1997.
29. **Edvinsson l., Malone M.** Visualizing Intellectual Capital in Scandia: Scandia,1994.
30. **Firers S Williams M.** Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance, 2001.
31. **Hunter L., Webster E., Wyatt A.** Measuring Intangible Capital: A Review of Current Practice, 2005.
32. **Luehrman T. A.** Investment Opportunities as Real Optins: Getting Started on the Numbers. Harvard Business Reviews 1998 (July- August).
33. **Nonaka I., Takeuchi H.** The knowledge Creating Company. New York: Oxford University Press, 1995.
34. **Pulic A.** "Measuring the performance of intellectual potential in knowledge economy", 1998.
35. **Roos G., Pike S., Fernstorm L.** valuation and reporting of intangibles - state of the arts in 2004. Learning and intellectual Capital 2005; 2(1): 21-48.
36. **Skyrme D.** Capitalizing on Knowledge. From e-business to k-business. Oxford, 2001. გვ. 455.
37. **Stuart T. A.** Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations. L, 1997. გვ.65-78.
38. **Sudarsanam S., Sorwar G., Marr B.** Valuation of Intellectual Capital and Real Option Models. PMA Intellectual Capital Symposium, Cranfield (Canada), 2003.
39. **Sullivan Patrick H.** Value-driven Intellectual Capital. How to concert intangible corporate assets into market value. John Willey & Sons, Inc. 2000. გვ. 562.
40. **Sveiby K.** E. Intellectual Capital and Knowledge Management, 1998.
41. **Teece David J.** Managing Intellectual Capitan: Organizational, Strategic and Policy Dimensions. Oxford University Press. 2000. გვ. 300.
42. **Wiig K.** Assessement of the State of Intellectual Capital in XY Corp. / Working Paper, Knowledge Reaserch Institute, Inc. 1999. გვ. 17-23.
43. **Williams M.** Is intellectual capital performance and disclosure practices related? McMasters Intellectual Capital Conference, Hamilton, Ontario, 2001.
44. **Zambon S., Wyatt A., Abernethy M., Lev B.** Study on the Measurment of Intangible Assets and Associated Reporting Practice. Brussels: Commision of the Europoean Communities, Enterprise Directorate General, 2003.
45. http://humanities.edu.ru/db/msg/33592. **Яндиев М. И.** Аналитический обзор: "Инновации в России", 16.10.2003
46. http://www.1h.ru/msknwdb.nsf/ArticlesKnowbase/ Перспективы России на мировом рынке информационно-коммуникационных технологий **(Н. А. Цивилев)**, Время новостей, 01,07,2003,
47. http://www.opec.ru/news_doc/ "Воспроизводство научной элиты в России...", по материалам "Независимой газеты".
48. http://www.rsci.ru/katalog/second Информационная система "Наука и Инновации". Каталог инновационных ресурсов.
49. http://www.unitc.ru/catitc.php. Союз инновационно-технологических центров.

IX განყოფილება

საინვესტიციო პოლიტიკა და სტრატეგია

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ შეძლებთ:

- დააზასიათოთ საინვესტიციო პოლიტიკა, როგორც საინვესტიციო აქტივობისათვის წანამძღვრების, შესაძლებლობებისა და პირობების ამსახველი საქმიანობა;
- დარწმუნდეთ საზელმწიფოს მიერ საინვესტიციო პოლიტიკის ზუსტი და მკაფიო, საერთაშორისო სამართლებრივად დაცული კონცეფციის შექმნის აუცილებლობაში;
- გაეცნოთ საინვესტიციო საქმიანობაში საზელმწიფოს მონაწილეობის პრინციპებს, საზღვრებსა და ფორმებს;
- საზელმწიფო ინვესტირების მნიშვნელობის შეფასებას და ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა მხარდაჭერას;
- გაეცნოთ და გამოიყენოთ ინვესტიციების სტიმულირების ფულად-საკრედიტო მეთოდები.
- განმარტოთ საინვესტიციო სტრატეგია, როგორც საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული მართვის ეფექტიანი ინსტრუმენტი;
- გაიგოთ თუ რა უდევს საფუძვლად საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავებას;
- საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ძირითადი პრინციპები და ეტაპები; საწარმოს სტრატეგიული საინვესტიციო დონის მაფორმირებელი ძირითადი ელემენტების სისტემა;
- განსაზღვროთ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიული მიზნები და მათი კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით;
- განმარტოთ სტრატეგიული მიზნების ფორმირების პროცესის ძირითადი ეტაპების შინაარსი და განხორციელების თანმიმდევრობა;
- ჩამოთვალოთ საწარმოში ინვესტირების ფორმების ურთიერთ-თანაფარდობის განმსაზღვრელი ფაქტორები;
- ჩამოაყალიბოთ ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი ელემენტები და მათი ინტეგრალური მაჩვენებლები; შეემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასების ძირითადი პარამეტრები.

ოცდაშვიდმეტე თავი. საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების საკითხები

34.1. საინვესტიციო პოლიტიკის განსაზღვრა

საინვესტიციო პოლიტიკა, როგორც საინვესტიციო აქტივობისათვის წანამძღვრების, შესაძლებლობებისა და პირობების სისტემის შექმნის ამსახველი საქმიანობა, ერთნაირად ეხება არამარტო ყველა დონის სახელმწიფო ხელისუფლებისა და სახელმწიფო მართვის ორგანოებს, არამედ მეწარმეებსაც. განსაზღვრულია სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა, რომელიც სახელმწიფოს ეკონომიკური და სოციალური პოლიტიკის შემადგენელ ნაწილს შეადგენს.

სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის არსი

სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა იმ მიზანმიმართულ ღონისძიებათა კომპლექსია, რომელსაც სახელმწიფო ატარებს ყველა მეურნე სუბიექტისათვის ხელსაყრელი პირობების შესაქმნელად. მისი მიზანია საინვესტიციო საქმიანობის გამოცოცხლება, ეკონომიკის აღმავლობა, წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება და სოციალური პრობლემების გადაჭრა.

სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა მიზნად ისახავს ქვეყნის ეკონომიკური და სოციალური განვითარების სტრატეგიის რეალიზებას. იგი მეურნე სუბიექტების სამეწარმეო საქმიანობასა და მთლიანად ეკონომიკაზე ზემოქმედების უმნიშვნელოვანესი ბერკეტია, რომელმაც ხელი უნდა შეუწყოს ქვეყანაში საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებას, რათა მოხდეს ეკონომიკის ზრდა წარმოების ტემპებისა და მოცულობების მატება, საზოგადოებრივი წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება და მისი სტრუქტურის შეცვლა, სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარება, სოციალური განვითარების ამოცანების რეალიზაცია. საინვესტიციო პოლიტიკის მიზანი და ქვეყანაში შექმნილი კონკრეტული ეკონომიკური ვითარების თავისებურებები განსაზღვრავენ მის შემდეგ მიზნებს: ცალკეული რეგიონებისა და ეკონომიკის დარგების განვითარების შერჩევა და მხარდაჭერა; მცირე და საშუალო ბიზნესის განვითარების მხარდაჭერა; მეურნეობის ყველა დარგის განვითარების დაბალანსების უზრუნველყოფა; საექსპორტო წარმოებათა განვითარების სტიმულირება; სამამულო წარმოების კონკურენტუნარიანობის უზრუნველყოფა; ქვეყანაში საბინაო მშენებლობის პროგრამის რეალიზება და სხვა. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის რეალიზაციის მექანიზმი უნდა მოიცავდეს: ინვესტიციების დაფინანსების საიმედო წყაროებისა და მეთოდების შერჩევას; ინვესტიციური პოლიტიკის გატარებაზე პასუხისმგებელი ორგანოების განსაზღვრა; ინვესტიციის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის აუცილებელი ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზრის შექმნას; ინვესტიციების მოზიდვისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნას.

საინვესტიციო პოლიტიკის სახეები

სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის გარდა, ერთმანეთისაგან განასხვავებენ რეგიონულ, დარგობრივ და მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო პოლიტიკას. ისინი მჭიდროდაა ერთმანეთთან დაკავშირებული, მაგრამ წამყვანია სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა.

სწორედ სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა აწესებს თამაშის წესებს ინვესტიციების სფეროში და ხელსაყრელ პირობებს უქმნის საინვესტიციო საქმიანობის განვითარებას, რისთვისაც:

- სრულყოფს გადასახადების სისტემას, ამორტიზაციის დარიცხვისა და საამორტიზაციო ანარიცხების გამოყენების მექანიზმს;
- გადასახადების სპეციალურ რეჟიმებს უწესებს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებს;
- იცავს ინვესტორების ინტერესებს;
- მიწითა და სხვა ბუნებრივი რესურსებით სარგებლობის შეღავათიან პირობებს უდგენს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტებს;
- იღებს ანტიმონოპოლიურ ზომებს;

- ხელს უწყობს ფინანსური ლიზინგის განვითარებას;
- ახდენს ძირითადი ფონდების გადაფასებას ინფლაციის ტემპების შესაბამისად;
- ქმნის უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის ხელსაყრელ პირობებს;
- ატარებს სამეცნიერო-ტექნიკურ და საკრედიტო-საფინანსო პოლიტიკას.

რეგიონული საინვესტიციო პოლიტიკა რეგიონის დონეზე განხორციელებული იმ ზომების სისტემაა, რომლებმაც ხელი უნდა შეუწყოს საინვესტიციო რესურსების მობილიზებას და მათი ყველაზე უფრო ეფექტიანად და რაციონალურად გამოყენების მიმართულებების განსაზღვრას რეგიონის მოსახლეობისა და ინვესტორების ინტერესებისათვის. მისი მიზანია ეკონომიკის აღმავლობა, მისი ეფექტიანობის ამაღლება და რეგიონის განვითარების თვითდაფინანსების უზრუნველყოფა.

რეგიონული საინვესტიციო პოლიტიკა

რეგიონული საინვესტიციო პოლიტიკა წყვეტს შემდეგ ამოცანებს:

- ინვესტიციების ბაზრის ინფრასტრუქტურის შექმნა;
- ინვესტირების პრიორიტეტულ მიმართულებათა გამოყოფა;
- ადგილობრივი ხელისუფლების მხრიდან ინვესტიციების მხარდაჭერა;
- ინვესტიციების რეგიონული ბაზრის საერთო ეკონომიკურში ინტეგრირების უზრუნველყოფა;
- რეგიონებში საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის პირობების შექმნა;
- რეგიონების საინვესტიციო კარგახსნილობისა და მიმზიდველობის, მათ საინვესტიციო იმიჯის ფორმირება.

რეგიონული საინვესტიციო პოლიტიკის თავისებურებებს განსაზღვრავს რეგიონში გატარებული ეკონომიკური და სოციალური პოლიტიკის სპეციფიკა, საწარმოო პოტენციალის დონე, ბუნებრივი და კლიმატური ფაქტორები, გეოგრაფიული მდებარეობა, ინვესტორებისათვის (მათ შორის — უცხოელებისთვის) შექმნილი მიმზიდველობა და სხვა.

დარგობრივი საინვესტიციო პოლიტიკა

დარგობრივი საინვესტიციო პოლიტიკა იმ მოქმედებათა ერთობლიობაა, რომელთა მიზანსაც შეადგენს:

- იმ პრიორიტეტული დარგების შერჩევა და მათი საინვესტიციო მხარდაჭერა, რომელთა განვითარება ქვეყნის ეკონომიკის თანმიმდევრულად განვითარებას უზრუნველყოფს;
  სახელმწიფოს სტრუქტურული და სამრეწველო პოლიტიკა;
  ქვეყნის ეკონომიკური და თავდაცვითი უსაფრთხოება, აგრეთვე, სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარება.

დარგობრივ საინვესტიციო პოლიტიკას ამუშავებენ ეკონომიკის ცალკეული დარგებისა და დარგთაშორისი კომპლექსის დონეზე.

თუ სახელმწიფოებრივ, რეგიონულ და დარგობრივ საინვესტიციო პოლიტიკაზე დამოკიდებულია ხელსაყრელი პირობების შექმნა ახალი ინვესტორების გააქტიურებისათვის, ეფექტიანი ინვესტირების უზრუნველმყოფი პრაქტიკული ზომების მიღება უფრო მეტად მეწარმეობას ეხება. მოთხოვნის დაკმაყოფილების გზაზე წარმოების დაყენება, მწარმოებლური შრომის სტიმულირების შექმნა, შრომისა და მართვის თანამედროვე ორგანიზაციის გამართვა, ინვესტიციების მაღალი ეფექტიანობისა და სწრაფად გამოსყიდვის რეალიზება შეუძლიათ მხოლოდ მეწარმეებს, იმ მეურნე სუბიექტებსა და საწარმოებს, რომლებიც ინიციატივიანი და ეფექტიანი საქმიანობით არიან დაინტერესებული და საკუთარი კაპიტალით მიდიან რისკზე. ინვესტიციების მეშვეობით ამჟამად გადასაჭრელია სამამულო წარმოების პროდუქციის უდიდესი ნაწილის კონკურენტუნარობის დაძლევის ურთულესი ამოცანა, თანაც, ეს ეხება არამარტო ხარისხს, არამედ წარმოების ხარჯებსაც. სტრატეგიული თვალსაზრისით, კონკურენტუნარობა ქვეყნის ეკონომიკური უსაფრთხოების ერთ-ერთი არსებითი პრობლემაა. სწორედ მიკროდონეზე საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების პროცესშია შესაძლებელი ეკონომიკაში არსებული ღრმა დაქვეითების დაძლევა და პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის მიღწევის პრობლემის გადაჭრა, მათ შორის— თანამედროვე ტექნოლოგიების საფუძველზე წარმოების ხარჯების შემცირების მეშვეობით.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკა

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკა იმ ღონისძიებათა სისტემაა, რომლებიც უზრუნველყოფენ ინვესტიციების მომგებიანად დაბანდებას და მათ სწრაფად გამოყიდვას საწარმოოს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფის, გრძელვადიან პერსპექტივაში განვითარების მაღალი ტემპების, წარმოების კონკურენტუნარიანობის ამაღლების მიზნით. საწარმოსსაინვესტიციო პოლიტიკა მისი ბიზნეს-გეგმის სტრატეგიული მიზნებიდან გამომდინარეობს და საწარმოს ფინანსური მდგრადობის უზრუნველყოფისკენაა მიმართული. ამ პოლიტიკის რეალიზაციის პროცესში საწარმომ უნდა უზრუნველყოს ეკონომიკური განვითარების სწრაფი ტემპები საქმიანობის მოცულობის გადიდების, წარმოების დარგობრიეი და რეგიონული დიეერსიფიკაციის ხარჯზე; საინვესტიციო საქმიანობიდან მაქსიმალური შემოსაელის (მოგების) მიღება; საინვესტიციო რისკების მინიმიზაცია; საინვესტიციო პროგრამების რეალიზაციის დაჩქარების გზების მოძიება.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების უმნიშვნელოვანესი პრინციპებია:

- საინვესტიციო პოლიტიკის წარმართეა საწარმოს სტრატეგიული გეგმების მიღწეისა და მისი ფინანსური მდგრადობისკენ;
- საინვესტიციო რესურსების წყაროების სტრუქტურის ოპტიმიზაცია;
- ინვესტიციების დაფინანსების მეთოდების სწორად შერჩეა;
- ინვესტიციურად მიმზიდველი რეალური პროექტების ძიება და შეფასება და მათგან ყველაზე უფრო ეფექტიანი პროექტების შერჩეა;
- ინვესტიციების პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის ჩამოყალიბება.

34.2. საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების პრინციპები

კომპლექსური სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა

ინვესტიციური აქტივობის ამაღლებასთან დაკავშირებული ამოცანების გადაწყვეტა განაპირობებს სახელმწიფოს ეკონომიკურ განვითარებას. კომპლექსური სახელმწიფო ინვესტიციური პოლიტიკა, რომელიც მიმართულია ხელსაყრელი ინვესტიციური გარემოს შექმნისაკენ ქვეყანაში, მის რეგიონებსა და სამრეწველო წარმოების დარგებში, არსებითად ზრდის ეკონომიკაში ინვესტიციური რესურსების მოდინებას. ამისათვის სახელმწიფომ უნდა შეიმუშავოს ინვესტიციური პოლიტიკის ზუსტი და მკაფიო კონცეფცია, რომელშიც ერთ-ერთი ცენტრალური ადგილი უჭირავს ეკონომიკის ინვესტიციური შემადგენლების შეფასების მეთოდიკას.

შედარებით ფართო სახით **ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელი ეს არის ნორმატიულ-სამართლებრივი, სოციალური და ეკოლოგიური პირობების ერთიანობა, რომელიც განსაზღვრავს კვლავწარმოებითი პროცესის ტიპსა და დინამიკას, რომელიც უზრუნველყოფს დაბანდებული კაპიტალის უკანდაბრუნების საიმედობას და ეფექტიანობას.**

ინვესტიციური მდგენელის ცნება და მისი სტრუქტურა

ინვესტიციური მდგენელი — ეს არის მოძრავი სისტემა, რომელიც ახასიათებს ინვესტიციური საქმიანობის პირობებს და მოიცავს შეფასების რამდენიმე დონეს. მეორე მხრივ, ინვესტიციური მდგენელი, ეს არის ეკონომიკის განსაკუთრებული ქვესისტემა, რომელიც ქმნის წინაპირობებს განვითარებაში სოციალურ-ეკონომიკური ურთიერთობების საუკეთესო გამოყენებისათვის, საზოგადოებას საწარმოო ძალების სამეცნიერო-ტექნიკური დასაბუთებისათვის, აქტიური ინვესტიციური საქმიანობის მეშვეობით.

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტიციური მდგენელის სტრუქტურის კვლევისას სასურველია გათვალისწინებული იქნას:

- ინვესტიციური შემადგენლის დიფერენციაცია ეკონომიკის სხვადასხვა დონეზე (ფედერაცია, რეგიონი, დარგი, საწარმო);
  სინერგიზმის თვისება, ე.ი. ქვეყნის ეკონომიკის ინვესტიციური შემადგენელი არ არის რეგიონისა და საწარმოების ინვესტიციური მდგენელების უბრალო ერთიანობა;
- ინვესტიციური მდგენელის ჩამოყალიბება რიგი ობიექტური ფაქტორების გავლენით;
- სხვადასხვა რისკების აღმოცენება, როგორც შესაბამისი პირობების შედეგი.

ინვესტიციური მდგენელის შეფასება

ინვესტიციური მდგენელის შეფასება — ეს არის ინდიკატორი, რომელიც განსაზღვრავს ინვესტიციების განთავსების ეფექტიანობას მოცემულ ტერიტორიაზე. ამის შესაბამისად, ინვესტიციური მდგენელის განმაზოგადოებელი მაჩვენებლებია ინვესტიციების დონის შედარებითი ზრდის (კლების) ტემპები და მათი ეფექტიანობის დინამიკა.

ინვესტიციური მდგენელის მაჩვენებლები – ეს არის მთლიანი დაბანდებების ზრდის ტემპი და მათი გამოყენების ეფექტიანობა. თუკი მოცემული მაჩვენებლები მოცემულ რეგიონში მაღალია იმავე მაჩვენებლების საშუალო დონეზე ქვეყანაში, მაშინ შეიძლება ითქვას, რომ მოცემულ რეგიონში ხელსაყრელი პირობებია ინვესტიციური საქმიანობისათვის, რაც ამ რეგიონში ეკონომიკის განვითარების კარგ დონეზე მეტყველებს.

ინვესტიციური მდგენელის შეფასებისას გამოიყოფა სამი მიდგომა – მარტივი, ფაქტორული და სტრატეგიული.

ინვესტიციური მდგენელის შეფასების მარტივი მეთოდი

მარტივი მიდგომა ემყარება ისეთი მაჩვენებლების გათვლას, როგორიცაა:

— მშპს, ეროვნული შემოსავალის და სამრეწველო პროდუქციის წარმოების მოცულობის დინამიკა;
— ეროვნული შემოსავლის განაწილების დინამიკა, მოხმარებისა და დაგროვების პროპორციები;
— ინვესტიციური საქმიანობის საკანონმდებლო რეგულირების მდგომარეობა;
— ცალკეული ინვესტიციური ბაზრების განვითარება.

ეს მეთოდი გამოირჩევა ანალიზისა და გათვლების შედარებითი სიმარტივით. რეგიონის და საწარმოს ინვესტიციური მდგენელის შეფასების ძირითადი მაჩვენებელია გამოყენებული აქტივების მომგებიანობის დონე, რომელიც გაითვლება ორი ვარიანტით:

- როგორც დამოკიდებულება პროდუქციის (მომსახურების) რეალიზაციიდან მიღებულ მოგებასა და გამოყენებული აქტივების მთლიან თანხას შორის;
- როგორც დამოკიდებულება საბალანსო მოგებასა და გამოყენებული აქტივების საერთო თანხას შორის.

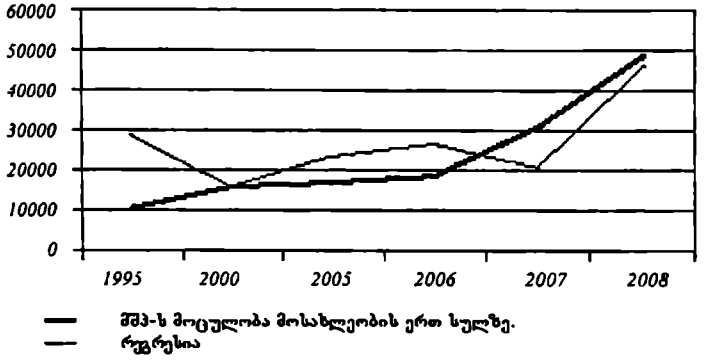
მოცემული მეთოდის დროს გაითვალისწინება ნებისმიერი ინვესტორის სამეწარმეო საქმიანობის მთავარი მიზანი: მოგების მიღება და დაბანდებული კაპიტალის უკანონო დაბრუნება. ეს უკანასკნელი გამოიყენება ქვეყნის (რეგიონის, საწარმოს) ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელის კვლევისას, ოღონდ მარტივი მიდგომის დროს ინვესტიციური შემადგენლის კვლევისას არ გაითვალისწინება კავშირი ინვესტიციურ შემადგენელსა და ეკონომიკის მდგრადობას შორის მოცემულ სისტემაში, ინვესტიციების ფაქტორები და მათი დამოკიდებულება ეკონომიკური სისტემის განვითარების სხვა რესურსულ ფაქტორებთან.

ინვესტიციური მდგენელის შეფასების ფაქტორული მეთოდი

ფაქტორული მიდგომა ემყარება სხვადასხვა ფაქტორების გამოყენებას, რომლებიც გავლენას ახდენენ ინვესტიციურ მდგენელებზე. მოცემული მეთოდის უპირატესობაა რიგი ფაქტორების ურთიერთზემოქმედების გათვალისწინება, კერძოდ:

— საქმიანობის საერთო პირობები (მატერიალური წარმოების დარგების განვითარება, ძირითადი სანარმოო ფონდების ცვეთის ხარისხი, დაუმთავრებელი მშენებლობის სიდიდე);
— საბაზრო ინფრასტრუქტურის განვითარება (ადგილობრივი მასალების ბაზრის ტევადობა, საექსპორტო შესაძლებლობები, უცხოური კაპიტალის არსებობა, ინფლაცია და მისი გავლენა ინვესტიციურ საქმიანობაზე);
— ინვესტიციური პოტენციალი;
— სოციალური და დემოგრაფიული ფაქტორები;
— ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფაქტორები;
— ფინანსური ფაქტორები;
— პოლიტიკური ურთიერთობების მდგომარეობა.

სხვადასხვა დონის ეკონომიკური სისტემების ინვესტიციური მდგენელის შეფასების კრებითი მაჩვენებელია, ყველა ფაქტორების მიხედვით, საშუალო შეწონილი შეფასებების მთლიანი ჯამი ეკონომიკაზე ინვესტიციური მდგენელის გავლენის განხილვისას ეგზოგენური მაჩვენებლების როლში გამოდის საგარეო ვალის დონე, ძირითად კაპიტალში ინვესტიციების მოცულობა, დანახარჯები მეცნიერულ კვლევებზე (ნახ.34.1.).



ნახ. 34.1. ეკონომიკური უსაფრთხოების მაჩვენებლის შემადგენელთა დინამიკა 1995-2008 წლებში.

ეკონომიკის განვითარებაში დამოკიდებულება საანალიზო ფაქტორებს შორის აღწერილია ტოლობაში (იხ. ცხრილი 36.1).

$$y = 10,2 - 15,5\ X_1 + 19,3\ X_2 + 1,2\ X_3 - 0,9\ X_4$$

სადაც y – მშპ მოსახლეობის 1 სულზე 1995-2008 წლებში, რომელიც ახასიათებს პოლიტიკურ შემადგენელს;

X_1 – საგარეო ვალის სიდიდე 1995-2008 წლებში, რომელიც ახასიათებს პოლიტიკურ მდგენელს.

X_2 – ინვესტიციების მოცულობა ძირითად კაპიტალში 1995-2000 წლებში, რომელიც ახასიათებს ინვესტიციურ მდგენელს;

X_3 – დანახარჯები მეცნიერულ კვლევებზე (%-ით ბიუჯეტის საგადასახადო შემოსავლებთან), რომელიც ახასიათებს ინოვაციურ მდგენელს;

X_4 – მოსახლეობა, რომელთა შემოსავლები დაბალია საარსებო მინიმუმზე (%-ით მოსახლეობის საერთო რიცხოვნობასთან 1995-2008 წ.წ. რომელიც ახასიათებს სოციალურ მდგენელს.

რეგრესიის განტოლებათა მაჩვენებლების გათვლა, რომელიც ახასიათებს ინვესტიციური მდგენლის გავლენას

ცხრილი 34.1

მაჩვენებელი	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008
1. მშპ-ს მოცულობა მოსახლეობის ერთ სულზე. ათასი ლარი. 1998.	4117,3	10398,8	15523,2	16826,4	18355,0	31068,0	48780,4
2. საგარეო ვალის მოცულობა. მლნ ლარი	0,26	2,37	2,52	2,49	2,90	2,93	2,90
3. ინვესტიციების მოცულობა ძირითად კაპიტალში, მლნ. ლარი	0,67	1,64	2,30	2,50	2,47	3,67	3,71
4. დანახარჯები მეცნიერულ კვლევებზე %-ში ბიუჯეტის საგადასახადო შემოსავლებთან	2,38	2,93	1,10	0,27	0,82	1,23	1,22
5. მოსახლეობა, რომელთა შემოსავლები საარსებო მინიმუმზე დაბალია %-ით მოსახლეობის საერთო რაოდენობასთან	6,95	7,66	6,85	6,45	7,26	9,27	9,10

ასე რომ, ეკონომიკური განვითარების მიღებული რეგრესიის განტოლებათა მაჩვენებლების ინტერპრეტაცია, რომელიც გაითვლება როგორც მშპ-ს წილი მოსახლეობის ერთ სულზე, ასახავს ინვესტიციური მდგენელის განმსაზღვრელ ზემოქმედებას და სამეცნიერო კვლევებზე დანახარჯების პროგრესირებად მნიშვნელობას. მოცემული მაჩვენებელი შეიცავს ინფორმაციით ამა თუ იმ ფაქტორის განვითარებაზე, იგი უშუალო გავლენას ახდენს ინვესტიციური შემადგენლის მდგომარეობასა და დინამიკაზე, ხდება გადაწყვეტილების მიღება ინვესტირების ობიექტზე. ყოველ ინვესტორს შეუძლია ორიენტაცია აიღოს თავის ფაქტორთა ნაკრებზე.

ასე რომ, ფაქტორული მეთოდი საშუალებას იძლევა გაირკვეს კავშირი ინვესტიციური მდგენელსა და ეკონომიკის რეალურ სექტორში დაბანდებულ ინვესტიციებს შორის, ძირითად კაპიტალსა და ინვესტირებულ პოტენციალს შორის, ინვესტორის საქმიანობის პირობებს შორის.

მოცემული მიდგომა იყენებს სტატისტიკურ მაჩვენებლებს და ამასთან ერთად:

- გამოაჟენს სტრუქტურული გარდაქმნების აუცილებლობას;
- განსაზღვრავს სისტემის ინვესტიციურ მიმზიდველობას;
- აქცენტი გადააქვს სამეცნიერო ტექნოლოგიური და ინოვაციური პოტენციალების მდგომარეობის შეფასებაზე;

  ასახავს განვითარების რეგიონთაშორისი კოოპერირებისა და რეგიონთაშორისი შრომის დანაწილების დონეს.

ინვესტიციური მდგენელის შეფასების სტრატეგიული მეთოდი

სტრატეგიული მიდგომის დროს ინვესტიციური მდგენელის განმსაზღვრელი მაჩვენებლის სახით ფასდება ინვესტიციური პოტენციალი და ინვესტიციური რისკები. ინვესტიციური პოტენციალი ფასდება სისტემის ეკონომიკური მაჩვენებლების საფუძველზე, რომელიც მოიცავს:

- წარმოების ფაქტორების არსებობას;
- სამომხმარებლო მოთხოვნას;
- საწარმოო და სამეურნეო საქმიანობის შედეგებს;
- მეცნიერების განვითარების დონეს, ფონდების განახლებას;
- ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარებას.

ინვესტიციური რისკები ფასდება ინვესტიციების დანაკარგების ალბათობის და შემოსავლიანობის პოზიციებიდან სხვადასხვა სახის რისკის გათვალისწინებით. ინვესტიციური მდგენელის სტრატეგიული მეთოდი საშუალებას იძლევა არა მარტო შეფასდეს რეგიონის მიმზიდველობა ინვესტირები-

სათვის, არამედ წარმოვადგინოთ რისკის დონე, რომელიც მას ახასიათებს, ინვესტიციური მდგენელის შეფასების მეთოდიკის შემუშავების საფუძვლად მიღებულია შემდეგი პრინციპები:

1. ინვესტიციური ფაქტორების უმეტესობა საკმარისი უნდა იყოს ინვესტიციური საქმიანობის პროცესების ანალიზისათვის;
2. წარმოების ტიპი, რომელიც ინვესტიციური პროცესის ობიექტურ საფუძველს შეადგენს, გამოავლენს ინვესტიციური მდგენელის ძირითად ფაქტორებს და მათი მართვის მექანიზმებს ფინანსური ბაზრის სტრუქტურის სხვადასხვა დონეზე;
3. სარწმუნო სტატისტიკური და სხვა მაჩვენებლების გამოყენება, რომელთა საფუძველზეც ხდება ინვესტიციური შემადგენლის შეფასება;
4. ინვესტიციური შემადგენლის მონიტორინგი.

ინვესტიციების მდგენელის მონიტორინგი და მისი სახეები

იმასთან დაკავშირებით, რომ ინვესტიციური მდგენელი ხასიათდება დინამიკით და გამუდმებით იცვლება, აქტუალურია ინვესტიციური მდგენელის, მონიტორინგის ამოცანა.

მსოფლიო პრაქტიკაში შედარებით გავრცელებულია ასეთი მონიტორინგის სამი ვარიანტი. **პირველი** ვარიანტი ასახავს ქვეყნის ინვესტიციური პოტენციალის მდგომარეობას ცალკეულ სამეურნეო სისტემას (ეკონომიკური ზონის, რეგიონის, დარგის) გამოელენის გარეშე. ასეთ მონიტორინგზე სპეციალიზდება უცხოეთის კონსალტინგური ფირმების უმეტესობა. **მეორე** ვარიანტი (ორდონიანი) ითვალისწინებს მონიტორინგის განხორციელებას როგორც ქვეყნისათვის მთლიანად, ასევე მისი ცალკეული რეგიონებისათვის. **მესამე** ვარიანტი გვთავაზობს მონიტორინგის ჩატარებას გამსხვილებულ რეგიონთაშორისი ეკონომიკური ზონების მიხედვით, ასევე, დარგებისა და საწარმოების მიხედვით (სამ ან ოთხდონიანი მონიტორინგი).

ყველაზე ეფექტიანი გარდამავალი პერიოდის ქვეყნებისათვის არის მესამე ვარიანტი, რომელიც წარმოდგენილია ინვესტიციური კლიმატის შეფასების სისტემაში. იგი საშუალებას იძლევა:

- გაითვალისწინოს ინვესტიციური პირობების მსგავსება რეგიონთაშორისი წარმონაქმნების საზღვრებში და განასხვაოს სხვადასხვა ზონის სპეციფიკა;
- გამოაკლინოს ინვესტიციური შემადგენლის სინერგიული ეფექტები;
- მონიტორინგის სისტემის განვითარების შემსუბუქება, ვინაიდან ითვალისწინებს ქვეყნის ინვესტიციურ პოლიტიკაში ფედერალური სუბიექტების მზარდ როლს;
- მონიტორინგის სისტემის მართვის გამარტივება, ინფორმაციის შეგროვება, დამუშავება, გადაცემა და კონკრეტული რეკომენდაციების შემუშავება ინვესტიციური მდგომარეობის გაუმჯობესების მიზნით ქვეყნის ეკონომიკის ყველა დონეზე.

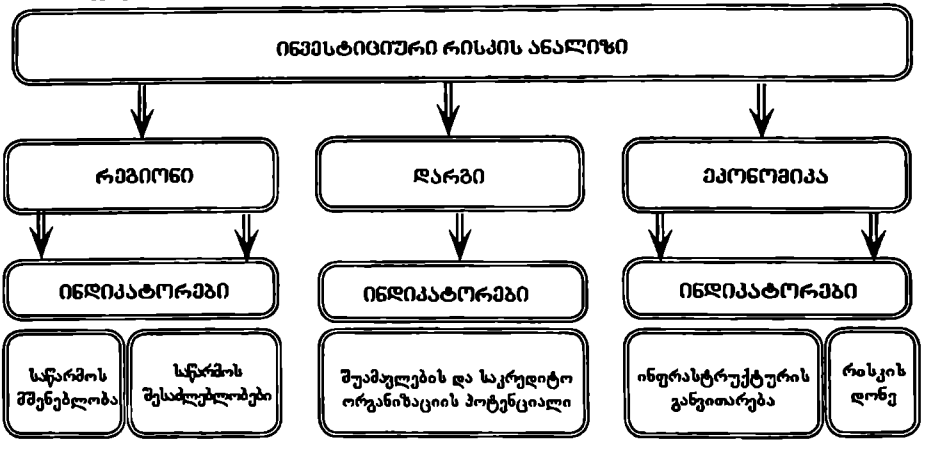
ბევრი ინვესტორისათვის, განსაკუთრებით უცხოელთათვის, ძალზე მნიშვნელოვანია მუშაობა პრივილეგიურ პირობებში. კერძოდ, ისარგებლოს ინფრასტრუქტურის ჩვეული ელემენტებით, მოითხოვოს მისგან ყველა სიკეთე გარიგებების დადებისათვის, მათი სარგებლობის გარანტიები, გადაცემული ინფორმაციის სარწმუნეობა, სატელეკომუნიკაციო ქსელების საიმედობა და სხვა ატრიბუტები, რაც აუცილებელია საინვესტიციო ბაზრებზე მუშაობისათვის. ამიტომაც რეგიონში ინვესტიციების მოზიდვის ალბათობა განვითარებული ინფრასტრუქტურით მკვეთრად იზრდება და, შესაბამისად, ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე მნიშვნელოვანი ფაქტორია რეგიონის ინვესტიციური მიმზიდველობისათვის.

ინვესტიციური ბაზრის ინდიკატორები

ინვესტიციური ბაზრის ინდიკატორების სისტემა და მისი მახასიათებელი მაჩვენებლები ყალიბდება რეგიონის, დარგის, ეკონომიკის ინვესტიციური მიმზიდველობის ამაღლების მიზნებისა და ამოცანებიდან გამომდინარე. ინვესტიციური ბაზრის ყოველი სტრუქტურული ელემენტის როლის

ანალიზი ინვესტიციების მოზიდვაში, ასევე ინვესტორების სხვადასხვა კატეგორიების მოთხოვნის აღრიცხვა, მოიცავს შემდეგ ინდიკატორებს (ნახ. 34.2):

- სახალხო მეურნეობაში რეგიონული საწარმოების მნიშვნელობა;
- რეგიონული საწარმოების უნარი მოიზიდონ რესურსები თავისუფალ ბაზარზე;
- რეგიონული საფონდო შუამავლების და საკრედიტო ორგანიზაციების პოტენციალი;
- ფასიანი ქაღალდების რეგიონული ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე;
- ინვესტიციური რისკის დონე.



ნახ. 34.2. ინვესტიციური რისკის ანალიზის მაჩვენებლები.

ყოველი შემოთავაზებული ინდიკატორი საკმაოდ კარგად აღწერილია შესაბამის მაჩვენებელთა სისტემაში, რომელიც ექვემდებარება რაოდენობით შეფასებას რეგიონულ, დარგობრივ და ეკონომიკურ დონეზე.

საწარმოს ინდიკატორები

საწარმოს ინდიკატორები ხასიათდებიან შემდეგი მაჩვენებლებით:

- რეგიონის საწარმოს ანდა დარგის დოკუმენტების რაოდენობა, რაც საჭიროა ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციისათვის;
- დარგის, რეგიონის საწარმოები მსხვილი კომპანიების რეიტინგში რეალიზებული პროდუქციის მოცულობისა და საბაზრო ღირებულების (კაპიტალიზაციის) მიხედვით;
- მნიშვნელოვანი დარგების, რეგიონული საწარმოების აქტივები;
- რეალიზებული პროდუქციის მოცულობა;
- რეგიონული და დარგობრივი კომპანიების კაპიტალიზაცია.

საწარმოს შესაძლებლობების ინდიკატორები, თავისუფალ ბაზარზე სახსრების სესხების თვალსაზრისით, ხასიათდება შემდეგი მაჩვენებლებით:

- ემიტენტების ფასიანი ქაღალდების (აქციების, ობლიგაციების) რეგისტრირებული ემისიების რაოდენობა;
- ქვეყნის, ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების ფასიანი ქაღალდების რეგისტრირებულ ემისიათა რაოდენობა, ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების რაოდენობა, რომლებიც დაშვებულნი არიან ვაჭრობის ორგანიზატორთა საჯარო სისტემებში;

  გარიგებათა ოდენობა, ემიტენტთა აქციების მიხედვით, ქვეყნის მასშტაბით.

კორპორაციების აქციებისა და სავალო ვალდებულებების ემისიის რაოდენობა, ასევე რეგიონალური, ადმინისტრაციის მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების საერთო მოცულობა ადასტურებს ემისიონერების გამოცდილების არსებობას, თავისუფალი ბაზრიდან ინვესტიციების მოზიდვის თვალსაზრისით. რეგიონული ემიტენტების ფასიანი ქაღალდების დაშვება სავაჭრო სისტემაში ემიტენტისათვის მეტად მნიშვნელოვანი მაჩვენებელია საზღვარგარეთ. ვაჭრობის ყველა ორგანიზატორს ბირჟა იქნება იგი თუ ბირჟის გარეშე სისტემა, აქვს შესაბამისი რეიტინგი ფინანსურ თანამეგობრობაში, რომელიც გვიჩვენებს ამა თუ იმ ელემენტის საიმედობის ხარისხს.

ფინანსური ორგანიზაციების და საფონდო შუამავლების პოტენციალის ინდიკატორი

ფინანსური ორგანიზაციების და საფონდო შუამავლების პოტენციალის ინდიკატორი ხასიათდება შემდეგი მაჩვენებლებით:

— იმ ორგანიზაციათა რიცხოვნობა, რომელთაც აქვთ ლიცენზია, საბროკერო, დილერების და ფასიანი ქაღალდებით მართვის განხორციელებისათვის ლიცენზია;

— საკრედიტო ორგანიზაციათა რაოდენობა (დამოუკიდებელ რეგიონალური ბანკები და საფინანსო ინსტიტუტები).

ინფრასტრუქტურის განვითარების დონის ინდიკატორის შეფასებისათვის გამოიყენება რეგიონში იმ საწარმოთა რიცხოვნობის მაჩვენებელი, რომელთაც აქვთ ლიცენზია განახორციელონ ისეთი სახის საქმიანობა, როგორიცაა:

— ინვესტიციების დაზღვევა;
— ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობის ორგანიზაცია;
— დაკრედიტება;
— დეპოზიტარული საქმიანობა;
— სახელობითი ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რეესტრის წარმოება;
— უთრიერთვალდებულებების (კლირინგის) განსაზღვრა.

დამატებით ფასდება ინფრასტრუქტურის განვითარების დონის ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა:

— სატელეკომუნიკაციო სისტემების არსებობა, რომელთა მეშვეობით შესაძლებელია საშუალო და რეიტინგული საფონდო ბაზრების ურთიერთდაკავშირება;

— სპეციალიზებული საინფორმაციო და საგანმანათლებლო ინსტიტუტების არსებობა, რომელთაც შეუძლიათ საფონდო ბაზრის გარემოს ჩამოყალიბება.

ინვესტიციური ბაზრის განვითარების დონის შეფასება

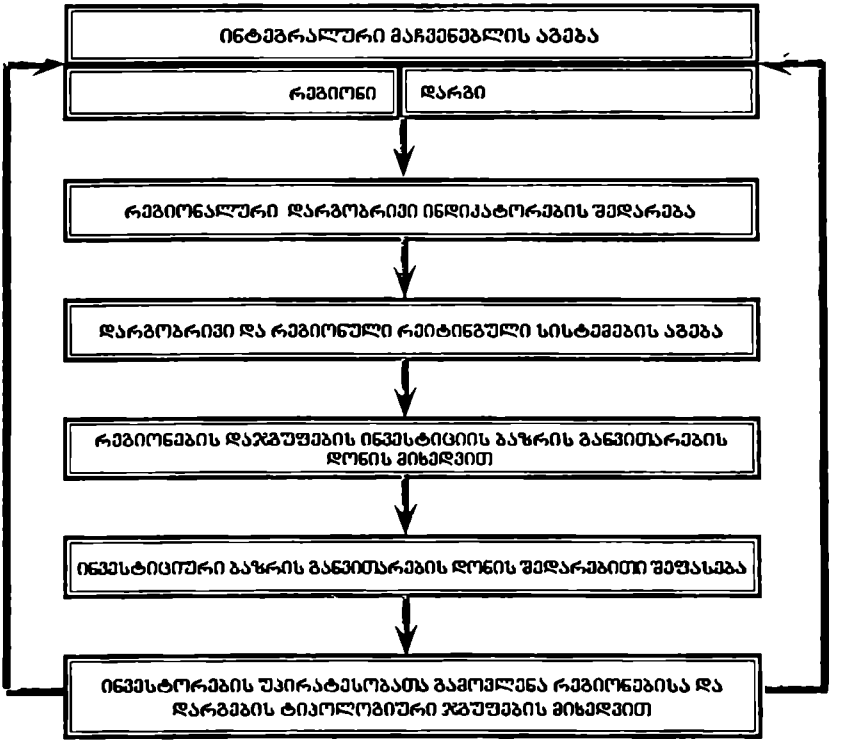
ინვესტიციური ბაზრის განვითარების დონის შეფასება და ანალიზი ხორციელდება რამდენიმე ეტაპად (ნახ. 34.3). პირველ ეტაპზე აიგება რეგიონის ინვესტიციური ბაზრის განვითარების დონის ინტეგრალური ინდიკატორი; ამ აგების საფუძველია იმ პრინციპების ფორმირება, რომელიც განსაზღვრავს ცალკეულ ინდიკატორთა შორის ურთიერთობებს.

სხვადასხვა ინდიკატორების თანაზომადობის ხერხების შერჩევა და მათი ინტეგრალურობამდე დაყვანა ხორციელდებოდა შეფასებების საფუძველზე, ინვესტიციური ბაზრის ყოველი სტრუქტურული ელემენტის მიხედვით.

ნორმატიული და საკანონმდებლო დოკუმენტების აღგილი ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაში

ერთ-ერთი შესაძლო მეთოდოლოგიური დასაბუთება ყოველი ელემენტის შეფასებისათვის ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაში არის ნორმატიული და საკანონმდებლო დოკუმენტები, რომლებიც არეგულირებენ ინვესტიციურ საქმიანობას. თუკი ამ დოკუმენტებში აქცენტი კეთდება ამა თუ იმ სტრუქტურული ელემენტის პრიორიტეტულ განვითარებაზე, მაშინ ამ სტრუქტურული ელემენტის მიხედვით ხდება დიდი ხვედრითი წილის მინიჭება. მეორე საფუძველი იმისათვის, რომ აიგოს ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დონის ინტეგრალური მაჩვენებელი – საჭიროა ექსპერტული შეფასების მაჩვენებლები, რომლებიც ახასიათებენ სხვადასხვა ინვესტორებისათვის ცალკეულ ინდიკატორებს.

დღეისათვის ინვესტორებისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს იმ მაჩვენებლებს, რომლებიც ელემენტების მნიშვნელობას ახასიათებენ. ოღონდ იმ გარემოების გათვალისწინებით, რომ ინვესტიციური ბაზარი გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში სულ უფრო ცივილიზებულ სახეს ღებულობს (რომელიც ითვალისწინებს ყველა სტრუქტურული ელემენტის პროპორციულ და დაბალანსებულ განვითარებას). ყოველ ინდიკატორს შეიძლება მიენიჭოს თანაბარი სტატუსი. მიღებულ შედეგებზე დაყრდნობით ხდება რეკომენდაციების შემუშავება, რათა მოხდეს ინვესტიციის ბაზრის განვითარების მიმართულებების სრულყოფა მთავარი მიზნით – ინვესტიციების მოზიდვა.



ნახ.34.3. ინვესტიციის ბაზრის ანალიზის ეტაპები

რეგიონთაშორისი შედარების ეტაპი

ამ მიზნით გამოიყენება ე.წ. ინდიკატორული შეფასებები, ცალკეული რეგიონისათვის მომდევნო ეტაპისათვის, ხდება რეგიონული რეიტინგების სისტემის აგება ყოველი ინდიკატორის მიხედვით. მიღებული ინტეგრალური მაჩვენებლები ყოველი რეგიონისათვის გამოდგება ინვესტიციური ბაზრის განვითარების დონის რეიტინგის ასაგებად. ეს რეიტინგი შესაძლებელს ხდის გამოვლინდეს მახასიათებელი ჯგუფები. ამ შემთხვევაში ძირითადი ინსტრუმენტის როლში გამოდის სტატისტიკური კლასტერული ანალიზი.

რეგიონების მდგრადი დაჯგუფებების გამოვლენა ინტეგრალური მაჩვენებლის მიხედვით.

ანალიზის შემდეგი ეტაპია რეგიონების მდგრადი დაჯგუფებების გამოვლენა ინტეგრალური მაჩვენებლის მიხედვით. ეს კეთდება იმისათვის, რომ რეგიონი მიკუთვნებული იქნას განსაზღვრულ კლასს, ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დონის მიხედვით.

მიზანშეწონილად მიგვაჩნია გამოვყოთ რეგიონების ტიპოლოგიური ჯგუფები:

1. ინვესტიციის ბაზრის განვითარების საკმაოდ მაღალი დონით, რომელიც ხასიათდება მისი ელემენტების კარგი განვითარებით და, შესაბამისად, ინდიკატორების მაღალი რაოდენობრივი შეფასებებით, ინვესტორების მოზიდვის ალბათობა ამ რეგიონებში ძალზე მაღალია;

2. ინვესტიციის ბაზრის განვითარების მისაღები დონით, რაც იმას ნიშნავს, რომ კარგად არის განვითარებული აღნიშნული ბაზრის მხოლოდ ცალკეული ელემენტები, რომელთა მიხედვითაც, ინდიკატორებს აქვს არასაკმარისად მაღალი მნიშვნელობა, ასეთ რეგიონებში არსებობს ცალკეული კატეგორიების ინვესტორების მოზიდვის ალბათობა;

3. ინვესტიციის ბაზრის განვითარების საშუალო დონით, რაც იმას ნიშნავს, რომ რეგიონში დაწყებულია საფონდო ბაზრის ფორმირების პროცესი. ეს პროცესები, სავარაუდოა, დაიწყო არც თუ ისე დიდი ხნის წინათ. ინდიკატორების მაჩვენებლებს აქვს დაბალი მნიშვნელობები. ამავე დროს, ინვესტიციის ბაზრის განვითარების საშუალო დონის რეგიონებს აქვს კარგი პერსპექტივები ინვესტიციების მოზიდვისათვის;

4. რეგიონები ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დაბალი დონით. ამ რეგიონებში ეს-ესაა დაიწყო საფონდო ბაზრის ცალკეული ელემენტების ფორმირება, ინდიკატორების უმეტესობას აქვს ძალზე დაბალი რაოდენობითი მნიშვნელობა. ეს რეგიონები ვერ იყენებენ ბაზარს თავიანი ინვესტიციური მიმზიდველობის ფაქტორის როლში და ინვესტიციების მოზიდვა დიდადაა დამოკიდებული ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების პოზიციებზე;

5. რეგიონები ინვესტიციის ბაზრის განვითარების ძალზე დაბალი დონით. ეს იმას ნიშნავს, რომ რეგიონში არის მხოლოდ ცალკეული ელემენტი, რამაც შეიძლება ინვესტორთა პოტენციური ინტერესი გამოიწვიოს, ამ რეგიონებში ინვესტორთა მოზიდვის ალბათობა ძალზე დაბალია და ასეთი მოზიდვა შესაძლებელი იქნება მხოლოდ ადგილობრივ ხელმძღვანელთა პოლიტიკური ძალისხმევით. რეგიონების კლასიფიკაცია ხორციელდება მიღებული მაჩვენებლების საფუძველზე, რომლებიც ეყრდნობიან ექსპერტული ანალიზისა და რეიტინგების აგების მეთოდებს.

ამ ეტაპის ძირითადი ამოცანაა რეკომენდაციების შემუშავება, რომლებიც გაითვალისწინებენ სხვა რეგიონთა გამოცდილებას, რომლებიც ამ ჯგუფშია შეტანილი.

რეგიონის ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დონის შეფასება, საბაზისო ან "ეტალონური" ვარიანტის მიხედვით

მომდევნო ეტაპზე ხორციელდება რეგიონის ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დონის შეფასება, საბაზისო ან „ეტალონური" ვარიანტის მიხედვით. ასეთი ვარიანტის როლში შეიძლება მოვიაზროთ შემდეგი:

- კონსტრუირებული საბაზისო ვარიანტი მომდევნო ეტაპის შედეგების საფუძველზე;
- კონსტრუირებული განვითარების მსოფლიო დონის ზოგიერთ კრიტერიუმებზე;
- განვითარების საშუალო დონე ქვეყანაში ინვესტიციების განვითარებულ ბაზარზე. ეს მაჩვენებელი შედარებით ზუსტად განსაზღვრავს ინვესტიციების საბაზისო დონის მდგომარეობას.

კვლევის ბოლო ეტაპია ინვესტორების ტიპოლოგია ინდიკატორებისადმი უპირატესობითი მინიჭების ხარისხის მხრივ. რეგიონების ტიპოლოგიური ჯგუფები ინვესტიციის ბაზრის განვითარების დონის მიხედვით და გამოვლენილი ინდიკატორების გავლენა ინვესტიციური მიმზიდველობის ხარისხზე ამ რეგიონებში გულისხმობს, გამოვლინდეს სხვადასხვა კატეგორიის ინვესტორთა ამა თუ იმ ინდიკატორისადმი უპირატესობის მინიჭების აუცილებლობა. ამიტომაც უკანასკნელი ეტაპის

მიზანია შეფასდეს რეგიონის ინვესტიციური მიმზიდველობა, მოხდეს ინვესტორთა ტიპების ანალიზი, მათი მხრიდან უპირატესობების მინიჭების თვალსაზრისით.

ამრიგად, მიმდინარე პერიოდში მნიშვნელოვანია სახელმწიფო რეგულირება იყოს მაქსიმალურად ეფექტიანი, სამართლიანი და არ იზღუდებოდეს ბიუროკრატიული ბარიერებით. კონკურენტული ურთიერთობების განვითარებასთან ერთად სახელმწიფო რეგულირების როლი და მნიშვნელობა შეიცვლება. ასე მაგ.: სახელმწიფოს მნიშვნელობა ძლიერდება შიდა და გარე კონფლიქტების გამწვავების, ქვეყნის ეროვნული უსაფრთხოების მუქარების, ეკონომიკური კრიზისების პერიოდში. საბაზრო თვითრეგულირების მექანიზმებსა და რეგულირების არასახელმწიფო ინსტიტუტების განვითარებასა და სრულყოფასთან ერთად შემცირდება ფასების რეგულირება, საგარეო და შიდა ვაჭრობის საკუთრების უფლების რეგულირება. ამავე დროს, გაიზრდება სახელმწიფოს ფუნქციის მნიშვნელობა საზოგადოებაში სოციალური სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად, სოციალური გარანტიების, სოციალური ინფრასტრუქტურის განვითარების კუთხით.

ქვეყნის ეკონომიკის სტაბილური ფუნქციონირება გულისხმობს რიგი სპეციფიკური ფუნქციების განვითარებას, რომლებიც მიმართული იქნება ნეიტრალურ ფაქტორებზე, რომლებიც ეკონომიკური უსაფრთხოების დონეს ამცირებენ. ესენია: ეკონომიკური პოტენციალის თავდაცვითი, საგარეო ეკონომიკური და სატრანსპორტო დატვირთვის გადიდება, დისპროპორცია სახალხო მეურნეობრივი კომპლექსების მართვაში და სხვ.

სამეურნეო კავშირების გლობალიზაციისა და საერთაშორისო ეკონომიკური ინტეგრაციის პირობებში სახელმწიფოს ფუნქცია არსებითად რთულდება. თანამედროვე ეკონომიკისათვის დამახასიათებელია გლობალური კონკურენცია არა უკვე ქვეყნებს, არამედ ტრანსნაციონალურ კლასტერმოებით სისტემებს შორის, რომელთაგანაც თითოეული წარმოადგენს და აერთიანებს კაპიტალის დაგროვების ბევრ ეროვნულ სისტემას, მეცნიერებისა და საწარმოო-სამეწარმეო სტრუქტურების ორგანიზაციას, რომლებიც ფუნქციონირებენ მსოფლიო ბაზრის მასშტაბებში. ასეთ პირობებში სახელმწიფო რეგულირების ფუნქციები მიმართული უნდა იყოს კონკურენტულ უპირატესობათა სტიმულირებაზე, გრძელვადიანი სოციალური, ეკონომიკური და სამეცნიერო-ტექნიკური განვითარების პრიორიტეტების განსაზღვრასა და რეალიზაციაზე.

34.3. ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲞᲝᲚᲘᲢᲘᲙᲘᲡ ᲞᲠᲘᲝᲠᲘᲢᲔᲢᲣᲚᲘ ᲛᲘᲛᲐᲠᲗᲣᲚᲔᲑᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲤᲐᲡᲔᲑᲘᲡ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲐ

ᲠᲐ ᲛᲝᲘᲐᲖᲠᲔᲑᲐ ᲡᲐᲮᲔᲚᲛᲬᲘᲤᲝᲡ ᲡᲢᲠᲣᲥᲢᲣᲠᲣᲚᲘ ᲞᲝᲚᲘᲢᲘᲙᲘᲡ ᲥᲕᲔᲨ

თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში სტრუქტურული პოლიტიკის ქვეშ მოიაზრება სახელმწიფოს საქმიანობა ეკონომიკის საწარმოო-ტექნოლოგიური სტრუქტურის სრულყოფის მიმართულებით. ამის საფუძველია ახალი, მაღალეფექტური ტექნოლოგიების დანერგვა, მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის მოწინავე მიმართულებების ათვისება, ინოვაციური და ინვესტიციური აქტიურობის სტიმულირება ეკონომიკური ზრდის პერსპექტიულ მიმართულებებში. მაღალგანვითარებული ქვეყნებისათვის სტრუქტურული პოლიტიკის განხორციელების ტრადიციული ფორმაა ეკონომიკის განვითარების პრიორიტეტული მიმართულებების შერჩევა, სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის გლობალურ კანონზომიერებათა ანალიზის საფუძველზე, ეროვნულ კონკურენტულ უპირატესობათა გათვალისწინებით. მათი რეალიზაცია ხდება სახელმწიფო მიზნობრივი პროგრამების, განვითარების ინსტიტუტების საქმიანობის, სახელმწიფო შესყიდვების, შეღავათიანი კრედიტების, კონკურენტუნარიანი საწარმოო-ტექნოლოგიური სტრუქტურების ჩამოყალიბების საფუძველზე. სტრუქტურული

პოლიტიკის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტებია სოციალურ-ეკონომიკური და სამეცნიერო-ტექნიკური განვითარების ინდიკატური დაგეგმვა და გრძელვადიანი პროგნოზირება.

სახელმწიფო რეგულირების აქტიური როლი არ ჩქმალავს საბაზრო თვითრეგულირების მნიშვნელობას იმით, რომ მიღწეული იქნას ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნა და მდგრადი ეკონომიკური ზრდა. ქვეყნის სტრუქტურული პოლიტიკა არ ცვლის სამეწარმეო ინიციატივას, არამედ ქმნის პირობებს კერძო ინვესტიციური აქტივობის ზრდისათვის და ეკონომიკური აღმავლობისათვის ახალი, პერსპექტიული ტექნოლოგიების ათვისების საფუძველზე საბაზრო თვითრეგულირებისა და კონკურენციის პირობებში.

სახელმწიფო ხელს უწყობს კონკურენტუნარიანი სამეურნეო ორგანიზაციების შექმნას, რომელთაც შესწევთ უნარი იმუშაონ შინა და საგარეო ბაზრებზე მძიმე კონკურენტული ბრძოლის პირობებში და მოახდინონ რესურსების კონცენტრაცია წარმოების განახლების მიმართულებით. სახელმწიფოს პირდაპირი ზემოქმედების ინსტრუმენტები ორიენტირებულია ფართო კერძო ინიციატივათა მხარდაჭერაზე ისეთი საწარმოების ფუნქციონირების თვალსაზრისით, რომლებიც ორიენტირებულნი არიან თანამედროვე უახლეს ტექნოლოგიებზე. შესაბამისი, მიმართულებითი სამეწარმეო აქტიობისა და სამეწარმეო ინიციატივის სტიმულირებაზე.

იმ პირობებში, როცა ინვესტიციური რესურსები შეზღუდულია, აუცილებელია შეირჩეს შედარებით მომგებიანი სფეროები კაპიტალის დაბანდებისათვის, დეტალურად იქნას შესწავლილი და შეფასებული პრიორიტეტული მიმართულებები, გამოვლინდეს ინვესტირების დარგობრივი და რეგიონალური თავისებურებანი.

კიდევ ერთხელ ეფექტიანობის ამღვილის შესახებ ინვესტიციურ პოლიტიკაში

ინვესტიციებზე, როგორც ეკონომიკის განვითარების ერთ-ერთ ძირითად ფაქტორზე, საუბრისას აუცილებელია მისი ეფექტიანობის გათვალისწინებაც, ამიტომაც, ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავებისას, პირველ რიგში — იქმნება პირობები კაპიტალდაბანდებების იდენტიფიკაციისათვის შედარებით ეფექტურ და კონკურენტუნარიან წარმოებაში, რაც შესაძლებელს გახდის მაქსიმალურად გაიზარდოს ბიუჯეტის, საწარმოებისა და მოსახლეობის შემოსავლები. აქ საჭიროა ორიენტირი გაკეთდეს ეკონომიკასა და სამრეწველო წარმოებაში პროგრესული სტრუქტურული ძვრების მეცნიერულად დასაბუთებულ ბაზაზე. ინვესტიციების დარგობრივ სტრუქტურაში ცვლილებების გატარება გულისხმობს ძვრებს წარმოების დარგობრივ სტრუქტურაში და ეკონომიკურ ზრდაში მთლიანად. იმისათვის, რომ განისაზღვროს ინვესტიციების ეფექტიანად გამოყენების პრაქტიკული მნიშვნელობა, გამოიყენება მაჩვენებელთა სისტემა, რომელიც გვიჩვენებს, თუ რამდენად სწრაფად იცვლება ინვესტიციური დაბანდებების სტრუქტურა, მრეწველობის დარგების მიხედვით.

ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური აღმავლობისა და ეკონომიკური ზრდის უზრუნველსაყოფად უახლოეს პერსპექტივაში აუცილებელია მრეწველობის ტექნოლოგიური გადაიარაღება და ეკონომიკის განვითარების ინოვაციურ გზაზე გადასვლა. პირველი ნაბიჯი ეკონომიკის რეალური სექტორის კონცეპტუალური ტექნოლოგიური გადაიარაღების გზაზე არის მეცნიერებისათვის ღირსეული საბიუჯეტო მხარდაჭერა, ამისათვის აუცილებელია უახლოეს ხუთ წელიწადში მოხდეს მეცნიერებაზე ყოველწლიური ხარჯების გადიდება მინიმუმ 15-20%-ით. მეორე კონცეპტუალური ნაბიჯია ქვეყნის განვითარების ინოვაციური მიმართულების ვარიანტის მხარდამჭერი ეკონომიკური მექანიზმის შემუშავება. ამ დროს მნიშვნელოვანია შემდეგი ფაქტორების გათვალისწინება:

1. ინოვაციურ სფეროში ინვესტიციური აქტიობის ამაღლება როგორც ადგილობრივი, ასევე უცხოელი ინვესტორების მხრიდან;
2. ინოვაციების ინვესტირებაში საბანკო სისტემის მონაწილეობის გააქტიურება;
3. ვენჩურული ფონდების სისტემის განვითარება, სამრეწველო ინტელექტუალური საკუთრების საკითხების დამუშავება;

4. გამოიყოს ცენტრალიზებული ფონდებიდან მეცნიერების ინვესტირებაზე და ინოვაციებზე სახსრების არა ნაკლებ 10%-სა;
5. გამოყენებული იქნას განვითარების ბიუჯეტი, როგორც მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი სახელმწიფოს ხელში ინოვაციური ეკონომიკის შესაქმნელად მაღალეფექტიანი ინოვაციური პროექტების სარეალიზაციოდ;
6. ეროვნული წარმოების ინტერესების დაცვა პრეფერენცირების სისტემისა და ცივილიზებული ბაზრის ფორმირების გზით;
7. მოხდეს დარგობრივი ცენტრალიზებული ფონდების პრიორიტეტების სისტემაში რეორგანიზაციის განხორციელება კონკურენტული შერჩევის ბაზარზე ორიენტირებული ფორმით და კონტრაქტით განმტკიცდეს მათი შესრულება ქვეყნის უმნიშვნელოვანესი პრობლემების გადაწყვეტისათვის;
8. მოხდეს „მეცნიერება-წარმოებას“ ურთიერთობის ეკონომიკური მექანიზმის ჩამოყალიბება და გამოვლინდეს „წარმოება-მეცნიერებას“ პრაქტიკის მოთხოვნები.

ᲡᲐᲙᲐᲜᲝᲛᲓᲔᲑᲚᲝ-ᲡᲐᲛᲐᲠᲗᲚᲔᲑᲠᲘᲕᲘ ᲑᲚᲝᲙᲘᲡ ᲛᲜᲘᲨᲕᲜᲔᲚᲝᲑᲐ

დიდი მნიშვნელობა აქვს საკანონმდებლო სამართლებრივი კონცეფციის ბლოკს, რომელიც შესაძლებელს გახდის უზრუნველყოფილი იქნას:

— მცირე მეცნიერებატევადი ბიზნესის ეფექტიანი ფუნქციონირება, ინოვაციური ტექნოლოგიური ცენტრების შექმნის გზით;
— საშუალო მაღალტექნოლოგიური ბიზნესის ჩამოყალიბება; მისი ფუნქციონირების მექანიზმების შეშუშავება ინოვაციურ-საწარმოო კომპლექსების შექმნის გზით;
— ინტეგრირებული სტრუქტურების შექმნა სამეცნიერო და საწარმოო ორგანიზაციების მონაწილეობით. (ამგვარი ინტეგრაციის პირველი ნაბიჯი იქნება მეცნიერებისა და მაღალი ტექნოლოგიების ფედერალური ცენტრების შექმნა).

ᲘᲜᲝᲕᲐᲪᲘᲣᲠᲘ ᲔᲙᲝᲜᲝᲛᲘᲙᲘᲡ ᲗᲐᲕᲘᲡᲔᲑᲣᲠᲔᲑᲔᲑᲘ

ინოვაციური ეკონომიკის შექმნა ემყარება ისეთი მნიშვნელოვანი თავისებურებების არსებობას ქვეყანაში, როგორიცაა:

— მძლავრი სათბობ-ენერგეტიკული და სანედლეულო კომპლექსი. მის ჩარჩოებში გამოიყოფა მაღალი ზღვრები და მაღალტექნოლოგიური პროდუქტები;
— მაღალკვალიფიციური სამუშაო და სრულყოფილი განათლების სისტემა. გეოპოლიტიკური განლაგება სამკუთხედში – ევროპა – აშშ-აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონი;
— ენერგო და რესურსდამზოგი შესაძლებლობები ახალ ტექნოლოგიებზე გადასვლის დროს.

საწყის ეტაპზე, სათბობ-ენერგეტიკული კომპლექსის დარგების სამეცნიერო-ტექნოლოგიური უზრუნველყოფა, საშუალებას მოგვცემს გავზარდოთ ქვეყნის რესურსული ბაზის უკუგება და მოგების ნაწილის ინვესტირება მოვახდინოთ ეკონომიკის რეალური სექტორის მაღალტექნოლოგიურ სფეროებში.

მომდევნო ეტაპი – ფართო ღონისძიებები მონიტორინგისათვის ყველა ტექნოლოგიური წყობის მდგომარეობისა და კონკრეტული ტექნოლოგიების შესახებ ძირითად საწარმოო კომპლექსებში, შესაბამისი „ტექნოლოგიური“ კადასტრის შედგენა, ინდივიდუალური მიდგომების შემუშავება ეკონომიკის რეალური სექტორის ცალკეული დარგების ტექნოლოგიური გადაიარაღებისათვის.

მრეწველობაში ინვესტიციური აქტიურობის სტიმულირების პირობებში უახლოეს წლებში შეიძლება ორიენტაცია იქნას აღებული სამრეწველო პროდუქციის მთლიან წარმოებაში მეცნიერებატევადი პროდუქციის 10%-იანი ხვედრითი წილის მიღწევაზე, ახალი ტექნოლოგიების დანერგვა საბაზრო კონკურენციის გადამწყვეტი ფაქტორია და, ამავე დროს, ძირითადი საშუალებაა ქვეყნის ეკონომიკური უსაფრთხოების ამაღლებისათვის.

კრიზისული სიტუაცია ქვეყნის ეკონომიკაში და ინვესტიციები

პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში შეინიშნება ტენდენცია, როცა სტრატეგიულად არასწორი გადაწყვეტილებების მიღების შედეგად ქვეყნის ეკონომიკა კრიზისულ სიტუაციაშია: პრაქტიკულად ეკონომიკური უსაფრთხოების ყველა მაჩვენებელი ზღვრულზე გაცილებით დაბლა დგას. ეს ბევრადაა დაკავშირებული სამეცნიერო-საწარმოო პოტენციალის არსებული მდგომარეობის თავისებურებებთან. ღღეისათვის მისი დაუტვირთაობა შესაძლებელს ხდის შესაბამისი ეკონომიკური პოლიტიკის პირობებში მიღწეული იქნას მაღალი ეკონომიკური ზრდის ტემპები (10%-მდე წელიწადში) მოცდენილი საწარმოო სიმძლავრეების დატვირთვის ხარჯზე. მაგრამ რამდენიმე წლის შემდეგ მოძველებული მოწყობილობის ზვავისებური მწყობრიდან გამოსვლა ეკონომიკას უმკაცრესი რესურსული შეზღუდულობის პირობებში ჩაიგდებს, ჩამოყალიბებული ინვესტიციური აქტიურობის შენარჩუნების პირობებში 3 წლის შემდეგ ძირითადი საწარმოო ფონდების ღირებულება შემცირდება მინიმუმ სამჯერ, ხოლო კიდევ 3 წლის შემდეგ – ნახევარჯერ. შენარჩუნდება ქვეყნის სანედლეულო სპეციალიზაცია მისი საგარეო ბაზარზე დამოკიდებულების შენარჩუნებით, დაბალი ზრდის ტემპები სამეცნიერო-სამრეწველო პოტენციალის დეგრადაციით, ქვეყნის ეკონომიკური განვითარება მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება გარედან და სახელმწიფოს არანაირ ეკონომიკურ უსაფრთხოებაზე ლაპარაკი ზედმეტია.

ამასთან დაკავშირებით, ერთ-ერთი ძირითადი მიმართულება ეკონომიკური უსაფრთხოების სახელმწიფო სტრატეგიის შემუშავებაში არის სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის უზრუნველყოფა, რომელიც დიდი ხანია გახდა ეკონომიკური ზრდის წარმმართველი ფაქტორი. ცხადია, აუცილებლობას წარმოადგენს განვითარების ინოვაციურ ტიპზე გადასვლა, რომელიც გულისხმობს ინვესტიციური აქტიურობის მრავალმხრივ გადიდებას, რომელიც ეკონომიკის მოდერნიზაციის, მისი კონკურენტუნარიანობის ამაღლების საფუძველია.

თანამედროვე ეკონომიკური განვითარების ციკლური ხასიათი

თანამედროვე ეკონომიკური განვითარების მნიშვნელოვანი კანონზომიერებაა მისი ციკლური ხასიათი. მსოფლიო ეკონომიკის ყოველი სტრუქტურული კრიზისის დროს ყალიბდება ახალი შესაძლებლობები. ქვეყნები, რომლებიც ლიდერობდნენ განვლილ ციკლში, განიცდიან კაპიტალის გაუფასურებასა და სამუშაო ძალის კვალიფიკაციის დაცემას მოძველებული ტექნოლოგიების მქონე დარგებში, მაშინ, როცა ის ქვეყნები, რომელთაც მოასწრეს ინოვაციური პოტენციალის შექმნა, აღმოჩნდებიან კაპიტალის მოზიდვის ცენტრში, რომელიც გამოთავისუფლდება მოძველებული წარმოებისაგან. შესაბამისად, სახელმწიფოები, რომლებმაც განახორციელეს სამეცნიერო-ტექნიკური და საწარმოო კაპიტალის ინვესტირების პოლიტიკა პერსპექტიულ მიმართულებებში, შეიძენენ პრინციპულ კონკურენტულ უპირატესობას. ასეთი პოლიტიკის რეალიზაცია სტრუქტურული კრიზისის ფაზაში მათ ავტორებს შესაძლებლობას აძლევს მიაღწიონ ეკონომიკურ ზრდას კონკურენტული უპირატესობების გაფართოების საფუძველზე.

კარგად არის ცნობილი საბაზისო და რადიკალური მეცნიერული სიახლეები, ისინი სტრუქტურული კრიზისების დაძლევის მნიშვნელოვანი საშუალებებია, რომლებიც ამას ახერხებენ პრინციპულად ახალი მიღწევების ათვისებით და ეკონომიკური ზრდის ტრადიციული მიმართულებების ეფექტიანობის კარდინალურად ამაღლების გზით.

ეკონომიკის მდგრადი განვითარების ტრაექტორიაზე გასვლისათვის აუცილებელია ინოვაციურ-ინვესტიციური აქტიურობის მრავალჯერადი და სწრაფი გადიდება და ახალი ტექნოლოგიური მიმართულებებისა და საბაზისო ტექნოლოგიების ათვისება. სწორედ ის ეკონომიკური პოლიტიკა, რომელიც ორიენტირებულია ინოვაციებში ინვესტიციების წახალისებაზე, უზრუნველყოფს ეკონომიკის მოდერნიზაციას, მისი კონკურენტუნარიანობის ამაღლებას და ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპების მიღწევას.

განვითარების ინოვაციური გზა ინვესტიციურ პოლიტიკაში

თანამედროვე ეტაპზე წარმმართველი როლი ეკისრება განვითარების ინოვაციურ ტიპს, რომელიც გულისხმობს სახელმწიფოს როლის ზრდას ინვესტიციური პოლიტიკის გატარებაში.

მაღალგანვითარებული ქვეყნებისათვის თავზე იღებს ისეთი დარგების დაფინანსებას, როგორიცაა: ფუნდამენტური მეცნიერება და მაღალრისკიანი გამოყენებითი კვლევები, სამეცნიერო-კვლევითი ინფრასტრუქტურის განვითარება, ახალი ცოდნის გავრცელება, მოსახლეობის განათლება. ამ ფუნქციების განხორციელება მთლიანობაში მიმდინარეობს მსხვილმასშტაბიანი ინვესტიციების ფონზე, რომელიც ინვესტორისათვის თვალშისაცემ კომერციულ უკუგებას არ იძლევა, მაგრამ ქმნის პირობებს წარმოების სწრაფი ზრდისათვის, მეცნიერულ სიახლეთა საფუძველზე.

სახელმწიფო თანამედროვე პირობებში მოწოდებულია შექმნას განვითარების ინსტიტუტები, რომლებიც მხარს უჭერენ ინვესტიციებს ახალ ტექნოლოგიებში, ასტიმულირებენ ინოვაციურ აქტივობას, ხელს უწყობენ პროგრესულ ტექნოლოგიურ ძერებს, რომლებიც აერთიანებენ ფინანსურ, შრომით და ინფორმაციულ რესურსებს ეკონომიკური ზრდის პერსპექტიულ მიმართულებებზე. სახელმწიფომ შეიძლება უარი თქვას იმ წარმოების განვითარების ორგანიზაციის პასუხისმგებლობაზე, სადაც ფორმირებულია შესაბამისი ბაზრები და ჩამოყალიბებულია კონკურენტული ურთიერთობები. ამაეე დროს მან მხარი უნდა დაუჭიროს ინვესტიციური აქტივობის ახალ მაღალრისკიან მიმართულებებს, რომლებიც გზას უხსნიან პერსპექტიული წარმოების შექმნას მეცნიერულ-ტექნიკურ მიღწეეათა დანერგვის საფუძველზე. ასე მაგ.: ეკონომიკის დერეგულირების ტალღამ, რომელიც განვითარებული ქვეყნებიდან წამოვიდა გასული საუკუნის 80-იან წლებში, მნიშვნელოვანწილად ტრადიციული დარგები მოიცვა და პრაქტიკულად არ შეხებია მაღალტექნოლოგიურ სექტორს, მათში, პირიქით, გაძლიერდა პირდაპირი სახელმწიფო მხარდაჭერის ინსტიტუტების მნიშვნელობა ინოვაციური და ინვესტიციური აქტივობისათვის და შედარებით კაპიტალტევადი წარმოების ორგანიზაციისათვის. ამასთან დაკავშირებით, იზრდება სამეცნიერო-ტექნიკური და სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სახელმწიფო სტრატეგიის შემუშავების სახელმწიფო მიზნობრივი პროგრამების მნიშნელობა. სახელმწიფო მიზანმიმართულია კონკურენტუნარიანი საწარმოების შექმნაზე, რომელთაც უნარი აქვს მკაცრი კონკურენციის პირობებში იმუშაონ ეროვნულ და საგარეო ბაზრებზე, ასევე უნდა მოახდინონ რესურსების კონცენტრაცია წარმოების განახლების პერსპექტიულ მიმართულებებზე.

სახელმწიფო ზემოქმედების პირდაპირი ინსტრუმენტები, ორიენტირებულნი არიან კერძო ინიციატივების ფართო მხარდაჭერაზე ინოვაციური საწარმოების ათვისებაზე, რომლებიც ასტიმულირებენ ინვესტიციურ აქტივობას შესაბამის მიმართულებებში და სამეწარმეო ინიციატივას.

მეცნიერების დაფინანსების აუცილებლობა და მისი დაფინანსების არსებული მდგომარეობა

სწორედ წარმოების აქტიური ინვესტირება, განსაკუთრებით სამეცნიერო-ტექნოლოგიური დანიშნულებისა, ინოვაციური და სამეცნიერო-ტექნიკური საქმიანობა აყალიბებს მატერიალურ წინაპირობებს ეკონომიკური ზრდისათვის. დღეისათვის ქვეყნის სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის შემცირება – ეს იმის შედეგია, რომ დარღვეულია ტექნიკური ერთიანობა სამეცნიერო კვლევებს და დამუშავებებს შორის, დაიშალა ადრე შექმნილი სამეცნიერო კოლექტივები, ქვეყნიდან გაედინება კვალიფიციური ინტელექტუალური პოტენციალი. შედეგად ძლიერდება ქვეყნის დამოკიდებულება უცხოელ მწარმოებლებზე.

ეკონომიკური ზრდისათვის შესაბამისი პირობების შექმნისათვის, საჭიროა კაპიტალის ინოვაციური განახლება პრინციპულად ახალ, კონკურენტუნარიან საფუძველზე. ეს გაძნელებულია იმასთან დაკავშირებით, რომ სახელმწიფო დაფინანსების მკვეთრი შემცირებისა და სახელმწიფო საწარმოო შეკვეთების პრაქტიკულად არარსებობის პირობებში მეცნიერება თითქმის განვითარების შიდა რესურსების გარეშეა დარჩენილი.

უკანასკნელ წლებში დანახარჯები მეცნიერულ კვლევებსა და დამუშავებაზე მკვეთრად შემცირდა. შედეგად მეცნიერებაზე გაწეული დანახარჯების წილი მშპ-ში 1999 წელს 0,97%-ის ტოლი იყო, რაც 2-ჯერ ნაკლებია 1990 წლის დონესთან შედარებით (2,03%). იმასთან დაკავშირებით, რომ მკვეთრად

შემცირდა საწარმოების მხრიდან ინოვაციებზე მოთხოვნა, მეცნიერების დაფინანსების სტრუქტურაში გაიზარდა სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების წილი, სხვადასხვა შეფასებით, ეს მაჩვენებელი 90%-მდეა. ბიუჯეტის დანახარჯები სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე მცირდება აბსოლუტური მოცულობით და აქვს მშპ-ს მიმართ მკვეთრად გამოხატული კლების ტენდენცია, ასევე, ბიუჯეტის ხარჯვითი ნაწილის მიმართ. სამეცნიერო-საწარმოო პოტენციალის დეგრადაციის დასტურია სამეცნიერო კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე დანახარჯების მკვეთრი შემცირება და შედეგად ამ სფეროში მაღალგანვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით პროგრესირებადი ჩამორჩენა. ერთ სულ მოსახლეზე მეცნიერულ კვლევებზე დანახარჯები აშშ-ში შეადგენდა 794 დოლარს; (1998 წ.) იაპონიაში 715 დოლარს; გერმანიაში – 511 დოლარს; რუსეთში – 61 დოლარს; საქართველოში — 2,8 დოლარს.

დაფინანსების მკვეთრი შემცირების გამო მნიშვნელოვნად გაუარესდა მეცნიერული მოწყობილობის განახლება, შემცირდა ხელფასი მეცნიერებაში. სამეცნიერო ტექნიკურ სფეროში ძირითადი ფონდების განახლების კოეფიციენტი მკვეთრად შემცირდა (1998 წ. 1,7%. 1990 წ. 10,5%) გამწვავდა მეცნიერების ფუნდამენტური და გამოყენებითი კვლევების საცდელი ბაზის შენარჩუნება-მხარდაჭერისა და განვითარების პრობლემები. 1960 წლისათვის პოსტკომუნისტური ქვეყნების მეცნიერების წილად მოდიოდა მსოფლიო მეცნიერული პროდუქციის 20%. ახლა მსოფლიო მეცნიერებატევადი პროდუქციის ბაზრის მხოლოდ 0,3%-ს შეადგენს.

ინოვაციების რეალიზაცია მოითხოვს საქმიანობის ფართო წრეს, დაწყებული კვლევებისა და დამუშავებების შესრულებიდან წარმოების ტექნოლოგიურ მოშზადებამდე ახალი პროდუქციის წარმოებამდე დამთავრებული. ეკონომიკური განვითარების სხვადასხვა ეტაპზე ინოვაციური საქმიანობას პრიორიტეტი იცვლება.

ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის მიღწევისათვის თანამედროვე პირობებში აუცილებელია მეცნიერულ სიახლეთა ისეთი საბაზისო მიმართულებით განვითარება, რომლებიც ქმნიან ახალ და არ აფასებენ ტექნიკის განვითარების არსებულ მიმართულებებს. როგორც ცნობილია, საბაზისო მეცნიერულ სიახლეთა ტალღა განაპირობებს, ე.წ. ინოვაციური მულტიპლიკატორის ამოქმედებას, რომელიც დაკავშირებულია ინვესტიციებთან გაზრდილი ერთიანი მოთხოვნით. ინვესტიციები საბაზისო ინოვაციებში იწვევს წარმოების ზრდას, რომელიც განაპირობებს მეორადი გაუმჯობესებული მეცნიერული სიახლეების წარმოშობას, ისინი ცვლიან მოძველებულ ტექნოლოგიებს. მეორადი სიახლების დანერგვა ხორციელდება ახალი ინვესტიციებით, რომლებიც სტიმულს აძლევენ წარმოების შემდგომ ზრდას. შესაბამისად, ინოვაციური მულტიპლიკატორი დიდ გავლენას ახდენს წარმოების ზრდაზე, გამოჰყავს ეკონომიკა დეპრესიის მდგომარეობიდან გრძელვადიანი აღმავლობის სტადიაზე.

სამეცნიერო-ტექნიკური სამუშაოების დაფინანსებაზე ინვესტიციების გადანაწილება

განვითარებული ქვეყნებისათვის შედარებით ტიპურია სამეცნიერო-ტექნიკური სამუშაოების დაფინანსებაზე ინვესტიციების თანაბარი წილით გადანაწილება კერძო და სახელმწიფო კაპიტალებს შორის. ასე მაგ. აშშ-ში არასახელმწიფო ინვესტიციების წილი ინოვაციურ ბაზარზე შეადგენს 50%-ს. ასევე სახელმწიფო ექსპერტიზის მონაცემებით, ინოვაციების 10% ღებულობს სტრატეგიულად მნიშვნელოვან სტატუსს და, შესაბამისად, ფინანსირდება სახელმწიფო სახსრების ხარჯზე. იაპონია აფინანსებს მთელი მეცნიერული ხარჯების 33%-ს. მრეწველობაში განხორციელებული სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების 73% აშშ-ში ხორციელდება თვითდაფინანსების ხარჯზე. გფრ-ში ეს მაჩვენებელი შეადგენს 70%-ს იაპონიასა და დიდ ბრიტანეთში – 62%-ს. საფრანგეთსა და იტალიაში – 57%-ს. ამასთან დაკავშირებით, ერთადერთი შესაძლო მექანიზმი ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური აღმავლობისათვის არის მრეწველობის ტექნიკური გადაიარაღება და განვითარების ინოვაციურ ტიპზე გადასვლა.

თავის მხრივ, მრეწველობის საწარმოო აპარატის ტექნიკო-ტექნოლოგიური მოდერნიზაცია და რეკონსტრუქცია მოითხოვს ინოვაციების სფეროში მნიშვნელოვანი ინვესტიციების მოზიდვას. აქ აუცილებელია სახელმწიფო პოლიტიკის აქტივიზაცია სამეცნიერო-ტექნიკურ სფეროში და ეკონომიკის სამეცნიერო-სამრეწველო განვითარების მნიშვნელოვანი მიმართულებების შემუშავება. ამასთან, სახელმწიფომ, რომელიც გადამწყვეტ როლს ასრულებს ეკონომიკის რეალური სექტორის ტექნოლოგიური გადაიარაღების საქმეში თავის თავზე უნდა აიღოს მეცნიერების ფუნდამენტური სექტორის და მაღალრისკიანი გამოყენებითი ხასიათის კვლევების დაფინანსება. აღადგინოს ბიუჯეტიდან მეცნიერების ღირსეული დაფინანსების ტრადიცია, განავითაროს სამეცნიერო-კვლევითი ინფრასტრუქტურა. ამასთან, განისაზღვროს პროპორციები ინვესტიციების განაწილებაში, აუცილებელია ორიენტაცია აღებული იქნას ეკონომიკის ციკლური განვითარების კანონზომიერებებზე, კვლავწარმოების ინტენსიურ ტიპზე, რაც გამოიხატება დანახარჯების დაყოფის სტატისტიკურ კანონში, სამეცნიერო-საწარმოო ციკლის სტრუქტურის მიხედვით. ასე მაგ.: დანახარჯები ფუნდამენტურ კვლევებზე, გამოყენებით სამუშაოებზე, დამუშავებებზე, კაპიტალური დაბანდებები სამეცნიერო-ტექნიკურ სიახლეთა ათვისებაზე შეადგენს 1 : 3 : 9 : 27.

ასეთი სახის რესურსების განაწილების სტატისტიკური კანონი სამეცნიერო-ტექნიკურ პოტენციალთან მიმართებაში დამახასიათებელია საზოგადოებრივი წარმოების განვითარების იმ სტადიისათვის, როცა სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესი ხორციელდება პრაქტიკის კანონებით, რომელიც გამოიხატება წარმოების სტაბილიზაციისა და განვითარების პრობლემების აუცილებელ გადაჭრაში.

სამეცნიერო პოტენციალის ფაქტიური შემცირების მიზეზები

სამეცნიერო პოტენციალის ფაქტიური შემცირება პოსტკომუნისტურ სივრცეში დაკავშირებულია იმასთან, რომ არ განხორციელდა სამეცნიერო დაწესებულებების ქსელის რესტრუქტურიზაცია, რაც აუცილებელია საბაზრო ეკონომიკაზე გადასასვლელად.

ყოფილი სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტების პრივატიზაციამ არ მოიტანა სასურველი შედეგები, ვინაიდან შეკვეთები სამრეწველო საწარმოებიდან თითქმის არ შემოდის, ამავდროულად, მოხდა სამეცნიერო კადრების მკვეთრი დაბერება. 10 წელზე მეტი ხნის განმავლობაში მთელი სიმწვავით დგას, ე.წ. „ტვინების გაღინების“ აქტუალობის პრობლემა. ამისათვის მიზანშეწონილია რიგი სამეცნიერო ორგანიზაციების გაერთიანება დარგთაშორის ცენტრებად. რიგი სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტები უნდა გადაეცეთ სამრეწველო საწარმოებს და ამით გაძლიერდეს მათი სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალი.

მეცნიერების დაფინანსების წყაროები და გზები

სამეცნიერო-კვლევითი და საპროექტო ინსტიტუტების ნაწილის რესტრუქტურიზაცია ინჟინირინგულ ფირმებად განვითარებული საფინანსო-ეკონომიკური მარკეტინგული და კომერციული ინფრასტრუქტურებით გააფართოვებს სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების შედეგების პრაქტიკულ გამოყენებას. გამოყენებითი მეცნიერების გადასვლა ფედერალურ საკონტრაქტო საფუძველზე შესაძლებელს გახდის რეალიზებული იქნას სამეცნიერო-ტექნიკური პროექტები, რომლებიც შესრულდება სახელმწიფო ბიუჯეტის ხარჯზე, ცენტრალიზებული არასაბიუჯეტო ფონდების ხარჯზე საკონკურსო საწყისებზე, ასევე მოზიდულ უნდა იქნას არასახელმწიფო სახსრები ვენჩურული, წილობრივი უკანდაბრუნებადი და სხვა ფინანსური მექანიზმების მეშვეობით. ამ წყაროების მობილიზაციის ამოცანები შეიძლება განხორციელდეს მიზნობრივი სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრამების საფუძველზე ფედერალურ, რეგიონულ და დარგის დონეზე მეცნიერებატევადი პროდუქციის ბაზრის მოთხოვნების შესაბამისად.

მათი განხორციელება შეიძლება მოხდეს უპირატესად პორტფელური ინვესტიციების სახით საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტების გამოყენებით. პრაქტიკულ გამოყენებას პოვებს სახელმწიფო გრანტული უზრუნველყოფა და ინსტიტუციური ფორმების სამართლებრივი დაცვა ინვესტიციური რესურსების სააგენტო და ნდობითი (ტრასტული) მართვის მეშვეობით. ინოვაციის დაფინანსების

ანარიცხების სახსრები რენოვაციაზე იმ ნაწილში, სადაც გათვალისწინებულია: საწარმოო ხარჯები ძირითად საწარმოო ფონდების ღირებულებაში მეცნიერულ კვლევებსა და ინოვაციებზე დანახარჯების ჩათვლით; არამატერიალური აქტივების ცვეთის სახსრები, რომელიც შედის პროდუქციის თვითღირებულებაში და რომელიც ასახავს სამეცნიერო-კვლევებისა და სამეცნიერო-ტექნიკურ სიახლეთა ღირებულების გადატანას პროდუქციის ღირებულებაზე; შემოსაველები სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქციის გაყიდვიდან, ინტელექტუალურ და სამრეწველო ობიექტების საკუთრებაზე უფლება, ასევე, შემოსაველები მეცნიერების მატერიალურ-ტექნიკური ინფრასტრუქტურის ობიექტების და მათი სარგებლობის უფლების გაყიდვიდან. შემოსაველები სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების პირდაპირი და პორტფელური ინვესტიციებიდან, რომლებიც მიღებულია დივიდენდების და მოგებიდან გადარიცხვების (როიალტი) სახით: კომპენსაცია სამეცნიერო-ტექნიკური სიახლეების არასანქციური (ულიცენზიო) სარგებლობის, როგორც ინტელექტუალური და სამრეწველო საკუთრების ობიექტების, სარგებლობისათვის.

რა როლი დაეკისრება ინოვაციურ ფონდებს?

ჩამოთვლილი წყაროების პრაქტიკული გამოყენება ხორციელდება სპეციალურად დადგენილი წესებისა და საბუღალტრო აღრიცხვის მიხედვით, დასაბუთებული მეთოდების საფუძველზე მოცემული წყაროების მიხედვით მიღებული სახსრები გადაირიცხება ცალკე საბანკო სუბანგარიშზე „ინოვაციური ფონდები". ინოვაციის სახელმწიფო ფონდის შექმნა, რომელიც გამიზნულია მეცნიერებისა და ტექნიკის განვითარების პრიორიტეტული მიმართულებების რეალიზაციისათვის, შესაძლებელს გახდის შემუშავდეს თანამედროვე სახის მეცნიერებატევადი კონკურენტუნარიანი პროდუქცია და მოხდეს მისი გამოშვების ორგანიზაცია. ამ მიზნისათვის, სახელმწიფო ბიუჯეტის სახსრების გარდა, გამოიყენება ინვესტიციების მოზიდვის საბაზრო მექანიზმები. დღეისათვის ინოვაციებში ინვესტირების მექანიზმი მოქმედებს მხოლოდ მაშინ, თუ გათვალისწინებულია ამ პროცესში საბანკო სტრუქტურების მონაწილეობა, რომლებიც ახდენენ ფულადი რესურსების მობილიზაციას და არეგულირებენ მათ მოძრაობას სამეცნიერო-ტექნიკური და ინოვაციური პროგრამების გამოყენების მიხედვით. ინვესტიციური მიმართულების საბანკო სტრუქტურები ახდენენ უზარმაზარი სახსრების აკუმულირებას, მიზნობრივი დანიშნულებით საბანკო პულების, კონსორციუმების, სხვა ფინანსური და ინვესტიციური ინსტიტუტების შექმნის გზით, რათა მოზიდული იქნას ინვესტიციურ-ინოვაციური პროგრამებისათვის საკუთარი სახსრები. საბიუჯეტო სახსრების დეფიციტის პირობებში ბანკები მაღალი საიმედობის პირობით ახდენენ ინოვაციური ციკლის ყველა ფაზის ფინანსირებას. უზრუნველყოფენ ასევე დაზღვევის შესაძლებლობას. ბანკების მონაწილეობა ამ სფეროში ქმნის დამატებით სტიმულებს სხვადასხვა ფირმებისათვის. შექმნან კომპლექსური ინფრასტრუქტურა ინოვაციური საქმიანობის მომსახურებისათვის. არც ერთი ფინანსური ინსტიტუტი ისე კარგად არ უზრუნველყოფს ინვესტიციური რესურსების მოძრაობის მართვასა და კონტროლს, როგორც ამას ბანკები ახორციელებენ.

ინოვაციურ სფეროში ინვესტიციების მოზიდვის დიდი შესაძლებლობებია საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტების ეფექტიან გამოყენებაში. მისი ძირითადი ამოცანაა ინვესტიციური რესურსების დარგთაშორისი გადანაწილება, შიდა და უცხოური ინვესტიციური ნაკადების უზრუნველყოფა ეროვნული ეკონომიკის შედარებით პერსპექტიულ სექტორებში. გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში არ არსებობს მექანიზმი, რომელიც მოახდენდა მოსახლეობის დანაზოგების ტრანსფორმირებას ინოვაციურ ინვესტიციებში და ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფას. ფულადი პოტენციალი, რომელიც დაგროვილია ქვეყანაში, პრაქტიკულად გამოყენებული არ არის. მონაცემები ადასტურებენ, რომ დაგროვების ნორმა გაცილებით მაღალია აშშ-სა და დასავლეთ ევროპასთან შედარებით. ქვეყანაში არსებული ფულადი სახსრების მოზიდვისათვის ინვესტიციურ რესურსებად ეკონომიკის რეალურ სექტორში საჭიროა, სრულყოფილი იქნას კოლექტიური ინვესტირების ფორმები – წილობრივი ინვესტიციური ფონდები, საკრედიტო

კავშირები. სააქციო და კომერციული ინვესტიციური ფონდები და ამის შემდეგ უზრუნველყოფილი იქნას სახელმწიფოს გაძლიერებული კონტროლი მათ საქმიანობაზე. მისი ყურადღება მიქცეული უნდა იყოს სამეცნიერო-ინოვაციური და ინვესტიციური საქმიანობის ახალ ფორმებზე.

ინოვაციური განვითარების ძირითადი სტადიები

ეკონომიკის ინოვაციური განვითარება, როგორც სხვა ნებისმიერი პროცესი, ბუნებრივია, ორიენტირებული უნდა იყოს სტადიებზე, ეტაპებსა და ფაზებზე. თავდაპირველად უნდა მოხდეს იმ დარგის ტექნოლოგიური ბაზის აღდგენა და შექმნა, რომელთა პროდუქცია ფორმირებულ ბაზრებზე სარგებლობს სტაბილური მოთხოვნით. ამასთან, საბაზრო ნიშა ფართოვდება აქტიური იმპორტშემცველებით, ინოვაციების დანერგვით, რომლებიც ძირითადად ორიენტირებულია რესურსდაზოგი ტექნოლოგიების მოდერნიზაციაზე და პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებების გაუმჯობესებაზე. ასე რომ, ამ ეტაპზე ძირითადი ამოცანაა ეკონომიკური, ინფრასტრუქტურული და ინსტიტუციონალური საფუძვლების შექმნა სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის განმტკიცებისათვის. ამის შემდეგ კი იმ საწარმოების ორგანიზაცია, რომლებიც აწარმოებენ და რეალიზაციას უკეთებენ ახალ ტექნოლოგიურ წყობას, რაც შესაძლებელს გახდის აღადგინოს და განაეითაროს ქვეყნის პოზიციები სამეცნიერო პროდუქციის მსოფლიო ბაზარზე. ამავდროულად, უნდა გაძლიერდეს სახელმწიფოს როლი სამეწარმეო და ინვესტიციური საქმიანობის აქტივიზაციაში, რომელიც მიმართული იქნება ინოვაციების კომერციალიზაციაზე. იგი თანდათან გადაერთვება სამეცნიერო-ტექნიკური სფეროს მხარდაჭერის რაოდენობრივი ასპექტებიდან ხარისხობრივ ასპექტებზე – სამეცნიერო-ინოვაციური და საინჟინრო საქმიანობის ახალ ფორმებზე, რომლებიც იყენებენ თანამედროვე ინფორმაციულ ტექნოლოგიებს.

სახელმწიფო ინვესტიციურ-ინოვაციური პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები მომავალში

ზემოთ აღნიშნულის გათვალისწინებით, შეიძლება გამოვყოთ სახელმწიფო ინვესტიციურ-ინოვაციური პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები მომავალში. ეს მიმართულებებია:

- ინოვაციური სფეროს განვითარების რაციონალური პრიორიტეტების შერჩევა ინოვაციური პროექტების რეალიზაციისას. ისეთი ტექნოლოგიების პროგრამების შერჩევა, რომელიც გაულენას მოახდენს წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება და ეროვნული ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობაზე;
- საკანონმდებლო და აღმასრულებელი ხელისუფლების ორგანოების ქმედებების კოორდინაცია, რათა შემუშავდეს კომპლექსური მიდგომა იმ ამოცანების გადაწყვეტისას, რომელიც ეხება ქვეყნის ინოვაციურ განვითარებას, ინოვაციური სისტემების ეფექტიან ფუნქციონირებას და სახელმწიფოს ინვესტიციურ-ინოვაციური სტრატეგიის განხორციელებას;
- ფუნდამენტური მეცნიერების სამეცნიერო და საწარმოო-ტექნოლოგიური პოტენციალის შენარჩუნება და განვითარება, კადრების მოშზადების სისტემის შექმნა თანამედროვე სამეცნიერო-ტექნოლოგიური დონის შენარჩუნება-განვითარებისათვის და მეცნიერების უფრო მაღალ საფეხურზე განვითარებისათვის;
- ხელსაყრელი ეკონომიკური და ფინანსური პირობების უზრუნველყოფა ინოვაციური საქმიანობის აქტივიზაციისათვის, ვენჩურული, ინჟინირინგული, ინვესტიციურ-სამეწარმეო საქმიანობის განვითარებისათვის და ჯანსაღი კონკურენციისათვის.

ხელსაყრელი პირობების შექმნა ინოვაციების სფეროში ინვესტირებისათვის შესაძლებელს ხდის არა მარტო სამამულო საწარმოების სამეცნიერო-ტექნიკური ბაზის მოდერნიზაციისათვის, არამედ ამაღლებს ქვეყნის კონკურენტუნარიანობას ხარისხობრივად ახალ დონეზე.

ინოვაციური საქმიანობის განვითარების ახალი მიმართულებები და ინოვაციური პოლიტიკის პრიორიტეტები, რაც განისაზღვრება სამრეწველო საწარმოთა მოთხოვნით ტექნოლოგიური გადაიარაღებისა და ინოვაციური რესურსების არსებობის თვალსაზრისით, ეს პროცესი სამ ეტაპას მოიცავს.

პირველ ეტაპზე მთავარი ამოცანებია: იმ დარგის ტექნიკური ბაზის კვლავწარმოება, რომლის პროდუქციაც უკვე ფორმირებულ ბაზრებზე სარგებლობს სტაბილური მოთხოვნით. ამის შემდეგ საბაზრო ნიში ფართოვდება აქტიური იმპორტშემცვლელების წარმოებით. ინოვაციები ორიენტირებულია ძირითადად იმ საწარმოების მოდერნიზაციაზე, რომლებიც იყენებენ რესურსდამზოგ ტექნოლოგიებს და აუმჯობესებენ პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებებს. ე.ი. პირველ ეტაპზე საჭიროა შეიქმნას ეკონომიკური, ინფრასტრუქტურული და ინსტიტუციონალური საფუძვლები ქვეყნის განვითარების ინვესტიციურ სტადიაზე გადასასვლელად.

მეორე ეტაპზე იქმნება საწარმოები რომლებიც ახდენენ უახლესი ტექნოლოგიური წყობის რეალიზაციას. ხდება ქვეყნის შიდა და საგარეო მეცნიერებატევად პროდუქციის ბაზრებზე გასვლა. შედეგად – ბაზრის პერსპექტიულ სექტორებზე კონკურენტული პოზიციების უზრუნველყოფა, სადაც ადრე სამამულო პროდუქცია არ იყო წარდგენილი, ხოლო ცალკეულ შემთხვევებში მოთხოვნის ახალი სფეროების ფორმირება, რომელთა დაკმაყოფილებაში სამამულო მეცნიერებატევადი პროდუქცია დომინირებულ როლს ასრულებს. სახელმწიფოს საქმიანობა ამ ეტაპზე მიმართულია: ფართომასშტაბიანი კერძო ინვესტიციების მოზიდვისათვის საჭირო მექანიზმების შექმნა და სრულყოფა, ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტების გამოყენებისა და დაცვის უზრუნველყოფა, ინვესტიციური განვითარებისათვის საჭირო აუცილებელი ინფრასტრუქტურის შექმნა და მხარდაჭერა. სამეურნეო საქმიანობაში სახელმწიფოს პირდაპირი მონაწილეობის შემცირების პარალელურად ხდება მისი როლის ზრდა ქვეყანაში სამეწარმეო და ინვესტიციური კლიმატის შექმნაში. მესამე ეტაპზე მნიშვნელოვანია შემდეგი საკვანძო საკითხების გადაწყვეტა: სახელმწიფო მხარდაჭერა ინოვაციური ინფრასტრუქტურისათვის, წინაპირობების შექმნა სამამულო ინოვაციებზე მოთხოვნის გაძლორთვისათვის, სამრეწველო საწარმოებისათვის ინფორმაციული მხარდაჭერა, მეცნიერებასა და წარმოებას შორის კავშირების განმტკიცება.

სამეცნიერო-ინოვაციური და საინჟინრო საქმიანობის ახალი ფორმების განხორციელების გზები

სახელმწიფოს ყურადღების ცენტრშია სამეცნიერო-ინოვაციური და საინჟინრო საქმიანობის ახალი ფორმები, რომლებიც იყენებენ თანამედროვე ინფორმაციულ ტექნოლოგიებს, თანდათან ხდება მათი გადართვა „რაოდენობრიედან „ხარისხობრიე" ასპექტებზე, რაც ხორციელდება შემდეგი გზებით:

1. სამეცნიერო და საწარმოო ტექნოლოგიური პოტენციალის (ფუნდამენტური მეცნიერებისა და კადრების მომზადების სისტემის ჩათვლით) შენარჩუნება და განვითარება. მისი გამოყენება თანამედროვე ტექნოლოგიური დონის მისაღწევად და უფრო მაღალ ტექნოლოგიებზე გადასვლა.

2. ინოვაციური სფეროს განვითარებისათვის რაციონალური სტრატეგიისა და პრიორიტეტების შერჩევა. იმ დარგებში კრიტიკული ტექნოლოგიებისა და ინოვაციური პროექტების განხორციელება, რომლებიც გაელენას ახდენენ წარმოების საერთო ეფექტიანობასა და პროდუქციის კონკურენტუნარიანობაზე.

3. ხელსაყრელი ეკონომიკური და ფინანსური პირობების შექმნა ინოვაციური საქმიანობის აქტივიზაციისათვის, ლეგალური მეწარმეობისა და ჯანსაღი კონკურენციის შექმნა.

იმისათვის, რომ განხორციელდეს ზემოთ აღნიშნული ღონისძიებები, საჭიროა შემდეგი პრაქტიკული ქმედებების გატარება:

— რადიკალურად უნდა გაუმჯობესდეს ინფორმაციული უზრუნველყოფა. მათ შორის კომერციული სტრუქტურების ჩართვა სამეცნიერო-საგანმანათლებლო და ინოვაციური საქმიანობის განვითარებაში;

— დარგობრივი სამეცნიერო-კვლევითი და საპროექტო ინსტიტუტების ნაწილის რეკონსტრუირება ინჟინრინგულ ფირმებად, განვითარებული ფინანსურ-ეკონომიკური, მარკეტინგული და კომერციული სტრუქტურებით, სანაციის გატარება და არაეფექტიანად მომუშავე ობიექტების დახურვა;

— ვენჩურული ინვესტირების სისტემის შექმნა (მაღალრისკიანი პროექტების არასაბიუჯეტო დაფინანსება). სამეცნიერო-ტექნიკურ სფეროში ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერა სახელმწიფოს მხრიდან საჭიროა მანამ, სანამ მისდამი ინტერესს არ გამოიჩენს მრეწველობა;
— ინოვაციური რისკების არასახელმწიფო და კერძო უზრუნველყოფის სისტემის განვითარება. ფინანსურ-სამრეწველო ჯგუფების ფარგლებში სადაზღვევო კომპანიების შექმნა, რომლებიც თავის თავზე აიღებენ ინოვაციური პროდუქციის შექმნასთან დაკავშირებული მსხვილი რისკების დაზღვევას. სადაზღვევო კომპანიები ბანკებთან ერთად გადაინაწილებენ ინოვაციურ რისკს;
— ინჟინრინგის პროგნოზირების და მეცნიერებატევადი პროდუქციის მარკეტინგის თანამედროვე მეთოდების გამოყენება;
— მცირე ინოვაციური ბიზნესის განვითარება ხელსაყრელი პირობების და ინფრასტრუქტურის შექმნით მცირე საწარმოების შექმნისა და ფუნქციონირებისათვის;
— შესაბამისი საკანონმდებლო ბაზის შექმნა, რომელიც დაარეგულირებს ინტელექტუალური საკუთრების სფეროში ურთიერთობებს, ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტების შემუშავება, რომლებიც მიმართულია, პირველ რიგში, სახელმწიფო პოლიტიკის გატარებისაკენ. იგი ითვალისწინებს სამეურნეო ბრუნვაში იმ სამეცნიერო-ტექნიკური საქმიანობის შედეგების ჩართვასთან, რომლებიც ხორციელდება სახელმწიფო ბიჯეტის ხარჯებით;
— ტიპიური სახელმწიფო კონტრაქტების მოშზადება, იმისათვის, რომ დაბალანსებული იქნას ამ პროცესის მონაწილეთა კანონიერი ინტერესები სამეცნიერო-ტექნიკური საქმიანობის შედეგების გამოყენების კუთხით.

ამრიგად, ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავების ერთ-ერთი ძირითადი ფაქტორი უნდა იყოს ეკონომიკის გადასვლა განვითარების ინოვაციურ გზაზე. ამასთან დაკავშირებით სახელმწიფოს როლი განისაზღვრება იმგვარი მექანიზმების შექმნით, რომლებიც უზრუნველყოფს ნაციონალური ინოვაციური სისტემის ფორმირებას და ინოვაციური მეწარმეობის განვითარებას. ინოვაციების განვითარებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნა შესაძლებელს გახდის ეკონომიკის ტექნოლოგიური ბაზის მოდერნიზაციას და მკვეთრად აამაღლებს სამამულო წარმოების კონკურენტუნარიანობას.

34.4. ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲞᲠᲝᲪᲔᲡᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲚᲛᲬᲘᲤᲝ ᲠᲔᲒᲣᲚᲘᲠᲔᲑᲐ

ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების საქმეში დიდია ინვესტიციური პოლიტიკის როლი და მნიშვნელობა. მასზე დიდადაა დამოკიდებული ეროვნულ ეკონომიკაში არსებული ინვესტიციური პოტენციალის და მისი შესაბამისი რესურსების ეფექტიანი გამოყენება, რომელიც საბოლოო ჯამში განაპირობებს მყარი ეკონომიკური ზრდის მიღწევას, ინვესტიციური პოტენციალის აღდგენას, საწარმოო ძირითადი ფონდების გაფართოებულ კვლავწარმოებას; ეს კი მიიღწევა თანამედროვე ტიპის ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავებით.

ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘ ᲓᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘ: ᲫᲘᲠᲘᲗᲐᲓᲘ ᲪᲜᲔᲑᲔᲑᲘ

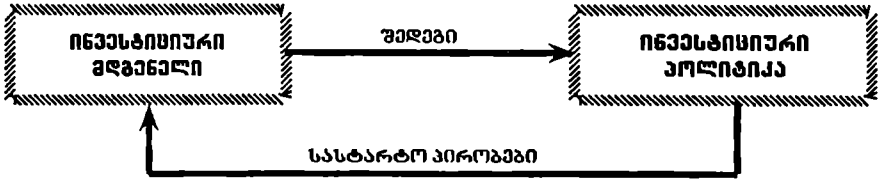
ინვესტიციური პროცესების სახელმწიფო რეგულირება — ეს არის იმ ფორმებისა და მეთოდების ერთიანობა, რომელიც უზრუნველყოფს: კერძო და სახელმწიფო ინტერესების გაერთიანებას; მოხმარებას, დაგროვებას და ინვესტირებას შორის რაციონალური პროპორციების ჩამოყალიბებას; ინვესტიციურ ბაზარზე პროგნოზირების, ინდიკატური რეგულირების და სახელმწიფო ზემოქმედების ღონისძიებათა თანწყობას.

თავის ეკონომიკურ ფუნქციებს სახელმწიფო ასრულებს სახელმწიფო ბიუჯეტის ფორმირებისა და გამოყენების გზით, რომელიც წარმოადგენს ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების მძლავრ ბერკეტს, ინვესტიციური პოლიტიკის გამოვლინებას. ამისდა შესაბამისად, ეკონომიკური კრიზისის დაძლევა შესაძლებელია სახელმწიფო ინვესტიციების რეალური წყაროებისა და სიდიდის განსაზღვრის გზით.

საინტერესოა გაანალიზდეს ურთიერთკავშირი ისეთ ორ ეკონომიკურ კატეგორიას შორის, როგორიცაა: ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელი ელემენტი და ინვესტიციური პოლიტიკა.

კავშირი ინვესტიციურ მდგენელსა და ინვესტიციურ პოლიტიკას შორის

ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელი ელემენტი ინვესტიციური პოლიტიკის ზემოქმედების ობიექტს წარმოადგენს. როგორც ცნობილია, ინვესტიციური პოლიტიკა, ეს არის სახელმწიფო მართვის ორგანოების ორგანიზაციულ და ეკონომიკური ზემოქმედების ღონისძიებათა ერთობლიობა ყველა დონეზე, რომელიც მიმართულია ხელსაყრელი პირობების შექმნისაკენ ინვესტიციების მოსაზიდად და მათი ეფექტიანობის ასამაღლებლად, ასე რომ, ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელი განსაზღვრავს სასტარტო პირობებს ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავებისათვის, ერთი მხრივ, და არის მისი შედეგიც – მეორე მხრივ (ნახ. 34.4).



ნახ. 34.4. ეკონომიკის ინვესტიციურ მდგენელსა და ინვესტიციურ პოლიტიკას შორის ურთიერთკავშირი

ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელი ინვესტიციური პოლიტიკის ზემოქმედების შედეგად ქმნის უფრო ხელსაყრელ პირობებს კაპიტალის დაბანდებისათვის. ინვესტიციური პოლიტიკის ეფექტიანობა განისაზღვრება, როგორც ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელის მაჩვენებელთა ცვლილების ხარისხი უკეთესი მიმართულებით. ეკონომიკის ინვესტიციური მდგენელის გაუმჯობესება, თავის მხრივ, დადებითად მოქმედებს ინვესტიციური პოლიტიკის შემდგომ სრულყოფაზე.

ასე რომ, ეკონომიკის განვითარების პირველად დომინირებულ ფაქტორებს განეკუთვნება ინვესტიციები (იხ. ნახ. 36.5). კავშირი ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის დიდი ხნის წინათ დადგინდა და მეცნიერ-ეკონომისტთა შორის ეჭვს აღარ იწვევს. მეცნიერული განხილვის საგანია იმ პირობების ხასიათი რომელთა დროსაც გაცილებით ნათლად გამოვლინდება ინვესტიციური საქმიანობა. ამასთან დაკავშირებით განსაკუთრებულ აქტუალობას იძენს სწორედ ეკონომიკური ზრდის თეორიის ინვესტიციური მიმართულება, რომელსაც ღრმა ისტორიული ფესვები აქვს და ბევრი უფრო თანამედროვე თეორიული კონცეფციის საფუძველს წარმოადგენს.

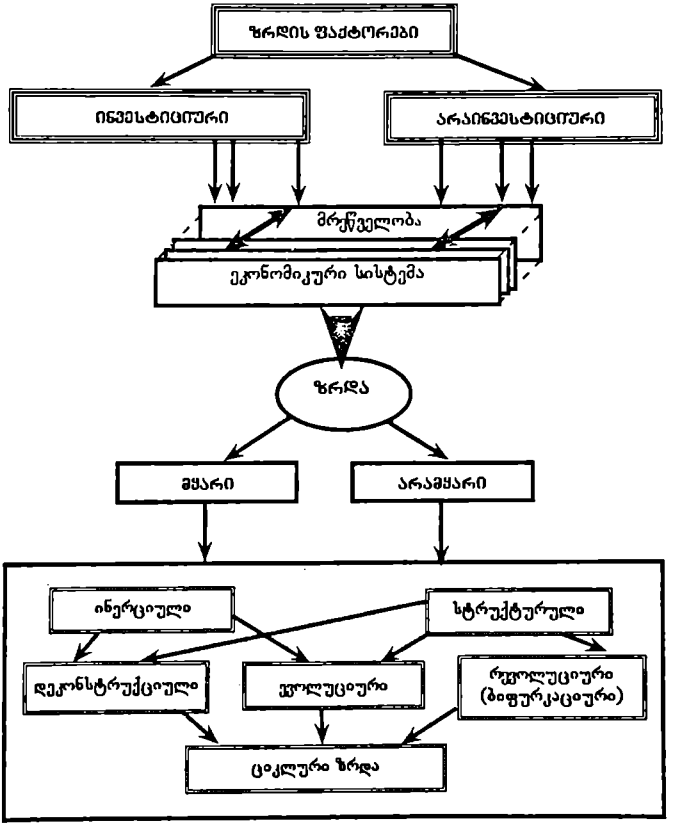
ინვესტიციური პოლიტიკის მიზნები

ინვესტიციური მდგენელი და ინვესტიციური პოლიტიკა შეიძლება განხილული იქნას მართვის სხვადასხვა დონეზე – სახელმწიფო, რეგიონულ და საწარმოს დონეზე. ინვესტიციური პოლიტიკის ძირითადი მიზნები, რაც არაერთხელ იქნა აღნიშნული, არის ოპტიმალური პირობების შექმნა ინვესტიციური პოტენციალის აქტივიზაციისათვის. ეს მიზნებია:

1. ინვესტიციურად მიმზიდველი ობიექტის (ქვეყანა, რეგიონი, საწარმო) იმიჯის შექმნა. როგორც საერთაშორისო გამოცდილება ადასტურებს, იმიჯის შექმნაზე გავლენას ახდენს ისეთი ღონისძიებები, როგორიცაა: კულტურული საერთაშორისო კავშირების განვითარება, სამრეწველო-სავაჭრო პალატის საქმიანობა, სხვადასხვა სახის ბაზრობის მოწყობა და ა.შ. ინვესტიციური პოლიტიკის მნიშვნელოვანი

ელემენტია შეღავათების სისტემა, რომელიც ხელს უწყობს ინვესტიციების მოზიდვას. შეღავათები ძირითადად გაიწევა ოთხი მიმართულებით:

- **გადასახადი მოგებაზე.** შეღავათები გადაირიცხება ეკონომიკური სუბიექტების ბიუჯეტებში. მისი სიდიდე იცვლება ახლად შექმნილი საწარმოებისათვის. უცხოური ინვესტიციების საჭალდებულო სიდიდისათვის, რომლის მიხედვითაც გაიცემა შეღავათები. ამ შეღავათების გაცემის პერიოდია 1-დან 3 წლამდე, შეიძლება გაგრძელდეს 10 წლამდე;
  გადასახადი ქონებაზე. შეღავათი სხვადასხვაა და იგი შეიძლება განსხვავებული იყოს ქვეყნის სხვადასხვა რეგიონის მიხედვით;
  გადასახადები საავტომობილო გზების მოსარგებლეთათვის. შეღავათები აქაც იცვლება როგორც საპროცენტო განაკვეთის დონის, ასევე შეღავათის გაწევის ვადის მიხედვით;
  ადგილობრივი გადასახადებისაგან განთავისუფლება.
  ინვესტიციური პოლიტიკის რეალიზაცია უნდა მოხდეს ოთხი მიმართულებით (ნახ.34.5.).



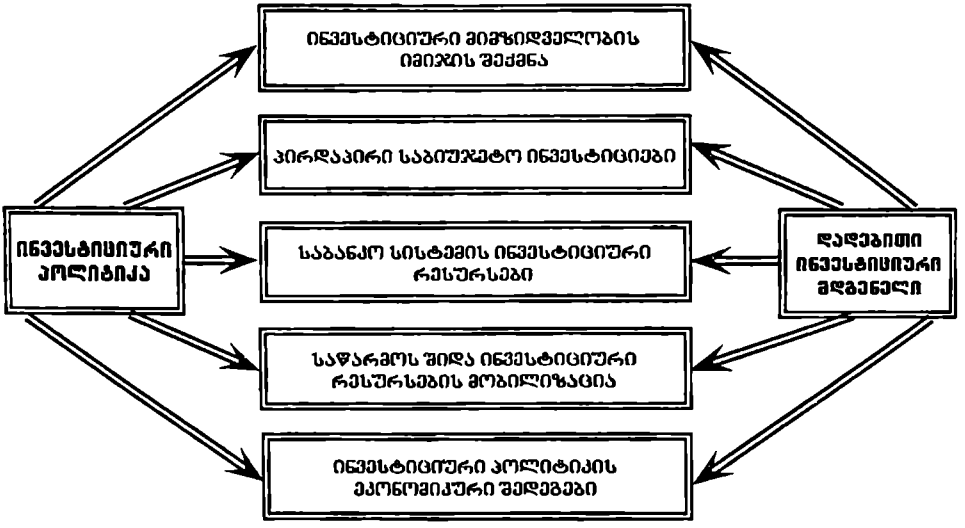
ნახ. 34.5. ეკონომიკური ზრდის ცნების საკლასიფიკაციო სქემა

ქვეყანის, რეგიონის ან სანარმოს ეკონომიკაში პირდაპირი სახელმწიფო ინვესტიციების მოზიდვის აქტივიზაცია

ინვესტიციური პოლიტიკის მნიშვნელოვანი ბერკეტის როლში შეიძლება გამოვიდეს სახელმწიფო შეკვეთა. მისი როლი საბაზრო ეკონომიკის რეგულირებაში განისაზღვრება საერთო ეკონომიკური და ინვესტიციური ციკლების ურთიერთდამოკიდებულებით. თუ ვადებით და ხანგრძლივობით საერთო სამეურნეო ციკლი ემთხვევა ინვესტიციურ ციკლს, ეს უკანასკნელი წინ უსწრებს ცალკეული ფაზების და დგომის დროის მიხედვით და აჭარბებს სიღრმის მიხედვით. პრაქტიკაში ეს იმას ნიშნავს, რომ ეკონომიკური აღმავლობის სტადიას წინ უსწრებს ინვესტიციური ბუმი, ხოლო დაცემის სტადიას – ინვესტიციების და ინვესტიციური აქტიურობის მკვეთრი შემცირება. სახელმწიფო შეკვეთა შესაძლებელს ხდის დააჩქაროს საერთო სამეურნეო კონიუნქტურის მოწესრიგება, დაამუხრუჭოს ინვესტიციების შემცირება დაცემის სტადიაზე და დააჩქაროს მათი გაფართოება საერთო სამეურნეო კონიუნქტურის აღმავლობის პერიოდში.

არასაბიუჯეტო სახსრების მოზიდვა ინვესტიციურ დაფინანსებაში

დასავლეთის საკრედიტო ბაზების, მსოფლიო ბანკის, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის სახსრების ცენტრალიზებულად მოზიდვა და განაწილება არ წარმოადგენს ქვეყნის ფინანსური დახმარების იდეალურ მექანიზმს. ვინაიდან, ე.წ. ფინანსური მხარდაჭერა, პირველ რიგში, არის უცხოელი



ნახ. 34.6. ინვესტიციური პოლიტიკის განხორციელების მიმართულებები მაკროდონეზე

საქონელმწარმოებლების მხარდაჭერა. სახელმწიფომ მაქსიმალური ძალისხმევა უნდა გასწიოს ქვეყნის შიგნით ინვესტიციური რესურსების ფორმირებისათვის ქვეყნის კომერციული ბანკების საქმიანობის გააქტიურების, საგადასახადო კანონებისა და ბიზნესის პრაქტიკის კარდინალური ცვლილების, ინვესტიციურ კრედიტებზე სახელმწიფო საგარანტიო სისტემის დაწესების, მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზაციის გზით. თანამედროვე პირობებში მოსახლეობის დანაზოგების წილი ინვესტიციების სფეროს ფორმირებაში ძალზე უმნიშვნელოა. ეს გამოწვეულია რიგი მიზეზებით, რომელთაგანაც აღსანიშნავია შემდეგი: სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობების შეზღუდულობა გრძელვადიან

პერიოდში ინფლაციური მოლოდინის და ეკონომიკური არასტაბილურობის გამო მოსახლეობის ნდობის დაკარგვა სახელმწიფო და კომერციული სტრუქტურებისადმი. ქვეყანაში საბანკო სექტორის განვითარების დონე არის იმის ასახვა, თუ რა დონეზეა ეკონომიკა განვითარებული, როგორია ფინანსური ბაზარი, ეკონომიკის მონეტარიზაცია, ფინანსური სფეროს მდგომარეობა, საგადასახადო სისტემა და სამართლებრიეი რეგულირება. ამიტომაც კრედიტების ზრდა, რომლებიც წარედგინება ეკონომიკის რეალურ სექტორს, საკრედიტო პორტფელის ხარისხის ამაღლება ბევრადაა დამოკიდებული საკრედიტო ორგანიზაციების სტრუქტურის გაუმჯობესებასა და აქტივების ხარისხზე.

ეკონომიკური სტრუქტურების შექმნა საწარმოთა შიდა ინვესტიციური რესურსების მობილიზაციისათვის

მოგებიდან საამორტიზაციო ანარიცხების ხარჯზე ბოლო პერიოდში გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში საამორტიზაციო ანარიცხების ხარჯზე ფინანსდება ინვესტიციების 23% ძირითად კაპიტალში. ეს იმით აიხსნება, რომ დღეისათვის არ არსებობს სახელმწიფო კონტროლის მოქმედი სისტემა საამორტიზაციო სახსრების მიზნობრივი გამოყენების კუთხით, რის შედეგადაც ამ სახსრების მნიშვნელოვანი ნაწილი საწარმოების მიერ, რომელთაც აქვთ ფინანსური სიძნელეები, გამოიყენება მიმდინარე ხარჯების დასაფარავად.

სახელმწიფოს ზემოქმედების ღონისძიებები საინვესტიციო სფეროზე იცვლება ობიექტური მიზეზების გამო, რასაც ადგილი აქვს ეკონომიკაში. საბაზრო ეკონომიკაში სახელმწიფოს როლი კარდინალურად იცვლება ბაზრის ფუნქციონირებაში უმნიშვნელო ჩარევიდან ყოვლისმომცველ მართვასა და კოორდინაციამდე, რაც შესაძლებელია სახალხო მეურნეობის კონკრეტული დარგის პირობებში მისი სპეციფიკის გათვალისწინებით.

თანამედროვე პირობებში ჩვენში აუცილებელია რეალური სექტორის ინვესტირების კარგად გააზრებული, საერთო სისტემური და, ამავდროულად, სელექციური პოლიტიკა. სახელმწიფოს მხრიდან ინვესტიციური საქმიანობის რეგულირებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნის გარეშე შეუძლებელია ინვესტიციური ბაზრის სუბიექტების აქტივიზაცია და, შესაბამისად, რეალურ სექტორში კაპიტალის მოდინება, რომელიც განაპირობებს ჩამოყალიბებული ეკონომიკური სიტუაციის სტაბილიზაციას. ამიტომ მხოლოდ ინვესტიციურ პროცესში სახელმწიფო ჩარევისას შეიძლება ინვესტიციური საქმიანობის აქტივიზაციის პროგნოზირება.

ინვესტიციური სისტემის სახელმწიფო რეგულირების ქვეშ იგულისხმება ეროვნულ ეკონომიკაში რაციონალური პროპორციების ფორმირების წესი მოხმარებას, დაგროვებასა და ინვესტირებას შორის, ასევე პროგნოზირების, სტრატეგიული ინდიკატური დაგეგმვისა და სახელმწიფო ღონისძიებით, ფორმების შესაბამისობა ინვესტიციურ ბაზრებზე. ეკონომიკის ინვესტიციური სფეროს სახელმწიფო რეგულირებამ უნდა უზრუნველყოს ინვესტიციური სფეროს მოწესრიგება და რთული შემადგენელი ელემენტების შესაბამისობა, ოპტიმიზაციის მიღწევა სახალხო მეურნეობის ცალკეული დარგების განვითარებასა და ეკონომიკური სუბიექტების ურთიერთობების საქმიანობაში. ამ ამოცანების გადაჭრა შეიძლება დაეყრდნოს ინვესტიციური საქმიანობის ინდიკატურ რეგულირებას.

ინდიკატური რეგულირების პრინციპების არსი მდგომარეობს კერძო კაპიტალისა და სახელმწიფოს ინტერესების ჰარმონიზაციაში განვითარების შეთანხმებული ორიენტირებისა და ამოცანების შემუშავების გზით, ასევე მათი მიღწევის მექანიზმებში.

დღეისათვის ჩამოყალიბდა შემდეგი რეალური წინაპირობები ინვესტიციების ინდიკატური რეგულირების პრინციპების განხორციელებისათვის.

ჯერ ერთი, მსხვილ სააქციო საზოგადოებების, საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფებისა და სხვა სტრუქტურების სახით ყალიბდება ეროვნული კორპორაციული კაპიტალი. იქმნება მსხვილი კორპორაციები მრეწველობის თუ ეროვნული ეკონომიკის სხვა დარგებში. აღნიშნული კორპორაციები ქმნიან ეკონომიკის ძირითად საყრდენს. ამიტომაც მათთან მჭიდრო თანამშრომლობა სახელმწიფოს მხრიდან გარდაუვალი და

მიზანშეწონილია. ეკონომიკაში ლიდერის პოზიციების გამო ისინი მთლიანად გამოხატაენ ეკონომიკური სუბიექტების ინტერესებს და აბსორბირებას უკეთებენ კაპიტალის დიდ უმეტესობას.

მეორე, მსხვილი კაპიტალი დღეისათვის თავადაა დაინტერესებული სახელმწიფოსთან აქტიური თანამშრომლობით. სამამულო კაპიტალს მოეთხოვება სახელმწიფოს პირდაპირი ზემოქმედებით განახორციელოს თავისი პროდუქცია, წინ წასწიოს მსოფლიო ბაზარზე, მოიზიდოს უცხოური ინვესტიციები, შექმნას ხელსაყრელი პირობები მრეწველობის რეკონსტრუქციის მსხვილი პროექტების რეალიზაციისათვის. ასე რომ, ეკონომიკის მდგრადი განვითარება, გრძელვადიანი სტრატეგიის შემუშავება ინვესტიციურ საქმიანობაში შეუძლებელია მომალელის განმსაზღვრელობის შემცირების, რისკების შემცირების, საერთო ეკონომიკური კონიუნქტურის განვითარების, ე.ი. ეკონომიკაზე სახელმწიფოს აქტიური ზემოქმედების გარეშე.

მესამე, მოსახლეობის დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მოზიდვა და გამოყენება ინვესტირების ერთ-ერთი პოტენციური წყაროა.

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, შეიძლება ორი მნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთება. პირველი, აუცილებელია პრინციპულად ახალი სახელმწიფო რეგულირების ინსტრუმენტების ძიება ინვესტიციების სფეროში, უნდა შეიქმნას ხელსაყრელი კლიმატი კაპიტალდაბანდებებისათვის, რომელიც საერთო ეკონომიკური სიტუაციის კარდინალური ცვლილებების და დანაზოგების სტიმულირების ამოცანების აღმკვეთური იქნება.

მეოთხე, ინვესტიციური კრიზისიდან გამოსვლის რეალური ალტერნატიევები არ არის ორიენტირებული დანაზოგების რესურსებზე, რომლებსაც ბაზრის სუბიექტები აკეთებენ. დღეისათვის ძალზე საჭიროა სახელმწიფოს მეშვეობით საბაზრო პრინციპების დაცვით ინვესტირების სფეროში წარიმართოს, თუნდაც, ძალზე მცირე დანაზოგები, შექმნილი კერძო მეწარმეობით სექტორში ეკონომიკის აღდგენის გადაუდებელი ამოცანების გადაჭრაზე.

ინვესტიციების ინდიკატური რეგულირების ძირითადი პრინციპები

ზემოთ აღნიშნული ამოცანების გადაჭრის და გრძელვადიანი სტრუქტურული პოლიტიკის განხორციელების ინსტრუმენტი ინვესტიციური საქმიანობის ინდიკატური რეგულირებაა, რომელიც მიმართულია სახელმწიფო პოლიტიკის პრიორიტეტების შეთანხმებაზე მსხვილი ეროვნული კაპიტალის განვითარების პროგრამებთან, რომლებიც მიმართული იქნება მრეწველობის გადაიარაღების მნიშვნელოვანი პროექტების განხორციელებასა და მსოფლიო ბაზარზე გასვლაზე. ინვესტიციების ინდიკატური რეგულირების ძირითადი პრინციპების რეალიზაცია ემყარება შემდეგ ინსტრუმენტებს:

1) წარმმართველი როლი ეკისრება ინვესტიციური ხელშეკრულებების დადებას, რომლებიც ითვალისწინებს ურთიერთვალდებულებებს სახელმწიფოსა და კაპიტალის წამყვან დამბანდებლებს შორის. ხელშეკრულებები ეხება ეკონომიკის სტრუქტურულ-ტექნოლოგიური გარდაქმნების ამოცანებისა და მსხვილი პროექტების განხორციელებას. სახელმწიფოს ვალდებულებებში შედის ღონისძიებები, რომლებიც მიმართულია ხელსაყრელი საბაჟო, საგადასახადო, სააპორტბაციო რეჟიმების შექმნისაკენ. არ გამორიცხება ასევე პირდაპირი (წილობრივ საფუძველზე) სახელმწიფო ინვესტირება.

2) ინვესტიციების ბაზარზე ფასისმიერი პოლიტიკა შეთანხმებულია მეწარმეების მხრიდან. ეს არის საგეგმო პერიოდში გამოშვებულ პროდუქციაზე ფასების ცვლილების მკაცრად შეთანხმებული საზღვრები, მომხმარებლის მხრიდან – ანალოგიური შეთანხმება (ვალდებულება) ინვესტიციური დანიშნულების პროდუქციის შესყიდვასა და თავისდროულ გადახდაზე. ფასისმიერი შეთანხმების პოლიტიკა კაპიტალური დაბანდებების ბაზარზე რეალიზდება სხვადასხვა დონეზე.

ა) ფედერალურზე საერთოეკონომიკური სამინისტროების და უწყებების ეგიდით სახელმწიფო ინვესტიციური შეკვეთის შესრულებისათვის.

ბ) კონკრეტული რეგიონების დონეზე – ადმინისტრაციული ტერიტორიის დამკვეთ-შემსრულებლის ერთიანი სამსახურის ეგიდით, რომლებიც ახორციელებენ საბიუჯეტო და სხვა კონსოლიდირებული საინვესტიციო რესურსების მართვას მშენებარე ობიექტების დაფინანსებისათვის.

გ) ინვესტიციური პროცესების უშუალო მონაწილეთა დონეზე, რომლებიც თავიანთ ძალისხმევას აერთიანებენ ასოცირებული სტრუქტურების ანდა საწარმოო კორპორაციების ჩარჩოებში.

3) სამამულო კაპიტალისადმი თავისი ინვესტიციური ფუნქციის სახელმწიფო დელეგირებით იგი არის ინდიკატური რეგულირების მესამე ინსტრუმენტი.

საიმედო მსხვილი საწარმოო-საფინანსო სტრუქტურების მყარი რეპუტაციით (კორპორაციები, საინვესტიციო ფონდები, ჰოლდინგური კომპანიები) მათ უნარი შესწევთ შედარებით ეფექტიანად განათავსონ რესურსები კომერციული გამოსყიდვის გათვალისწინებით და დაბანდებების ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით, რათა რეალურ სექტორში მოიზიდონ დაგროვების დამატებითი რესურსები.

4) მხარეთა ურთიერთდაინტერესების პირობების რეალიზაცია ინვესტიციური განვითარების სტრატეგიის შესრულებაში და ინვესტორებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნა. ამისათვის სახელმწიფომ უნდა უზრუნველყოს:

- ინვესტორების საქმიანობაზე საგადასახადო ტვირთის შემსუბუქება, რომლებიც აფინანსებენ ეფექტიან პროექტებს და მათთვის საამორტიზაციო ჩამოწერისა და კაპიტალის გადაფასების ხელსაყრელი რეჟიმის შექმნა.
- ინვესტიციების სახელმწიფო გარანტიებისა და დაზღვევის პრაქტიკის გაფართოება.
- ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნა ეკონომიკის დეპრესიული დარგების რესტრუქტურიზაციისათვის.
- სახელმწიფო-კომერციული დაფინანსების წილობრივი პრაქტიკის გაფართოება.

ინვესტიციური საქმიანობის სახელმწიფო რეგულირება, რომელიც ემყარება ინდიკატურ დაგეგმვას, შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც ერთიანი სისტემა, რომელიც მოიცავს მიზანდასახულობას, პროგნოზირებას და ინდიკატურ დაგეგმვას. მიზანდასახულობა – ამოსავალი სისტემა — შემქმნელი ფაქტორია ობიექტურ პროცესებზე დამოკიდებულებით, რომელსაც ადგილი აქვს ეკონომიკაში, იცვლება სახელმწიფოს ინვესტიციურ სფეროზე სახელმწიფო ზემოქმედების ღონისძიებები და ხასიათი. პროგნოზირება შესაძლებელს ხდის შემუშავდეს ინვესტიციური პოლიტიკის განსაზღვრული პოლიტიკა სახელმწიფო დონეზე. ინდიკატური დაგეგმვა განსაზღვრავს კონკრეტულ პერიოდებს, პრიორიტეტებს, რესურსებს, მათი გამოყენების ეფექტიანობას და ეკონომიკური და ადმინისტრაციული რეგულატორების ზემოქმედების შესაძლებლობას ინვესტიციურ სფეროში, ქვეყნის ეკონომიკასა და მის დარგებში ეფექტიანი შედეგების მიღწევას.

ᲡᲐᲮᲔᲚᲛᲬᲘᲤᲝ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲞᲝᲚᲘᲢᲘᲙᲘᲡ ᲡᲐᲮᲔᲝᲑᲔᲑᲘ

გამოყოფენ სახელმწიფო ინვესტიციური პოლიტიკის ორ ტიპს:

— საერთო სისტემური ინვესტიციური პოლიტიკა;

— სელექციური ეკონომიკური პოლიტიკა ცალკეული სუბიექტისა და ინვესტიციური პროგრამების მიხედვით.

პირველი მიმართულია ხელსაყრელი ინვესტიციური კლიმატის შექმნაზე და მოქმედებს როგორღაც ჰორიზონტალურად, რომელიც ასე თუ ისე თანაბარზომიერად ზემოქმედებს ინვესტიციური საქმიანობის ყველა სუბიექტზე, ქმნის რა მათი აქტიურობის ეკონომიკურ და ინსტიტუციონალურ, ორგანიზაციულ და სამართლებრივ გარემოს. იგი უპირატესად მაკროეკონომიკური ტიპის ინვესტიციური პოლიტიკაა.

მეორე გამოდის როგორც მიზანმიმართული გავლენა ინვესტიციური ბაზრის (რეგიონის, დარგის საწარმოს) განსაზღვრულ სუბიექტებზე. მისი მოქმედება ატარებს, ე.წ. ეერტიკალურ, მიკროეკონომიკურ ხასიათს. მასში უფრო ნათლად ვლინდება სახელმწიფოს მარეგულირებელი და მმართველობითი საქმიანობა, რომელიც განსაზღვრავს ამა თუ იმ რეგიონის, დარგის, საწარმოს განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებებს, რეალური სექტორის მსხვილ აგენტებს.

ეკონომიკაში ინვესტიციების მოცულობის გაზრდის გარეშე სახელმწიფო ვერ გადაწყვეტს წარმოების ტექნოლოგიური გადაიარაღების, რეკონსტრუქციის დასაქმების უზრუნველყოფის პრობლემებს.

ნებისმიერი სოციალური კანონის რეალიზაცია დამოკიდებულია ბიუჯეტის მდგომარეობაზე და ცხადია, ეკონომიკის მდგომარეობაზე. ასე რომ, გამოდის, რომ ინვესტიციური პროცესი არის არა მარტო ეკონომიკური განვითარების საფუძველი, არამედ საზოგადოების სოციალურ-სტაბილურობის საფუძველიცაა. აქედან გამომდინარე, სახელმწიფო მოწოდებულია შექმნას პირობები, რათა ინვესტორებისათვის უზრუნველყოფილი იქნას დაბანდებული კაპიტალის მომგებიანობა და საიმედობა ეკონომიკაში, მრეწველობაში, ახალ ტექნოლოგიებში, წარმოებაში.

თანამედროვე პირობებში ინვესტორების დიდი უმეტესობისათვის დიდი მნიშვნელობა აქვს (უპირველეს ყოვლისა სტრატეგიული ინვესტორებისათვის) მათ მიერ შეძენილი ქონების სტრუქტურას, ე.ი. საწარმოს ქონებრივ მდგომარეობას და ამ ემიტენტის მიერ წარმოებული პროდუქციის მნიშვნელობას მსოფლიო და შიდა ბაზრებზე.

ემიტენტის საწარმოო საქმიანობის არადამაკმაყოფილებელი მაჩვენებლები, არამყარი ფინანსური მდგომარეობა, დაბალი გადახდისუნარიანობა, მოგების არარსებობა და სხვა ნეგატიური მომენტები არ უშლიან ხელს ინვესტორებს მისწრაფებას შეიძინონ მსხვილი საწარმოები, რომელთაც აქვთ მნიშვნელოვანი აქტივები და წამყვან როლს ასრულებენ თავიანთი პროდუქციის გასაღების ბაზარზე. სწორედ ამიტომ თანამედროვე პირობებში, ბაზრის განვითარებას ინვესტიციური მიმზიდველობის თვალსაზრისით, დიდი მნიშვნელობა აქვს საწარმოსათვის, მისი მდგომარეობისათვის რეგიონში, ქვეყანაში, მსოფლიოში.

ამავე დროს, საწარმო უნდა ფლობდეს არა მარტო დიდ საწარმო პოტენციალს და აღიარებას, არამედ უნდა ჰქონდეს მართვის საბაზრო გამოცდილება. დღეისათვის ინვესტორთა უმეტესობა ცდილობს დააბანდოს კაპიტალი იქ, სადაც საწარმოთა უმეტესობა ფლობს აზროვნების საბაზრო სტილს, არ ეშინიათ ინოვაციების, ცდილობენ გამოიყენონ ინვესტიციური რესურსების მოზიდვის სხვადასხვა საბაზრო მეთოდები. მეტად არათანაბარი ეკონომიკური განვითარების პირობებში განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ფასიანი ქაღალდების აეტორიტეტს. ასე რომ, მეტ რესურს მიიღებს საწარმო, რომელსაც აქვს თავისი ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის გამოცდილება შიდა და გარე ბაზარზე. ამიტომ რეგიონის ინვესტიციური მიმზიდველობის თვალსაზრისით, დიდი როლი აკისრია საწარმოს უნარს თავისი განვითარებისათვის მოიზიდოს რესურსები კაპიტალების თავისუფალი ბაზრებიდან.

ინვესტიციების მოზიდვის საბაზრო მეთოდები გულისხმობს სპეციალურად მომზადებული პროფესიონალი შუამავლების არსებობას, რომელთაც შეუძლიათ ეფექტიანად გადაადგილონ ინვესტიციური რესურსები ინვესტორებიდან ემიტენტებზე და განახორციელონ ემიტენტების დაკალებით ამ რესურსების ძიება თავისუფალ ბაზარზე, ფინანსურად ძლიერი, დამოუკიდებელი და გამოცდილი საფონდო შუამავლები თავიანთი საქმიანობით უზრუნველყოფენ რეგიონში ინვესტიციური ნაკადების ფუნქციონირებას, ასევე გამოდიან დამოუკიდებელი ინვესტორების რანგში. ინვესტორები, მათ შორის უცხოელები, მიმართავენ ცნობილ შუამავლებს, რომელთაც აქვთ მაღალი რეიტინგი თავიანთი საქმიანობის მაჩვენებლების მიხედვით და სპეციალისტებთან, უპირველეს ყოვლისა, რეგიონალურ ფასიან ქაღალდებზე.

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტიციური კუთხით ის რეგიონია უფრო მიმზიდველი, რომელშიც მუშაობს მეტი რაოდენობით პროფესიონალი შუამავალი და მმართველი. ასე რომ, ინვესტიციური მდგენელის თვალსაზრისით, დიდი მნიშვნელობა აქვს გაანალიზდეს რეგიონის საფონდო შუამავლების და საკრედიტო საქმიანობის განვითარების დონე.

ამავე დროს, რეგიონალური ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში შემავალი ყველა სტრუქტურული ელემენტის ზუსტი და გამართული ფუნქციონირება, ეს არის გარიგებათა დადგენის, რისკების შემცირების, ინვესტორების მოზიდვის ძირითადი პირობა. მნიშვნელობა აქვს ასევე რეგიონული ინფრასტრუქტურის უნარს მოემსახუროს როგორც შიდა, ასევე რეგიონთაშორის ნაკადებს და ქვეყნის ერთიან ბაზართან კავშირებს.

34.5. საინვესტიციო პროცესის მოდელები

ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების თეორიასა და პრაქტიკაში ინვესტიციური პროცესის რამდენიმე მოდელს განიხილავენ. თითოეული ხასიათდება განსაკუთრებული მიზნებითა და ამოცანებით. ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების სხვადასხვა ეტაპზე და საგარეო ეკონომიკურ პირობებში ეს მოდელები საკმაოდ მოქნილია, მათ შეუძლიათ განელონ განვითარების გზა ერთი ეტაპიდან მეორესაკენ და პირიქით. სრულყოფილია ინვესტიციური პროცესის ის მოდელი, რომელიც უზრუნველყოფს ქვეყნის განვითარების პროგნოზირებას, ხელს უწყობს ეკონომიკის ეფექტურ ზრდას და საშუალებას იძლევა გარკვეულ ვადებში გადაიჭრას სახელმწიფოს წინაშე მდგარი კონკრეტული სოციალურ ეკონომიკური პოლიტიკური ამოცანები.

ინვესტიციური პროცესი სახელმწიფო პროგექციონიზმით დაცული ეკონომიკის სრული ლიბერალიზაციის პირობებში

ასეთი მოდელის რეალიზაცია შესაძლებელია შემდეგი ორი პირობის არსებობისას;

- ქვეყანას უნდა ჰქონდეს საინვესტიციო რესურსების სრული კომპლექსი. საინვესტიციო პროცესის განსახორციელებლად განვითარების შიდა წყაროების ხარჯზე;
- სახელმწიფომ უნდა გაატაროს ეკონომიკური კურსი ქვეყნის შიგნით ეკონომიკის სრულ ლიბერალიზაციაზე საგარეო ბიზნესიგან ეკონომიკის შედარებითი განკერძოებისას, რათა უფრო კონკრეტუნარიანმა საზღვარგარეთულმა მწარმოებელმა არ დაჩაგროს ეკონომიკის ზოგიერთი სექტორი და დარგი, რათა არ ჰქონდეთ ბაზრის მოპოვების ცდუნება.

ომის შემდგომ პერიოდში ხანგრძლივი დროის განმავლობაში ამ მოდელის გამოყენების წყაროებით იაპონიამ, აგრეთვე სამხრეთ აღმოსავლეთ აზიის რიგმა ქვეყნებმა, შეძლეს ეკონომიკური წარმატებების მიღწევა. ყველა მათგანმა მსოფლიო ბაზარში შესვლისას და ეკონომიკის ლიბერალიზაციისას განახორციელა ეკონომიკის სახელმწიფო დაგეგმვა და რეგულირება, ეყრდნობოდნენ რა სახელმწიფოს პროტექციონიზმს.

იაპონიაში ბრინჯის ფასები ქვეყნის შიგნით იყო ხუთჯერ უფრო მეტი, ვიდრე იმპორტულზე, მაგრამ ქვეყანამ შეინარჩუნა ბრინჯის ეროვნული წარმოება, რომელიც შეიძლებოდა განადგურებულიყო ბრინჯის სხვა მწარმოებლების მიერ ბაზრის ექსპანსიისას.

ინვესტიციების საბაზრო რეგულირების დადებითი მხარეები

აღსანიშნავია რომ ინვესტიციათა საბაზრო რეგულირებას აქვს დადებითი და უარყოფითი მხარეები.

დადებითი მხარეები:

- ბაზარი არჩევს ყველაზე უფრო კონკურენტუნარიან საინვესტიციო პროექტებს:
- ბაზარი ქმნის წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების მძლავრ სტიმულებს, რაც გამოიხატება ოპტიმალური თანაფარდობის უზრუნველყოფაში პროდუქციის მაღალი ხარისხისა და მისი წარმოების შედარებით დაბალ დანახარჯებს შორის;
  ბაზარი ცხრილავს სუსტ მწარმოებლებსა და ინვესტორებს კონკურენტულ ბრძოლის შედეგად; ამიტომ ბაზარზე დომინირებენ ეფექტური მწარმოებლები და ინვესტორები;
- ბაზარი ხსნის შესაძლებლობებს შემოქმედებითი ინიციატივის, სამეწარმეო ტალანტის გამოსაყენებლად;
- ინვესტიციური პროექტები და მიმდინარე წარმოება ორიენტირდება საბაზრო მოთხოვნაზე, ხოლო მისი მეშვეობით საზოგადოების მოთხოვნათა დაკმაყოფილებაზე;
- რეალიზაციისაგან გადაიხრებიან საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც მიზნად ისახავენ ამბიციურ მიზნებს და რომლებიც არ ახდენენ ინვესტიციების ანაზღაურებას საბაზრო კონკურენციის პირობებში;
  საინვესტიციო ბრუნვაში ჩაებმება წარმოების ფაქტორთა დიდი რაოდენობა საქონლებისა და მომსახურებაზე საბაზრო მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად.

ზემოთ ჩამოთვლილი ძირითადი ფაქტორები უზრუნველყოფენ ეკონომიკის საბაზრო სექტორში ლიბერალიზებული საბაზრო მეურნეობისა და საბაზრო საინვესტიციო პროცესის დადებით მხარეთა რეალიზაციას. ეს ფაქტორები არ არსებობენ საზოგადოებაში, სადაც ადამიანის ცხოვრების აზრი მდგომარეობს მინიმალური ძალისხმევით საკუთარი სურვილების დაკმაყოფილებაში.

ინვესტიციების საბაზრო რეგულირების უარყოფითი მხარეები

ამავდროულად ინვესტიციური პროცესის ამ მოდელს გააჩნია უარყოფითი შედეგები საბაზრო ეკონომიკისათვის, რომლებიც მდგომარეობს შედეგში:

- საზოგადება ხდება გაუწონასწორებელი სულიერ-ფსიქოლოგიური თვალსაზრისით: ჩნდება ზედმეტობის, სიმახინჯის, აზარტული თამაშების მოთხოვნილება, შეინიშნება ერთი ნაწილის თაშეკავებული განცხრომა და სხვების სიღარიბეზე, ხაზი ესმება უკანასკნელთა ზარალიანობას: ელინდება კონკურენტულ ბრძოლაში უიღბლოებისადმი სიმკაცრე და გულგრილობა, თვითმკვლელობა და შეკვეთილი მკვლელობები ბიზნესსა და პოლიტიკაში;
- ზნეობრიობის პრინციპს ცვლის ყველაფრის დაშვებულობის პრინციპი; ,,ძლიერი" და ,,გამარჯვებული" ყოველთვის მართალია; უზნეობა ინიღბება გარეგანი რესპექტაბელურობით;
- ბაზარი ყოველთვის აყენებს საკუთარ თავს კანონზე მაღლა; დიდი კაპიტალის მფლობელები ახდენენ კანონისა და მართლწესრიგის მსახურების მოსყიდვას, ხელისუფლების ,,საჭირო" წარმომადგენელთა არჩევის ანაზღაურებას; ახორციელებენ კონტროლს მათზე, მისი მეშვეობით ახდენენ მათთვის საჭირო აზრის ჩამოყალიბებას:
- ფინანსური კაპიტალი, ბატონობს რა რეალურ ეკონომიკაზე, ამავდროულად სულ უფრო მეტად სცილდება მას თვითჩაკეტილ სპეკულატურ ბრუნვაში, უზრუნველყოფს რა თვითზრდადობას წარმოებასთან ყოველგვარი კავშირის გარეშე.

ამრიგად, საინვესტიციო პროცესისა და მეურნეობის მართვის საბაზრო სისტემის დადებითი მხარეები თანმიმდევრულად და ეფექტურად ვლინდებიან გარკვეული წინაპირობების (ბაზარზე კანონის ბატონობა აბსოლუტურად დომინირებადი ძალის სახით, საზოგადოების წევრობის ოპტიმალური მოთხოვნილებები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საბაზრო მოთხოვნას; ჰუმანური მიდგომა ადამიანებისათვის საქველმოქმედო დახმარების გასაწევად, მაღალზნეობრივი პრინციპები სუფთა კონკურენტულ ბრძოლისა და მეწარმეობისათვის, რომელიც დაფუძნებულია საქმიან რეპუტაციაზე) არსებობისას, მაშინ, როგორც უარყოფითი ზემოქმედება, ვლინდება ყველგან და ნებისმიერი გარემოებისას, იზრდება რაა საბაზრო მეურნეობის მასშტაბის ზრდის მიხედვით.

კონკურენტულ ბრძოლაში არაეფექტური მწარმოებლებისა და ინვესტორების გაცხრილვას მივყავართ ,,გამარჯვებულის" ვიწრო ფენის წარმოქმნამდე, რომლებიც თავიანთ ხელებში მოახდინეს საზოგადოების ფინანსური კაპიტალის დიდი ნაწილის კონცენტრაცია. შედეგად: თავისუფალი კონკურენცია იცვლება მონოპოლიით; კონკურენტული ბრძოლა ხდება დამლუპველ მონოპოლისტებს შორისაც და ამიტომაც მიჰყავთ ისინი შეთქმულებამდე; ,,გამარჯვებულთა" ვიწრო ფენის მიერ კაპიტალის დაგროვება ხდება საქონლებისა და მომსახურების სულ უფრო მეტად გაფართოებადი წარმოების გასვლის საფუძველზე. ეს გაფართოება აწყდება მოსახლეობის ძირითადი მასის შედარებით არაგადახდისუნარიან მოთხოვნას ფულადი მასის ერთობლიობის გადანაწილების მიზეზით განსაკუთრებით მდიდარი ადამიანების წვრილი ფენის სასარგებლოდ. სამუშაო ძალის ნაწილი, რომელმაც ვერ გაუძლო კონკურენციას, ვარდება წარმოების სფეროდან (უმუშევრობა). გრძელვადიანი საინვესტიციო პროექტების, განსაკუთრებით მეცნიერებატევადის, რომელსაც კოლოსალური ეფექტი მოაქვთ საზოგადოებისათვის (კოსმოსისათვისება, ბირთვული ენერგეტიკის განვითარება, სახალხო—სამეურნეო კომპლექსის მსხვილი პროექტები—მანქანათმშენებლობის მოდერნიზაცია, წარმოების ეკოლოგიზაცია

და ა.შ.), განხორციელება არ ძალუძთ კერძო ინვესტორებს. ასეთი პროექტები შეიძლება რეალიზებულ იქნეს მხოლოდ სახელმწიფო დაფინანსების საფუძველზე სახელმწიფო შეკვეთის ფორმით, ხოლო ეს უკვე არა ლიბერალური ეკონომიკაა, არამედ წარმოებისა და ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება. ადამიანთა ვიწრო ფენის მიერ კაპიტალის კონცენტრაციის გამო ხდება საზოგადოებრივი კვლავწარმოების დეფორმირება ფუფუნების საგნების ზედმეტი წარმოების მიმართულებით მოსახლეობის ძირითადი მასისთვის საქონელთა წარმოებისა შეზღუდულობის ხარჯზე.

მთლიანობაში ეკონომიკური და საინვესტიციო განვითარების განხილული მოდელი ეკუთვნის წარსულს და ამჟამად მისი აღორძინების შცდელობები უტოპიურია.

ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲞᲠᲝᲪᲔᲡᲘᲡ ᲛᲝᲓᲔᲚᲘ ᲡᲠᲣᲚᲘ ᲚᲘᲑᲔᲠᲐᲚᲘᲖᲐᲪᲘᲘᲡ ᲞᲘᲠᲝᲑᲔᲑᲨᲘ

ეკონომიკის სრული ლიბერალიზაციის პირობებში ინვესტიციური პროცესი ღიაა მსოფლიო ბაზრისთვის. ღია მოდელი—ინვესტიციათა მოდელის მოდიფიკაცია სუფთა საბაზრო ეკონომიკაში, რომელიც არ არის დაცული სახელმწიფოს მიერ ზეგავლენისაგან საგარეო ბაზრების მხრიდან.

განხილულ მოდელში საზოგადოებრივი კვლავწარმოების დარგთაშორისი პროცესები და მათ მიერ ჩამოყალიბებული რეალური ინვესტიციები, აგრეთვე განისაზღვრებიან საბაზრო მექანიზმით, რომელიც დაფუძნებულია მოთხოვნასა და მოწოდებაზე არა ეროვნული საზღვრების, არამედ მსოფლიო ბაზრის მასშტაბით. ის მოიცავს ეროვნულ მოთხოვნას მსოფლიო ბაზრის მოთხოვნებში, ეროვნულ ფულად სისტემაში, არსებითად ახდენს რა თვისობრივი თანაფარდობით ეროვნული მოთხოვნის, მიწოდების, ფულადი სისტემის მოდიფიცირებას, უქვემდებარებს რა მას მსოფლიო ბაზარს. ამაღე დროს წარმოება, რომელიც საჭიროა ქვეყნისათვის და რენტაბელურია ეროვნული ბაზრისათვის, მაგრამ არარენტაბელურია მსოფლიო ბაზრის პოზიციიდან, ექვემდებარება დახურვას.

დახურულ მოდელთან შედარებით განხილულ მოდელში როგორც დამატებითი ატრიბუტები, ჩაირთვება უცხოური ვალუტა, ექსპორტი, უცხოური სესხები, რომლებიც არ არიან დაკავშირებული რაიმე ვალდებულებასთან პროცენტებთან ერთად ვალის დაბრუნების გარდა. უცხოური სესხების მიღება დამოკიდებულია პოლიტიკურ პირობებზე და გარკვეული ეკონომიკური პოლიტიკის გატარებაზე.

ᲛᲝᲓᲘᲤᲘᲪᲘᲠᲔᲑᲣᲚᲘ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲠᲔᲡᲣᲠᲡᲔᲑᲘ

წარმოების ფაქტორები (ბუნებრივი რესურსები, მატერიალურ —ტექნიკური, შრომითი და საინფორმაციო რესურსები), რომლებიც გამოიყენებიან საინვესტიციო რესურსების სახით გარკვეულ წილად მოდიფიცირდებიან განხილულ მოდელში.

ჯერ ერთი იმპორტი იძლევა ახალ, დამატებით საინვესტიციო რესურსებს, რომლებიც არ შეიძლება შექმნილ იქნენ მოცემულ ქვეყანაში ან მათი შექმნა მოითხოვს მნიშვნელოვან მატერიალურ დანახარჯებსა და დროს, რაც ასეთი რესურსების იმპორტს აქცევს უპირატესად.

მეორე, მსოფლიო ბაზრის ზეგავლენით და იმპორტირებადი საინვესტიციო რესურსების, უცხოური ინვესტიციებისა და სესხების საშუალებით შესაძლებელი ხდება წარმოების ფაქტორებისა და საინვესტიციო რესურსების გამოყენება საწარმოების მიმდინარე ფუნქციონირების უზრუნველსაყოფად, რომლებმაც ადრე მოცემულ ქვეყნებში ვერ ჰპოვეს გამოყენება ეკონომიკურ ბრუნვაში საკუთარი ძალებით მათი ჩართვის შეუძლებლობის გამო ან შესაბამის პროდუქციაში შიდა მოხმარების არ არსებობის გამო.

მესამე, მსოფლიო ბაზრის ზეგავლენით ხდება ნაწილობრივად უარის განცხადება ეროვნული საინვესტიციო რესურსების (სამუშაო ძალის, სასოფლო—სამეურნეო საკარგულების, საწარმოების საწარმო სიმძლავრეების, მეცნიერების, კულტურის, განათლების, ჯანდაცვის დაწესებულებებს) გამოყენებაზე, აგრეთვე, სოციალური დაცვის შესუსტება. საქმე იმაშია, რომ მსოფლიო ბაზარმა არ

იცის სოციალური დაცვა. ის დამახასიათებელია მხოლოდ სახელმწიფოსათვის, რომელიც ისწრაფვის ეროვნული ინტერესების დაცვისაკენ.

მეოთხე, შიდა საინვესტიციო პროცესისადმი უცხოური ხელშეწყობის გამო ქვეყანას უხდება თავისი რესურსების გარკვეული წილის გადახდა.

საინვესტიციო რესურსებზე მსოფლიო ბაზრის ზეგავლენის ყველა ჩამოთვლილი ელემენტი შეიძლება გამოვხატოთ შემდეგი ფორმულით;

$$PNO_{wm}=(IR_{ac}+IR_{wm})-IR_{f}-IR_{loi} \qquad (34.1.)$$

სადაც, PNO_{wm} – მსოფლიო ბაზრისათვის ქვეყნის ეკონომიკის გახსნილობის სარგებლობა (+), უსარგებლიანობა (-) საინვესტიციო რესურსების გამოყენების პოზიციიდან, ქვეყნის ინტერესებიდან გამომდინარე;

IR_{ac} – გარე (ფინანსური და მატერიალური) საინვესტიციო რესურსები, რომელიც შემოდის ქვეყანაში მსოფლიო ბაზრისთვის მისი გახსნილობის შედეგად;

IR_{wm} – საინვესტიციო რესურსები, რომელთა აქტიუაცია ხდება ქვეყნის შიგნით მსოფლიო ბაზრის კონკურენტული ზეგავლენით;

IR_{f} – საინვესტიციო რესურსები, გაყინვა ხდება ქვეყანაში მსოფლიო ბაზრის კონკურენციული ზეგავლენის შედეგად;

IR_{loi} – საინვესტიციო რესურსები, რომლებიც გადაეცემა სხვა ქვეყნების ვალების დაბრუნების წესით ან საექსპლუატაციო მიწოდებათა სახით (იმპორტზე საინვესტიციო რესურსების მაკომპლექტებელი მიწოდების ნაწილში).

ეს მაჩვენებელი PNO_{wm} შეიძლება მივიღოთ პროცენტებში, ვიყენებთ რა ფორმულას:

$$PNO_{wm}=\frac{IR_{ac}+IR_{wm}}{IR_{f}+IR_{loi}}\cdot 100\%, \qquad 36.2.$$

თუ PNO_{wm} აღემატება 100%, მაშინ ეს ქვეყნისათვის სარგებლიანობის მაჩვენებელია, რომელიც ღია მსოფლიო ბაზრისათვის; თუ PNO_{wm} ნაკლებია 100%, ეს მოწმობს არასარგებლიანობაზე მსოფლიო ბაზრისათვის სრულად ღია ქვეყნისათვის.

ინვესტიციური პროცესის მობილიზაციური მოდელი

ინვესტიციური პროცესის მობილიზაციური მოდელის გამოყენება შესაძლებელია;

I) ეკონომიკის სრულად მაპარალიზებული ეკონომიკური კრიზისის, მასშტაბური სტიქიური უბედურებების, ნგრევის, ომის პირობებში: 2) მოდელი ორიენტირებულია ექსპორტსა და იმპორტზე, მაგრამ სახელმწიფოს მიერ სრული მონოპოლიის პირობისას საგარეო ეკონომიკურ საქმიანობაზე (შესაბამისად, მთელი უცხოური ვალუტაა კონცენტრირებულია სახელმწიფოს ხელში); 3) ფულის პრობლემები ამ მოდელის დროს არ წარმოიქმნება; შიდაეკონომიკურ, მათ შორის, საინვესტიციო პროცესებში ფულის გამოყენება წარმოადგენს მართვის გეგმურ-გამანაწილებელი მეთოდის შედეგს;

4) მოთხოვნებისა და რესურსების გულდასმითი გათვალისწინების საფუძველზე ხორციელდება განვითარების სტრატეგიის მკაფიო განსაზღვრა, მისი გამოყენებით დგინდება განვითარების გეგმა, ნაწილდება საინვესტიციო რესურსები, მათი კომბინირება წარმოადგენს გეგმის შესაბამისად განხორციელებულ რეალურ საინვესტიციო პროცესს.

ინვესტიციური პროცესის მობილიზაციური მოდელი ყველაზე ეფექტური და ქმედითია ექსტრემალურ გარემოებებში. ჯერჯერობით მოქმედებს ერის ერთიანი კონსოლიდებული ინტერესი, რომელიც დგას არსებობის ზღვარზე, ინვესტიციური პროცესის მობილიზაციური მოდელი—ყველაზე ეფექტურია. ამაევე დროს მხედველობაში უნდა ვიქონიოთ ის, რომ მისი ეფექტურობა მკვეთრად მცირდება ექსტრემალური გარემოების გადალახვის შემდეგ, რასთან დაკავშირებითაც კლავს ერის კონსოლიდირებულ ინტერესს, ხოლო მის გარეშე მობილიზებული სისტემა არ მუშაობს.

ინვესტიციური პროცესის გეგმურ-გამანაწილებელი მოდელი

გეგმურ—გამანაწილებელი მოდელი განვითარდა მეურნეობის მართვის მობილიზაციური მოდელიდან, რომელიც შეესაბამება სამეურნეო-ფულადი ფორმების გამოყენების შეზღუდვებით. მეურნეობის მართვის მობილიზაციური მექანიზმი თავისი მოდიფიკაციით ტრანსფორმირებული იქნა მეურნეობის მართვის გეგმურ-გამანაწილებელი მექანიზმის სახით, რომელიც შეესაბამება ფულის ასეთი გამოყენებით, რომლის დროსაც, მიუხედავად მათი პასიურობისა, გეგმურ-გამანაწილებელი გადაწყვეტილებების, აგრეთვე. მათი შემავსებელი მათემატიკური სტიმულირების ძირითად ობიექტად იქცნენ მოცულობითი ღირებულოვანი მაჩვენებლები.

ინვესტიციური პროცესის გეგმურ-გამანაწილებლობითი მოდელის ჩამოყალიბების ისტორიიდან

წარმოების მასშტაბების ზრდის, დარგების დიფერენციაციის, გამოშვებული პროდუქციის ნომენკლატურის გაფართოებისა (70-იანი წლების შუა პერიოდისათვის სსრკ-ში იყო დაახლოებით 28 მლნ. ერთეული პროდუქცია) და სამეურნეო კავშირების გართულების მიხედვით სახელმწიფო დაგეგმვის კომიტეტს არ ძალუძდა პროდუქციის გამოშვების დაგეგმვა ნატურალური გამოხატულებით: იმ დროისათვის მან შეინარჩუნა ნატურალური გამოხატულებით პროდუქციის მნიშვნელოვანი სახეობის დაგეგმვა, ხოლო პროდუქციის ყველა დარჩენილი მასის დაგეგმვა დაიწყეს ღირებულოვანი მოცულობით, თანაც პროდუქციის გასაღება გარანტირებული იყო ნებისმიერი მომატებული ფასისას. შედეგად ჩამოყალიბდა ისტორიაში უპრეცედენტო საინვესტიციო რესურსებისა და წარმოების ფაქტორთა მფლანგველობის მექანიზმი. რაც უფრო მეტ რესურსებს ხარჯაედნენ საწარმოები წარმოებაზე, მით უფრო მეტ ფულს ღებულობდნენ ისინი ამისათვის რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგების სახით და შესაბამისად დიდ ხელფასსა და პრემიას. 1965 წ. მცდელობამ დაგეგმვისას შეეცვალათ საერთო პროდუქცია სასაქონლოზე, 70-იან წლებში დაენგრიათ ნორმატიულად—სუფთა პროდუქციის მაჩვენებელი არაფერი არ მოგვცა, რადგან პროდუქციის რეალიზაცია თავდაპირველად გარანტირებული იყო მისი გეგმური განაწილებით.

დაგეგმვის მეთოდების (ნატურალური მაჩვენებლების შეცვლა მოცულობით ღირებულოვანით) ნაწილობრივმა გამოყენებამ ძირეულად შეცვალა ინვესტირებისა და მეურნეობის მართვის მოდელი. მართვაში ზემოქმედების ადმინისტრაციული მეთოდების გამოყენება და ნატურალური მაჩვენებლების დაგეგმვა იესება მატერიალური სტიმულირებით, აგრეთვე, საშუალება მოგვცა მან ადმინისტრაციული ბერკეტების ნაცვლად გამოგეყენებინა სახელმწიფო რეგულირების ყველანაირი მეთოდი. ასეთმა მიდგომამ ნატურალური გეგმური მაჩვენებლების შესრულება აქცია ეკონომიკურად ხელსაყრელად. თუმცა პრინციპულად დაუშვებელია მოცულობითი ღირებულოვანი მაჩვენებლების დაგეგმვა ნებისმიერი სახითა და ფორმით. საქმე იმაშია, რომ ღირებულოვან მოცულობით მაჩვენებელს (არის თუ არა საუბარი გაყიდული ერთეული საქონლის, საქონელთა პარტიის დარგის პროდუქციის შესახებ) გააჩნია რეალური ეკონომიკური აზრი. ღირებულოვანი მაჩვენებელი მიმართულია წარმოების შედეგების შეფასებისკენ მისი ეფექტურობის პოზიციიდან მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მიღებულია ბაზარზე პროდუქციის რეალიზაციის საფუძველზე საბაზრო ფასით, როდესაც მყიდველს აქვს შესაძლებლობა უარი თქვას ამ საქონლის ყიდვაზე და მის ნაცვლად მეორე მომწოდებლისგან იყიდოს საქონელი სხვა ფასით. როგორც კი ჩნდება ასეთი შესაძლებლობა, ელინდება ბაზრის ზეგავლენა კალაწარმოების დარგობრივი პროდუქციის ფორმირებაზე, ხდება კაპიტალის გადადენა.

რა როლს თამაშობენ საინვესტიციო რესურსები?

ინვესტირების ფინანსური წყაროები კონცენტრირებას იწყებენ საწარმოში, რომლებიც ყველაზე წარმატებით ახდენენ ბაზარზე თავიანთი პროდუქციის რეალიზებას. შესაბამისად საწარმოები საბაზრო კონკურენციის შედეგად დაგროვილ საინვესტიციო რესურსებზე ღებულობენ შესაძლებლობას საბითუმო ბაზარზე იყიდონ რეალური საინვესტიციო საქონლები და განახორციელონ რეალური საინვესტიციო პროცესი. რეალური საინვესტიციო პროცესის საბაზრო მექანიზმის ამოქმედება გულისხმობს უარის

თქმას გეგმურ-გამანაწილებელ მექანიზმსა და ინვესტიციათა გარკვეულ ნაწილში განხორციელებაზე. საბჭოთა ხელისუფლებამ არ მოისურვა უარი ეთქვა ძალაუფლებაზე საინვესტიციო სფეროში და არ წაიდა საბაზრო არჩევისა და კონკურენციის პირობათა შექმნაზე.

ინვესტიციური პროცესის განხილულ მოდელში საინვესტიციო პროექტების პრაქტიკულად მთელი ერთობლიობა განისაზღვრება სახელმწიფო გეგმით. უკანასკნელის ცალკეული ბლოკები კონკრეტიზირდებიან სახელმწიფო სტრუქტურების — სამინისტროებისა და უწყებების მიერ. ამავე დროს სახელმწიფო გამოყოფს საინვესტიციო პროექტებს საინვესტიციო რესურსების მთელ საინვესტიციო პროცესზე. საბჭოთა მეურნეობის პრაქტიკაში საინვესტიციო პროცესმა ორიენტირება აიღო არა რეალურ საბოლოო შედეგზე (მაგალითად, ექსპლუატაციაში შეყვანილი შესაძლო უფრო მაღალი ღონისა და ხარისხის ობიექტი, შესაძლო ნაკლები დანახარჯებითა და შესაძლოა უფრო მოკლე ვადებში), არამედ მოცულობით ღირებულოვან მაჩვენებელზე. ასეთი მიმართულებისას სამშენებლო ორგანიზაციებმა შესასრულებლად აიღეს იმაზე მეტი მშენებლობა, ვიდრე იყო აუცილებელი და ასრულებდნენ მათთვის ხელსაყრელ მუშაობის მოცულობებს, მშენებლობებს ტოვებდნენ დაუსრულებელს და იწყებდნენ ახალს. საბოლოოდ იზრდებოდა დაუსრულებელი მშენებლობების მოცულობები, უსიცოცხლო ხდებოდა კოლოსალური საინვესტიციო რესურსები, მუხრუჭდებოდა სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესი და ჩამორჩენას განიცდიდა ძირითდი ფონდების განახლება. განსაკუთრებით გაჭიანურებული მშენებლობისას 10-15 და მეტი წლების განმავლობაში და ახალი სიმძლავრეების ათვისების პერიოდისას 2 და მეტი წლის მანძილზე, საინვესტიციო პროექტები ბუღლდებოდა მეცნიერო-ტექნიკური მიმართებით მშენებლობის დასრულებამდე. რადგან ქვეყანაში საინვესტიციო საქონლებით საბითუმო ვაჭრობა არ არსებობდა, საწარმოებმა ვერ შეძლეს თავიანთი შესაძლებლობების რეალიზება წარმოების განვითარების ფონდში მნიშვნელოვანი ფინანსური რესურსების დაგროვების დროსაც კი. და მაინც, ყველა თავისი ტექნიკური ნაკლოვანებისას და შეცდომებისას გეგმურ-გამანაწილებელ მექანიზმს გააჩნდა დადებითი მხარეებიც, რომლებმაც საშუალება მისცეს სსრკ მიეღწია საინვესტიციო სფეროში მნიშვნელოვანი წარმატებები. სისტემას გააჩნდა დიდი პოტენციალი საინვესტიციო პროცესის ეფექტური მოდელის აგებისას. ეს პოტენციალი შეიძლებოდა წარმატებით ყოფილიყო რეალიზებული.

ინვესტიციური პროცესის მოდელი შერეული ეკონომიკისათვის

ინვესტიციური პროცესის მოდელი შერეული ეკონომიკის პირობებში მოიცავს ორი ძირითად ბლოკს: საბაზრო მექანიზმსა და გეგმურ მექანიზმს. 1965 წლიდან 1991 წლამდე პერიოდში სსრკ-ში ეკონომიკური რეფორმების გამოცდილება, როდესაც ცდილობენ მეურნეობის მართვის გეგმურ-გამანაწილებელი მექანიზმი შეევსოთ საბაზრო მექანიზმით, რომელიც ორიენტირებულია მოგებაზე, აღმოჩნდა წარუმატებელი. კარდინალურად არ გაუმჯობესებულა, პირიქით, ბევრად მნიშვნელოვანად გაუარესდა 1930-1950წწ. შექმნილი სამეურნეო მექანიზმი. თუმცა ეს არ ნიშნავს მეურნეობის მართვის ორი პოლარული მექანიზმის პრინციპულ შეუთავსებლობას ერთ ინტეგრირებულ სამეურნეო მექანიზმში. როგორც ცნობელია, სწორედ ასეთი შეთავსებაა წარმატებით განხორციელებული მსოფლიოს ყველა ეკონომიკურად განვითარებულ ქვეყანაში, ა.შ.შ.-დან დაწყებული და გერმანიითა და იაპონიით დამთავრებული.

მეურნეობის მართვის საბაზრო მექანიზმი შეიძლება განვითარდეს მსხვილი მასშტაბებით, თუ სახელმწიფო რეგულირება ამისათვის შექმნის მყარ საფუძველს, კერძოდ, ეს ეხება მასობრივ საშუალო და მცირე მეწარმეობას (მათი უზრუნველყოფა ენერგეტიკული რესურსებით, სარკინიგზო ტრანსპორტით ტვირთების გადაზიდვები), აგრეთვე, საჭირო შენობებს მისაწვდომი ფასებით.

მოისაზრება, რომ ,,ბაზარი რომელიც თავის ნებაზეა მიშვებული'' ,,ყველაფერს დაარეგულირებს, შექმნის ყველაზე ეფექტურ ეკონომიკას'', მოგვიელენს უმაღლეს სამართლიანობას, დააჯილდოვებს თითოეულს მისი წვლილი ეფექტურობის პირდაპირპროპორციულად ბაზრის პირობებში.

განვიხილოთ შერეული ეკონომიკის პირობებისათვის საბაზრო მექანიზმის მდგენელები.

ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების გეგმური მექანიზმი

ეს მექანიზმი შედგება ორი ნაწილისაგან, რომლებიც მოიცავენ თავიანთი ზეგავლინით ქვეყნის მთელ ეკონომიკურ სისტემას: გეგმურ-გამანაწილებელსა და გეგმურ-რეკომენდაციულს, რომლებიც წარმოადგენენ ეკონომიკის მართვაში სახელმწიფო რეგულირების ძირითად ფუნქციას.

გეგმურ-გამანაწილებელი მექანიზმი მოქმედებს მეურნეობის მართვის იმ სფეროებში, რომლებსაც ის იქმნება თვითკმარი და შეესებული არ უნდა იქნეს საბაზრო მექანიზმის წარმოების პროცესში. გაცვლის სფეროში ის შეიძლება შეესებულ იქნეს საბაზრო მექანიზმით. სხვა სიტყვით, გეგმურ-გამანაწილებელმა მექანიზმმა მიზნობრივი ამოცანის სახით არ შეიძლება დააყენოს მხოლოდ მოგების მაქსიმიზაცია და დამოკიდებული იყოს საბაზრო კონიუნქტურაზე, წარმოების ამ დარგში (ეკონომიკის სახელმწიფო სექტორი) მიზნობრივ მიზანდასახულობებად შეიძლება გამოვიდნენ ხარისხი და რაოდენობა, რომელიც გამოხატავს ეროვნულ ინტერესებს:

- ხალხის ჯანმრთელობის დონეს;
- ქვეყნის თავდაცვისუნარიანობის ხარისხს;
- განათლების დონე და ხარისხს;
- ფუნდამენტურ მეცნიერებათა განვითარებას;
- ქვეყნის მოქალაქეთა სოციალური დაცვის მასშტაბებს;
- გარემოს გაჯანსაღებას ქმედითი ეკოლოგიური ღონისძიებების ჩატარების გზით;
- ქვეყნის კულტურის განვითარებას;
- ეკონომიკის დარგთა დონესა და მასშტაბებს;
- ქვეყნის ეკონომიკურ უსაფრთხოებას;
- საბაზრო სექტორის ყველა წარმოების პროდუქციებისა და მომსახურებების ხარისხსა და უსაფრთხოების პარამეტრთა განსაზღვრას;
  მწვავე აუცილებლობის შემთხვევაში — კერძო სექტორის ფართე რეგულირებას;
  სოციალური გარანტიების კანონით გათვალისწინებული მინიმალური ხელფასის, ტექნიკის უსაფრთხოებისა და შრომის დაცვის ნორმათა შენარჩუნებაზე კონტროლს;
  მოქმედი კანონმდებლობის შესაბამისად მოსაკრებლებსა და გადასახადების გადახდაზე კონტროლს;
  ექსპორტ-იმპორტისა და სხვა საგარეო-ეკონომიკური საქმიანობის აუცილებლობასა და მიზანმიმართულობის მიხედვით კონტროლს, შეზღუდვასა და რეგულირებას;
  კონტროლის ერთიანი სტატისტიკური ანგარიშგებისა და საბუღალტრო აღრიცხვის სისტემის წარმოებაზე.

მეურნეობის მართვის საბაზრო მექანიზმი

ეკონომიკის საბაზრო სექტორი მოქმედებს ბაზრის კანონების-თავისუფალი კონკურენციის მონოპოლიური პროდუქციის, ოლიგოპოლიის, მოგების მაქსიმიზაციის-მიხედვით, მაგრამ ეს არ არის „ველური" ბაზარი, არამედ კაუშირების, საბაზრო ურთიერთობებისა და მოსახლეობის მოთხოვნათა დაკმაყოფილების კარგად ორგანიზებული სისტემა. ზემოთ თქმული არ ნიშნავს, რომ ორიენტაციის არარსებობა რენტაბელურობისა და მოგების მაქსიმიზაციაზე გეგმურ-გამანაწილებელ მექანიზმს აქცევს ანტიეკონომიკურად. აქ მეტწილად მუშაობს ეკონომიურობის მაჩვენებელი, რომელსაც იყენებს რა წარმოების განვითარების ყველა შემთხვევაში, ეკონომიკის სახელმწიფო სექტორში შეიძლება უზრუნველყოფილ იქნეს ეფექტისა და დანახარჯების ოპტიმიზაცია. უკანასკნელი უნდა შევამციროთ, მაგრამ არა გადასაჭრელი საწარმოო ამოცანების საზიანოდ, რომლებსაც არ შეუძლიათ მიიღონ საბაზრო შეფასება. მათი ეფექტურობის განსაზღვრა ფულადი გამოხატულობით რთულია, ზოგჯერ შეუძლებელიც კი, მაგალითად, შეუძლებელია ფულადი გამოხატულებით შევაფასოთ ქვეყნის თავდაცვისუნარიანობა, ცხოვრების ხანგრძლივობის გაზრდა ან შემცირება, ჯანმრთელობა, კულტურის დონე, ეფექტურობა, ფუნდამენტური მეცნიერების პროგრესი. საზოგადოებისათვის მათი განეითარება

კაზინოსაგან, ბარებისაგან, ფუფუნების საგნების წარმოებისაგან, ელიტარული მომსახურებისაგან მოგების მიღებაზე უფრო მნიშვნელოვანია, რომლებიც აღმოცენდებიან ბაზრიდან და გააჩნიათ მოგების უმაღლესი მაქსიმიზაცია.

ეკონომიკის საბაზრო სექტორის ინვესტიციათა მთავარი კრიტერიუმი უნდა იყოს სახელმწიფოებრივი მიზნები შესაძლო ნაკლები შედარებითი დანახარჯებით.

გეგმურ-გამანაწილებელი მექანიზმი გულისხმობს, აგრეთვე, ეკონომიკის ყველა სექტორისათვის, საგადასახადო სისტემის სრულყოფას, პროდუქციაზე სტანდარტების დადგენას, დოტაციების გამოყოფას ისეთ მიზნებზე, როგორებიცაა: მსხვილმასშტაბიანი ახალი ტექნოლოგიების შემუშავება და დანერგვა, მცირე და საშუალო საწარმოების მხარდაჭერა, წამგებიანი საწარმოების გაკოტრება და ა.შ.

გეგმურ-რეკომენდაციური მექანიზმის შექმნისას მისი ძირითადი ფუნქცია უნდა იყოს ქვეყნის მასშტაბით ეკონომიკური დაგეგმვა ეკონომიკის რეალურ სექტორის ყველა დარგის მიხედვით. ქვეყნისა და რეგიონების მიხედვით წარმოების სხვადასხვა სახეთა განვითარების რეკომენდაციათა, პროგნოზირების შემუშავება, მათი, როგორც საცნობი მასალის პუბლიკაცია საბაზრო სტრუქტურების მიერ გამოყენებისათვის ,,ეკონომიკური კომპასის,, სახით არჩევისათვის, ყველაზე ეფექტური და საჭიროა წარმოების მოხმარებისათვის. არსებითად ეს ,,პერსპექტივაში ეკონომიკის კონიუნქტურაა“.

ასეთი პროგნოზების საფუძველზე თითოეული საწარმო ანალიზებს ბაზრის კონიუნქტურის, კონსულტაციას გადის პარტნიორებთან, აღგენს ფირმის მუშაობის გეგმას, რომლითაც განისაზღვრება პროდუქციის სახე, მისი ხარისხი და ღონისძიებები ტექნოლოგიის შეცვლის თაობაზე უახლეს მომავალში წარმოებათა შემადგენლობაში.

გეგმურ-რეკომენდაციული მექანიზმის არსი მდგომარეობს იმასში, რომ სამთავრობო სტრუქტურები კი არ მბრძანებლობენ, არამედ თავისუფალი ბაზარის საწარმოთა საქმიანობას მიმართავენ ქვეყნის ეკონომიკისათვის აუცილებელი მიმართულებით. მაგალითად მთავრობა მიდის იმ დასკვნამდე, რომ რომელიმე დარგი მეტისმეტად გატაცებულია ინვესტიციებით ერთი წარმოების გაფართოებაში და მან შეიძლება მიგვიყვანოს ხელახალწარმოებამდე. კონსულტაციები, რომლებსაც აქვთ ამ დარგის პროგნოზი. თხოვენ მეწარმეებს გააცნონ კაპიტალდაბანდებათა გეგმა და განუმარტონ მათ, თუ რა კორექციის შემოტანა უნდოდა მთავრობას. საწარმომ კი შეიძლება მოისმინოს პროგნოზი. უნდა გაეთვალისწინოთ ისიც, რომ დიდი სიმძლავრის მქონე მრავალი საწარმო ადრე შექმნილ იქნა არა მხოლოდ ცალკეულ რაიონებში და რეგიონებშიც კი პროდუქციაზე მოთხოვნის დაკმაყოფილებისათვის, არამედ მთლიანობაში ქვეყნისათვის. ყველა მეწარმემ კარგად არ იცის, თუ ამჟამად სად არის წარმოების ზრდის ფაქტორების რეზერვები და როგორ უნდა იქნეს ისინი გამოყენებული მეწარმეების, მომხმარებლების სასიკეთოდ.

დარგებისა და სახალხო მეურნეობის მიხედვით წარმოების განვითარების პროგნოზების შემუშავება მთლიანობაში აუცილებელია იმიტომ, რომ ამ სამუშაოთა მეთოდურ საფუძველს წარმოადგენს საბალანსო მეთოდი, რომლის საშუალებით განისაზღვრებიან ნამატები და დეფიციტები პროდუქციის ძირითადი სახეების წარმოებასა და გამოყენებაში, განისაზღვრა მოხმარების უდიდესი თაემოყრის რეგიონები, რომლის კომპენსირება აუცილებელია ან იმპორტით ან საკუთარი წარმოების ორგანიზაციით. რადგან პროგნოზები გრძელვადიანია (სტრატეგიული), მათი შეცვლა არაფერს არ შეუძლია. ბაზარზე მიმდინარე კონიუნქტურა არასდროს არ გახსნის პერსპექტივებს ხანგრძლივი პერიოდით დარგებისა და წარმოების განვითარებაში.

ამრიგად, კალკულირებადი პროპორციები განისაზღვრებიან გეგმური გზით, ერის გრძელვადიანი ინტერესებიდან გამომდინარე. საბაზრო მექანიზმმა კვლავწარმოებად პროპორციათა ფორმირებაში შეიძლება შეასრულოს მასზე დაკისრებული ფუნქციები მხოლოდ მოკლევადიანი და საშუალო ვადიანი საინვესტიციო პროექტებისას, რომლებიც ორიენტირებულნი არიან სამომხმარებლო ბაზრის საქონლებითა და მომსახურებით გაჯერებაზე.

პატარა და საშუალო ქვეყნებმა, რომლებსაც არ გააჩნდათ განსაკუთრებული ბუნებრივი სიმდიდრეები, შეიძლება თავს მისცენ მეურნეობის მართვის საბაზრო მექანიზმი აშკარა გადაჭარბების ნება, აგრეთვე მათ შეუძლიათ მოახდინოს სხვა ქვეყნების მეცნიერებატევადი ტექნოლოგიების იმპორტირება და მოამზადონ ყველაზე კვალიფიციური ეროვნული კადრები საზღვარგარეთ და ა.შ.

მეურნეობის მართვის საბაზრო მექანიზმი ყველა მიმართულებით ბაზირდება:

- წარმოებადი პროდუქციისა და მომსახურებათა გაწევის დამოუკიდებელ განსაზღვრაზე;
- თავისუფალ ფასწარმოქმნაზე;
- საინვესტიციო პროცესების თავისუფალ არჩევაზე, ბაზარზე საინვესტიციო რესურსებისა და წარმოების ფაქტორთა თავისუფალ შესყიდვაზე;
- მიღებული შემოსავლების შესაბამისად, რაც შეიძლება მეტი ხელფასის დადგენაზე;
- წარმოების განვითარებაში დამოუკიდებელ მარკეტინგულ და საწარმოო-ტექნიკურ საქმიანობაზე;
- შიდა ბაზარზე წარმოებადი საქონლისა და მომსახურების რეალიზაციაში სრულ თავისუფლებაზე;
- სამეურნეო განვითარებაში ორიენტაციაზე სტაბილური ხასიათის საკმაოდ მაღალი მოგების მიღებაზე, რაც გულისხმობს კონკურენტულ ბრძოლას ბაზარზე გარკვეული ნიშის დასაკავებლად და მის შესაძლო გაფართოებას მარკეტინგული სტრატეგიის საფუძველზე.

სტრატეგიული პროგნოზირება და ინვესტიციების დაგეგმვა

ეკონომიკის სახელმწიფოებრივი რეგულირება გულისხმობს დარგებისა და საწარმოების განვითარების სტრატეგიულ პროგნოზირებასა და დაგეგმვას. მათთვის ყოველმხრივი საგადასახადო და საბაჟო შეღავათების გზით, აგრეთვე, ეკონომიკის რეალურ სექტორში საინვესტიციო პროცესის განხორციელებას.

საკუთრების ფორმების მიხედვით, საერთო-სახელმწიფოებრივი ინტერესებიდან და ამოცანებიდან გამომდინარე, სახელმწიფო მოწოდებულია მხარი დაუჭიროს მათ განვითარებას და შემოგვთავაზოს სხვადასხვაგვარი საგადასახდელო და სხვა შეღავათები, ე.ი. გამოიყენონ დამატებითი ფინანსური უპირატესობები, გადაანაწილონ საერთო-სახელმწიფოებრივი ფინანსური რესურსები პრიორიტეტული დარგებისა და საწარმოების სასარგებლოდ.

სახელმწიფო რეგულირება განპირობებულია ადრე შექმნილი მრეწველობის, სოფლის მეურნეობის, ტრანსპორტის, მშენებლობის დარგების, საწარმოო კოლექტივების შენარჩუნებისა და „ლიბერალურ რეფორმების" ეკონომიკური მეთოდებით რღვევისაგან მათი სპეციალური დაცვის მწვავე აუცილებლობით.

სახელმწიფოებრიმა ინვესტიციებმა ხელი უნდა შეუწყონ სოციალურ-ეკონომიკურ სტრატეგიათა ამოცანების გადაჭრას და ისინი მიმართულ უნდა იქნენ იმ საწარმოების რეკონსტრუქციაზე, რომლებსაც ძალუძთ მოკლე დროში გახდნენ კონკურენტუნარიანი მსოფლიო ბაზარზე, დაკმაყოფილონ მოსახლეობის შიდა მოთხოვნილება პროდუქციებსა და მომსახურებაზე, აამაღლონ მოსახლეობის დასაქმება, მიიღონ მაღალი მოგება და გადაიხადონ გადასახადები, ააღორძინონ სამამულო სასოფლო-სამეურნეო წარმოება და შეამცირონ სასოფლო-სამეურნეო საქონლის იმპორტის საჭიროება, განავითარონ მეცნიერება, განათლება, მეცნიერებატევადი წარმოება.

სახელმწიფო მხარდაჭერა, საგადასახადო და სხვა შეღავათები გაწეულ უნდა იქნეს უსასყიდლოდ, მკაცრად განსაზღვრულ გარემოებებში, როდესაც საქმიანობის სახე ორიენტირებული არ არის სრული საბაზრო თვითანაზღაურებაზე და საკმაო მოგების მიღებაზე, თუმცა გარკვეულ ორიენტაციებში და საწარმოებზე ნაწილობრივი ანაზღაურება შეიძლება წარმოიქმნას (მაგალითად, უმაღლეს სასწავლებლებში ფასიანი საგანმანათლებლო მომსახურების გაწევის ხარჯზე. ფასიან მედიცინაში და სხვა ორგანიზაციებში), როდესაც საბაზრო ურთიერთობათა პირობებში მოქმედი სახელმწიფო და კერძო საწარმოები ექცევიან სახელმწიფო რეგულირების სოციალურ ინტერესებში და ბოლომდე ვერ იღებენ მოგების ან განიცდიან ზარალსაც კი. თუმცა სახელმწიფო რეგულირება, რომელიც საშუალებას არ აძლევს საწარმოებსა და დარგებს მიიღონ მონოპოლიური მოგება, არ უნდა იყოს საფუძველი ბიუჯეტიდან მეწარმეებისათვის მოგების დაკარგვის კომპენსაციისათვის.

საბაზრო ურთიერთობათა პირობებში საინვესტიციო დაპროექტების ორგანიზაციის გაუმჯობესების მიზნით აუცილებელია ინვესტიციების ობიექტთა სრულად ქვეყნისა და რეგიონალური პროგნოზირების შემუშავება, ეკონომიკის რეალური სექტორის განვითარებაში ვადით 10-15 წელი. ასეთი პროგნოზის მეთოდოლოგიური საფუძველი უნდა იყოს ბალანსური მეთოდი, კომპლექსური მიდგომა რეგიონალური საინვესტიციო პროგრამების შემუშავებისადმი ადგილებზე ხელისუფლების მონაწილეობათა და საზოგადოებრიობისა და სპეციალისტების მიერ შემოთავაზებულ და შემუშავებული საინვესტიციო პროექტების ფართო განხილვით.

მმართველთა კოლექტივებისათვის, მეცნიერებისა და სპეციალისტებისათვის, პროექტების შემმუშავებლებისათვის უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს ღირსეული მატერიალური წახალისება მათ მიერ შემუშავებული სახელმწიფო საინვესტიციო პროგრამების ეფექტურად განხორციელების შემთხვევაში.

საინვესტიციო პროგრამები, რომლებიც ჩართულია ქვეყნის სტრატეგიულ გეგმაში, შეიძლება რეალიზებულ იქნენ სხვადასხვა სახელმწიფო სტრუქტურების-კერძოსა და შერეულის მიერ. მათი დაფინანსება, აგრეთვე, შეიძლება იყოს სახელმწიფო, შერეული და კერძო.

სახელმწიფომ უნდა გამოხატოს ნება უდიდესი ფინანსური რესურსების მობილიზაციაზე ყველა ფინანსური წყაროდან პროგრამებისა და პროექტების დაფინანსებისათვის, კანონმდებლური გზით მოახდინოს ფინანსირების შემდეგი წყაროების მობილიზება;

- შემოღებულ იქნეს სახელმწიფოს სრული მონოპოლია ალკოპოლური და თამბაქოს პროდუქციის წარმოებასა და გაყიდვაზე;
- ბიუჯეტში ქვეყნის ბუნებრივი რესურსებიდან აბსოლუტური და დიფერენციული რენტის სრული ამოღების შეყვანა;
  სახელმწიფოს სრული მონოპოლიის შემოღება საზღვარგარეთ ვალუტის გადარიცხვის განხორციელებაზე;
- გადამწყვეტი ბრძოლის წარმოება დამნაშავეთა სამყაროსთან მათ მიერ ნაძარცვი ფასეულობების შესაბამისი კონფისკაციით.

34.6. საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბება საქართველოში საბაზრო ურთიერთობების განვითარების პირობებში

მეურნეობრიობის საბაზრო სისტემის ადეკვატური საინვესტიციო საქმიანობის ახალი მოდელის ჩამოყალიბება ითვალისწინებს საინვესტიციო რესურსების ცენტრალიზებულად განაწილების შეცვლას ინვესტირების საბაზრო ფორმებით. ეს, თავის მხრივ, აუცილებელს ხდის ისეთი ახალი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებას, რომელიც შეცვლილი ეკონომიკური პირობების შესაბამისი იქნება. ამასთან, ეკონომიკური პოლიტიკის დაწესებულმა პრიორიტეტებმა განსაზღვრეს ინვესტიციური განვითარების ამოცანების „მეორადობა" ფინანსური მიზნების მიმართ.

საქართველოს ეკონომიკის საბაზრო რეფორმირების ოფიციალური კონცეფცია ეყრდნობოდა გამარტივებულ-მონეტარისტულ პრინციპებს, რომელთა რეალიზაცია გამოიხატა ეკონომიკაში სახელმწიფოს როლის მინიმიზების კონკრეტული ზომებით, ფასებისა და საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის ლიბერალიზების დაჩქარებით, სახელმწიფო საკუთრების პრივატიზებითა და საბაზრო სტრუქტურების ფორმირებით.

საინვესტიციო საქმიანობაში სახელმწიფოს მონაწილეობის პრინციპები, საზღვრები და ფორმები

საქართველოს ეკონომიკაში შექმნილი ვითარების ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ქვეყნის ინვესტიციური განვითარების პრიორიტეტული ამოცანების გადაწყვეტა შეუძლებელია მხოლოდ ისეთი ბაზრის თვითრეგულაციის საფუძველზე, რომელიც ჩვენს ეკონომიკაში ჩამოყალიბების მეტად დაბალი დონით გამოირჩევა. საჭიროა საინვესტიციო სფეროში სახელმწიფოს როლის გაძლიერება, ეკონომიკური

პოლიტიკის კორექტირება, სახელმწიფოებრიები და საბაზრო რეგულირების ოპტიმალურად შეხამების ძიება. ამასთან, უნდა განისაზღვროს საინვესტიციო პროცესში სახელმწიფოს მონაწილეობის საზღვრები და პრინციპები საქართველოს ეკონომიკის განვითარების იმ სპეციფიკის გათვალისწინებით, რომელიც ბაზარზე გადასვლის პერიოდს ახასიათებს.

საინვესტიციო სფეროში სახელმწიფოს როლის გაძლიერების პირობები

საინვესტიციო სფეროში სახელმწიფოს როლის გაძლიერების შესაძლებლობათა ანალიზის დროს უნდა გაითვალისწინოთ ის, რომ სახელმწიფოს მონაწილეობის გაფართოებას თავისი ობიექტური საზღვრები აქვს. ამ საზღვრებს განაპირობებს, ერთი მხრივ, რეალური ფინანსური შესაძლებლობები, ხოლო, მეორე მხრივ, ის, რომ ეკონომიკაში სახელმწიფოს „ყოფნის“ ზრდა კერძო ინვესტიციების მოზღვავებას უნდა უწყობდეს ხელს და არა მათ გაძევებას. ინვესტიციების სფეროში სახელმწიფოს მონაწილეობა იგივე არაა, რაც განსახელმწიფოებრივება და სამეურნეო საქმიანობის ადმინისტრირებისკენ მიბრუნება. იგი გულისხმობს სახელმწიფოს გრძელვადიანი პოლიტიკისა და კონკრეტულ მოქმედებათა ეფექტიანობის გადიდებას საბაზრო თავისუფლებათა დაცვისა და კერძო ინვესტიციების წახალისების პირობებში.

საინვესტიციო საქმიანობაში სახელმწიფოს მონაწილეობის პრინციპების შესახებ საკითხი მჭიდროდ უკავშირდება საინვესტიციო აღმავლობისათვის საჭირო საფინანსო პოტენციალის შეზღუდულობის პრობლემას. მიახლოებითი გაანგარიშებები გვიჩვენებს, რომ მარტო რეფორმამდელი პერიოდის დონემდე ინვესტირების მოცულობის აღსადგენად, ინვესტიციების ვარდნის სიღრმის გათვალისწინებით, საჭირო იქნება მისი ათჯერ გადიდება.

ამ პრობლემის ანალიზის დროს ჩნდება ინვესტიციების საკმარისობის კრიტერიუმის საკითხიც. საშუალოვადიან პერსპექტივაში ასეთი კრიტერიუმი შეიძლება იყოს საინვესტიციო რესურსების ის მოცულობა, რომელიც მდგრად ეკონომიკურ ზრდაზე გადასვლას უზრუნველყოფს. მაკროეკონომიკის თვალსაზრისით,ეს მოასწავებს მთლიანი წმინდა ინვესტიციების სიდიდის ისეთი სტაბილური დადებითი მნიშვნელობის მიღწევას, რომლებიც ძირითადი კაპიტალის განახლებისთვის საჭირო სახსრების მოცულობათა მატებას შეესაბამება (ინვესტირებული რესურსების გამოყენების ეფექტიანობის გადიდების ფონზე). ამასთან დაკავშირებით საჭიროა ინვესტიციების სტიმულირება იმ დონემდე, რომელიც აჭარბებს მწარმოებლური კაპიტალის დაგროვილი ელემენტების მწყობრიდან გამოსვლას. ამ ორიენტირს ის განაპირობებს, რომ ახლად შექმნილ პროდუქტში ინვესტიციების უფრო ნაკლები მნიშვნელობის დროს ვერ მოხდება ხსენებული ელემენტების კომპენსირება (პირველ რიგში — ძირითადი კაპიტალის), რის გამოც გაგრძელდება ეკონომიკური ვარდნის პირობების კვლავწარმოება და წარმოების რეალურად გამოცოცხლების პოტენციალის დაქვეითება.

ამავე დროს, ეკონომიკური ზრდის მისაღები დინამიკის მიღწევის შესაძლებლობებს დიდად ზღუდავს შიდა დაგროვებათა ვიწრო მასშტაბები და ეკონომიკის რეალურ სექტორში განხორციელებულ დაბანდებათა კაპიტალუკუგების შემცირება. აშკარაა, რომ საქართველოს ეკონომიკის ეს თავისებურებები იქნება უახლოეს პერიოდში სახელმწიფოს სინვესტიციო პოლიტიკის პრინციპების განმსაზღვრელი. რესურსების მკაცრად შეზღუდვისა და ინვესტირების საბაზრო მექანიზმების ბოლომდე ჩამოუყალიბებლობის გათვალისწინებით, საინვესტიციო სფეროში სახელმწიფოს მიერ გასატარებელი პოლიტიკა შემდეგ პრინციპებს უნდა ეყრდნობოდეს: პრიორიტეტული მიმართულებებისა და „წვრტილოვანი ინვესტირების“ შერჩევა; საინვესტიციო პროცესის მართვადობის ხარისხის გადიდება დასაბუთების გაძლიერების საფუძველზე; შემუშავებული ზომების კომპლექსურობა და თანმიმდევრობა.

ეს თავისებურება მოქმედებს საინვესტიციო საქმიანობაში სახელმწიფოს მონაწილეობის ფორმებზეც. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საბაზრო ეკონომიკაში სახელმწიფოს როგორც უშუალო ინვესტორის როლი შენარჩუნებულია სასიცოცხლოდ აუცილებელი ძირითადი წარმოებებისათვის, სოციალურ სფეროსა და დარგებისთვის, რომლებსაც განსაკუთრებული სახელმწიფოებრიები მნიშვნელობა აქვს. უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს საინვესტიციო პროცესის ისეთი რეგულირება, რომლის დანიშნულებაა ხელსაყრელი რეჟიმის შექმნა კერძო ინვესტორების საქმიანობისათვის.

საქართველოს ეკონომიკაში შექმნილ პირობებში, საინვესტიციო სტრატეგია მთლიანობაში ორიენტირებულია სახელმწიფო ინვესტიციებიდან სიმძიმის ცენტრის გადატანაზე კერძო ინვესტორებისაგან სასურველ საინვესტიციო გარემოს შექმნისკენ, სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის ეს ორივე შემადგენელი ნაწილი (სახელმწიფოებრივი ინვესტირება და საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირება) პრიორიტეტული დარგებისა და წარმოებების მხარდაჭერას უნდა ემსახურებოდეს და ამ პოლიტიკას აწონილ-დაწონილი და სისტემური ხასიათი უნდა ჰქონდეს (ნახ. 36.7.).

ინვესტირების სტრატეგიული პრიორიტეტების განსაზღვრა

სტრატეგიული პრიორიტეტების განსაზღვრის დროს აუცილებლად უნდა ვეყრდნობოდეთ მსოფლიო ბაზარზე არსებულ კონკურენტულ უპირატესობებს, რომლებიც ვლინდება, პირველ რიგში, მაღალი ტექნოლოგიების დამუშავებათა ქონაში. ამჟამად იმ დარგებს, სადაც სერიოზული სამეცნიერო-ტექნოლოგიური მარაგი არსებობს და შენარჩუნებულია პოტენციური უპირატესობები, შეგვიძლია მივაკუთვნოთ: ენერგეტიკა, ტურიზმი სასოფლო-სამეურნეო ტექნიკა და ტექნოლოგიები, კვების მრეწველობა და სხვა დარგები.

ინოვაციური პროდუქციის წარმოებაში განხორციელებული ინვესტიციები ხელს შეუწყობს კაპიტალის გადინების ახალ მიმართულებათა გაჩენას, მისი მწარმოებლურობის ამაღლებასა და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებას. ამ ინვესტიციების წერტილოვანი ხასიათი გამოაცოცხლებს ეკონომიკას შეზღუდული საინვესტიციო რესურსების პირობებში. ასეთი მიდგომა მსოფლიო პრაქტიკაში აღიარებული როგორც ეკონომიკური ზრდის ისეთი შემზღუდველების გადალახვის ნაცადი მეთოდი, რომლებიც საბაზრო მექანიზმების უკმარისობითაა განპირობებული.

პრიორიტეტულობის მაღალი ხარისხი უნდა მივანიჭოთ მეურნეობის სასიცოცხლოდ აუცილებელი დარგებისა და სფეროების განვითარების, ეროვნული მწარმოებლების მხარდაჭერისა და ეკონომიკაში შიდა მოთხოვნის უზრუნველყოფის ეფექტიან პროგრამებს. ამასთან, უნდა გავითვალისწინოთ, რომ მსოფლიო მეურნეობაში ინტეგრირებად ეკონომიკაში ინვესტიციების განხორციელება მხოლოდ შიდა ბაზარზე კონკურენტუნარიანი საქონლის წარმოებაში არ შეიძლება იყოს სტაბილური და მზარდი შემოსავლის წყარო.

სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის ეფექტიანობის მნიშვნელოვანი პირობაა საწარმოო სექტორის სტრუქტურული გარდაქმნის კონცეფციის შემუშავება. ეს განსაკუთრებით ეხება ისეთ პრიორიტეტულ მიმართულებებს, რომელთა საფუძველზე უნდა განისაზღვროს სხვადასხვა ჯგუფის საწარმოების რეფორმირების სტრატეგია და მექანიზმი, სახელმწიფოს მხრიდან მხარდაჭერის ფორმები და მეთოდები, საწარმოო სტრუქტურების ორგანიზაციის მოდელები ქვეყნის ეკონომიკაში შექმნილი რეალური, მათ შორის – ინსტიტუციური პირობების გათვალისწინებით.

ეკონომიკის აღმავლობისა და სწრაფად განვითარების საფუძველი შეიძლება იყოს მსხვილი კორპორაციები, რომლებსაც გააჩნიათ სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალი, რესურსების მობილიზების და მსოფლიო სამეურნეო კავშირებში ეფექტიანად ინტეგრირების შესაძლებლობები. მცირე ბიზნესის საწარმოები, რომლებსაც უეჭველად დიდი მნიშვნელობა აქვთ საბაზრო ეკონომიკის ფუნქციონირებისთვის, ამჟამად გამოირჩევიან უკიდურესად დაბალი ტექნიკური დონით და საინვესტიციო რესურსების უქონლობით, რაც აუცილებელს ხდის მათი ადგილის მოძებნას მსხვილი სტრუქტურების საწარმოო ჯაჭვებში. მყარი და ეფექტიანად განვითარებადი, დივერსიფიცირებული კორპორაციული (დარგობრივი და დარგთაშორისი) გაერთიანებების და საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ჩამოყალიბება მოითხოვს სახელმწიფოს მიერ კორპორაციული რგოლის სახელმწიფო მხარდაჭერის გაძლიერებას, მათ შორის – კორპორაციების კაპიტალში უშუალოდ მონაწილეობის გზითაც. კორპორაციული ფორმების განვითარება ხელს შეუწყობს გრძელვადიანი საწარმოო პროგრამების რეალიზებას, პირობებს შეუქმნის მდგრად ეკონომიკურ ზრდას.

ნახ. 34.7. საზოგადოებრივი საინვესტიციო სფეროები

34.7. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურება

თანამედროვე ეტაპზე სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურება მდგრად ეკონომიკურ განვითარებაზე საქართველოს ეკონომიკის გადასვლის უმთავრესი პირობაა. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის უმნიშვნელოვანესი მიმართულებებია: ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა მხარდაჭერის გაძლიერება, ეკონომიკის რეალურ სექტორში ინვესტიციების წახალისების ინსტიტუტის-სამართლებრივი და ეკონომიკური გარემოს შექმნა, ცენტრისა და რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის შეთანხმება.

სახელმწიფო ინვესტიციები და ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა მხარდაჭერა

ეკონომიკური განვითარების თანამედროვე ეტაპის ამოცანათა რეალიზება საინვესტიციო სფეროს უფრო აქტიურ სახელმწიფოებრივ მხარდაჭერას მოითხოვს. ამასთან, სახელმწიფოებრივი ინვესტირების მნიშვნელობა უნდა მატულობდეს არა იმდენად ცენტრალიზებული წყაროების მოცულობის თვალსაზრისით, რამდენადაც სახელმწიფო გარანტიების, დაზღვევისა და კერძო ინვესტორებისთვის ორიენტირის პოზიციებიდან.

ინვესტიციების საბიუჯეტო დაფინანსების პრობლემები

საინვესტიციო-საქმიანობის საბიუჯეტო დაფინანსებას ჯერ კიდევ იმ მიღგომების საფუძველზე ახდენენ, რომლებიც არსებითად ზღუდავენ სახელმწიფოს გავლენას საბაზრო გარდაქმნათა მიმდინარეობასა და ეკონომიკის სტრუქტურულ ცვლილებებზე. თანაც, ეს ნაკლოვანებები იმდენად საბიუჯეტო სისტემის შეზღუდული შესაძლებლობებით არაა განპირობებული, რამდენადაც ცენტრალიზებული ინვესტიციების განაწილების გაურკვეველი თუ მცდარი სტრატეგიითა და მათი გამოყენების ქმეთითი კონტროლის უქონლობით.

ამ პრობლემის გადაჭრას ისიც ხდის აუცილებელს, რომ სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკაში მომხდარი ჩაეარდნები კერძო ინვესტორებისთვის ორიენტირების უქონლობის ან მათი დამახინჯების მიზეზი ხდება. ანალიზი ადასტურებს სახელმწიფოებრივ პრიორიტეტებსა და კერძო ინვესტორების საინვესტიციო მოტივაციას შორის გარკვეული დამოკიდებულების არსებობას, რომელიც აუცილებლად უნდა გავითვალისწინოთ საინვესტიციო პოლიტიკის პერსპექტიულ მიმართულებათა შემუშავების დროს. წინააღმდეგ შემთხვევაში ვერ მოვახერხებთ სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გატარებისა და სხვადასხვა დონის ინვესტორთა ინტერესების შეთანხმებისთვის საფუძვლის მოშზადებას, მიღებულ ზომებს კი კვლავინდებურად უფრო მეტად პასიური ხასიათი ექნება და ვერ უზრუნველყოფს დაგეგმილ შედეგებს. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ცალკეული მწარმოებლების ან რეგიონების არასაკმარისად ან უსისტემოდ მხარდაჭერა აქვეითებს დაგროვებისა და შემდეგ თვითდაფინანსების სტიმულებს და ხელს არ უწყობს მეურნე სუბიექტების საბაზრო ქცევის ჩამოყალიბებას.

სახელმწიფოს მიერ მწარმოებელთა საინვესტიციო მხარდაჭერის შესაძლებლობათა შესახებ საკითხის ანალიზის დროს შეუძლებელია არ გავითვალისწინოთ ბიუჯეტის სახსრების უკიდურესად შეზღუდულობა. ამასთან, თანამედროვე პირობებში არანაკლებ მნიშვნელოვანია საინვესტიციო პოლიტიკის დასაბუთების ხასიათისა და რეალიზაციის გარკვეულობის დონის ამაღლება, საბიუჯეტო დაგეგმვის რეალობის გათვალისწინება.

საქართველოს ეკონომიკაში, სადაც ანგარიშსწორების არასაიმედო ფორმები დომინირებს, ფულის მასის მოცულობის რეალური პროგნოზების შედგენა ერთობ გაძნელებულია. საბიუჯეტო პოლიტიკას ამუშავებენ გაურკვევლობის ფაქტორის პირობებში, რაც ამძაფრებს რეალური ბიუჯეტის შედგენისა და მიღებული ბიუჯეტის შესრულების სირთულეს.

სახელმწიფო ინვესტიციების როგორც ეკონომიკური ზრდის პრიორიტეტული ფაქტორის რეალიზებაში საერთაშორისო გამოცდილების გამოყენება წარმატებული ვერ იქნება საქართველოს

სახელმწიფო ფინანსების თანამედროვე მდგომარეობისა და საბიუჯეტო სისტემის გარდაქმნის აუცილებლობის გათვალისწინებლად. მაგალითად, ეკონომიკის რეფორმების ერთ-ერთი წარმატებული ნიმუშია გერმანიის გამოცდილება, რომლის საბიუჯეტო სისტემა კარგადაა გამართული და ეს ელინდება მიმდინარე და საინვესტიციო ხარჯების ერთმანეთისგან მკაფიოდ გამოყოფაში, საბიუჯეტო სახსრების მიზნობრივად გამოყენების კონტროლში, კრედიტების ხარჯზე ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების ზღვრული მოცულობის დაწესებასა და დაცვაში (გათვალისწინებული საინვესტიციო ხარჯების თანხით; ამ მეთოდს „ოქროს წესს“ უწოდებენ და მას გერმანიის ძირითადი კანონის 115 მუხლი ადგენს.

საქართველოს ეკონომიკაში, როგორც ამას რეფორმის შედეგები გვიჩვენებს, სახელმწიფოს არამწარმოებლური ხასიათის ხარჯების ზრდის კომპენსირება არ ხდებოდა ბიუჯეტის საინვესტიციო ხარჯების სათანადოდ გადიდებით. პირიქით, ეს ერთი იმ ფაქტორთაგანი იყო, რომლებიც განაპირობებდნენ სახელმწიფოს ცენტრალიზებული ინვესტიციების შეკვეცასა და სახელმწიფოს საინვესტიციო ფუნქციის შესუსტებას. ამასთან დაკავშირებით, სახელმწიფო ინვესტიციების როგორც ეკონომიკური ზრდის ფაქტორის გამოყენება არსებით ცვლილებებს მოითხოვს საბიუჯეტო პოლიტიკისა და საბიუჯეტო სისტემის ორგანიზაციაში.

ბიუჯეტზე მუშაობის დროს საჭიროა: პრიორიტეტულ მიმართულებათა განსაზღვრის და იმ ნორმატივების დაწესების პრინციპის გამოყენება, რომლებიც განსაზღვრავენ ბიუჯეტის სახსრების დონეს გამოყოფილი ძიმართულებების მიხედვით; მიმდინარე და საინვესტიციო ბიუჯეტის დაყოფა ნორმატიულ საფუძველზე; შემოსაველებზე ხარჯების გადამეტების შესაძლებლობის გამორიცხვა მიმდინარე ბიუჯეტის დაგეგმვისას; საინვესტიციო ბიუჯეტის დეფიციტის დაფარვის წყაროების მკაფიოდ განსაზღვრა. გარკვეული ცვლილებების შეტანაა საჭირო ბიუჯეტის ორივე შემადგენელი ნაწილის სახსრების გამოყენებაზე კონტროლის განხორციელების ტექნოლოგიაშიც, რათა გაძლიერდეს ბიუჯეტის შესრულების სახაზინო მეთოდის როლი.

სახელმწიფო ინვესტიციების გამოყენებასთან დაკავშირებული მნიშვნელოვანი პრობლემაა მათი დაბალი ეფექტიანობა კერძო ინვესტიციებთან შედარებით. სახელმწიფოს ფინანსური რესურსების განაწილების დროს გამოყენებული მიდგომები ხელს არ უწყობს ინვესტირების ეფექტიანობის ზრდასა და ეროვნული ეკონომიკის რესტრუქტურიზაციას.

საინვესტიციო პროცესის ორგანიზაციაში სისტემური საფუძვლის უქონლობამ და საბიუჯეტო დაგეგმვის არასაკმარისმა ხარისხმა სახელმწიფოს საინვესტიციო პროგრამების დაფინანსების მუდმივი ჩავარდნები განაპირობეს.

ეს იმას მოწმობს, რომ აუცილებელია სელექციური მიდგომის როლის გაძლიერება სახელმწიფო ინვესტირების დროს, სახელმწიფო ინვესტიციების თავმოყრა მკაცრად განსაზღვრულ პრიორიტეტულ მიმართულებებზე, კონტროლის გაძლირება და საკონკურსო პროექტების შერჩევა.

კონკურსის საფუძველზე საინვესტიციო პროექტების შერჩევის მექანიზმი

საბაზრო ეკონომიკაში, სადაც ინვესტირების ძირითადი კრიტერიუმი საინვესტიციო დაბანდებათა ეფექტიანობაა, შეუძლებელია ვიყენებდეთ საწარმოებს შორის ცენტრალიზებული კაპიტალური დაბანდებების უსასყიდლოდ განაწილების ადრინდელ ტექნოლოგიებს, რომლებიც ეფექტიანობის გადიდების სტიმულს არ აძლევენ საწარმოებს. რადგან პირდაპირი სახელმწიფო ინვესტიციები ნაკლებად ეფექტიანია კერძო ინვესტორების ინვესტიციებთან შედარებით, ამიტომ გამართლებულ მიდგომად გვეულინება კერძო ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა.

კერძო ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა ხორციელდება იმ საინვესტიციო პროექტებში სახელმწიფოს წილობრივი მონაწილეობის გზით, რომლებსაც საკონკურსო შერჩევა აქვთ გავლილი. ცენტრალიზებული საინვესტიციო რესურსების საკონკურსო საფუძველზე განთავსების მიზანია საინვესტიციო აქტივების გაძლიერება და კერძო ეროვნული და საზღვარგარეთული ინვესტორების კაპიტალის მობილიზება ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებებზე, საკუთრების

ყველა ფორმის საინვესტიციო დაბანდებათა კომერციული, საბიუჯეტო და სახალხომეურნეობრივი ეფექტიანობის ამაღლება.

საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების ახალი წესი საინვესტიციო კონკურსგაცდილი პროექტის ფინანსურად უზრუნველყოფაში სახელმწიფოთა მონაწილეობის ფორმის შერჩევის უფლებას აძლევს ინვესტორებს. ეს ფორმები შეიძლება იყოს:

დაბრუნების 2 წლიანი ვადის მქონე სახელმწიფო საინვესტიციო კრედიტი, რომლის გამოყენებისთვის გადასახდელი პროცენტები ცენტრალური ბანკის რეფინანსირების განაკვეთის $\frac{1}{4}$-ია;

- შესაქმნელი საწარმოს იმ აქციების ნაწილის დამკვიდრება სახელმწიფო საკუთრებაში, რომლებიც საინვესტიციო პროექტიდან მოგების შემოსავლიდან 2 წლის განმავლობაში იყიდება ბაზარზე, ხოლო აქედან მიღებული ამონაგები სახელმწიფო ბიუჯეტში შედის.

ცენტრალური ბიუჯეტიდან სახსრების გაცემის შესახებ გადაწყვეტილების გამოტანისას წამყვანი კრიტერიუმია ობიექტის (საწარმოო სიმძლავრეების) დათქმულ ვადაში ამოქმედების უზრუნველყოფა სახელმწიფო ბიუჯეტიდან მოზიდული სახსრების მოცულობის შემცირების პირობებში და ცენტრალიზებული რესურსების გამოყენების ეფექტიანობის გადიდება.

საკონკურსოდ საინვესტიციო პროექტების წარდგენის სავალდებულო პირობებია:

- პროექტის რეალიზაციისთვის საჭირო დანახარჯების მთლიან თანხაში ცენტრალიზებული საინვესტიციო რესურსების ხვედრითი წილი არ უნდა აჭარბებდეს 20%-ს. დანარჩენი (80% ან მეტი) უზრუნველყოფილი უნდა იყოს კერძო ინვესტორის საკუთარი, მოზიდული და ნასესხები სახსრების ხარჯზე;

  დანახარჯების საერთო თანხაში ინვესტორის საკუთარი სახსრების ხვედრითი წილი არ უნდა იყოს 20%-ზე ნაკლები.

ინვესტორების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის დარგში გავრცელებულია ახალი მიდგომები, რომლებიც უკავშირდება საინვესტიციო პროექტების სერთიფიკაციას, სახელმწიფოს მხრიდან გარანტიების მიცემას, განვითარების ბიუჯეტის შექმნას.

რას ნიშნავს საინვესტიციო პროექტების სერთიფიკაცია?

საინვესტიციო პროექტების სერთიფიკაცია განსაზღვრავს სახელმწიფოს მხარდაჭერის წილის 50%-მდე გადიდების შესაძლებლობას მსოფლიოში ანალოგების არმქონე პროდუქციის წარმოების დროს; 40%-მდე – საექსპორტო სამრეწველო პროდუქციის წარმოების დროს; 30%-მდე – უფრო დაბალი ფასით იმპორტჩანაცვლების დროს.

სერტიფიცირებულ პროექტებზე სახელმწიფო გარანტიებს მრავალი ინვესტორი მიიჩნევს საბიუჯეტო სახსრების შეზღუდულობის პირობებში სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის ყველაზე უფრო სასურველ ფორმად. გარანტიები უზრუნველყოფენ რისკის არა მთელი თანხის, არამედ მისი გარკვეული ნაწილის დაბრუნებას იმ შემთხვევაში, თუკი ეფექტიანი საინვესტიციო პროექტის რეალიზაცია ჩაეარდება ინვესტორისგან დამოუკიდებელი მიზეზებით: ინვესტორმა, თავის მხრივ, უნდა წარადგინოს შემხვედრი გარანტიები, მათ შორის – გირაოს ხასიათის.

განვითარების ბიუჯეტი შეიძლება ყალიბდებოდეს როგორც სპეციალური ინსტრუმენტი, რომელიც თავს უყრის სახელმწიფო ბიუჯეტის საინვესტიციო რესურსებს საინვესტიციო პროექტის დაფინანსებისა და კერძო ინვესტორების სახსრების მოზიდვის მიზნით. განვითარების ბიუჯეტის რესურსების გამოყენება შეიძლება საინვესტიციო პროექტების წილობრივი დაფინანსებისთვის საკონკურსო, ფასიან და დაბრუნებით საწყისებზე, აგრეთვე, ნასესხებ სახსრებზე სახელმწიფო გარანტიების გაცემისთვის საკონკურსო საფუძველზე (როცა გარანტიების ზედა ზღვარი ნასესხები სახსრების თანხის 40%-მდეა).

განვითარების ბიუჯეტის სახსრების მოსაპოვებელ კონკურსზე იღებენ ისეთ საინვესტიციო პროექტებს, რომელიც აკმაყოფილებს შემდეგ პირობებს:

- განვითარების ბიუჯეტის მიზნებთან შესაბამისობა;
- წმინდა დისკონტირებული შემოსავლის დადებით მნიშვნელობების უზრუნველყოფა;

- პროექტის რეალიზებისთვის საჭირო ხარჯების მთლიან თანხაში ინვესტორის საკუთარი სახსრების ხვედრითი წილი არ უნდა იყოს 20%-ზე ნაკლები, მსხვილი პროექტებისთვის (50 მლნ. დოლარზე მეტი) კი – 30%-ზე ნაკლები;
  დამოუკიდებელი ექსპერტიზის დადებითი დასკვნა;
  განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში საინვესტიციო პროექტების ექსპერტიზას ატარებენ, როგორც წესი, თვით ინვესტორების ან პროექტის დაფინანსებაში მონაწილე საფინანსო ინსტიტუტების მიერ მოწვეული ექსპერტები.

სამრეწველო განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა შერჩევითი შეზღუდული მხარდაჭერა მთავრობების მიერ და ეფექტიანი პროექტების საკონკურსო შერჩევა გარკვეულ შედეგებს იძლევა. საზღვარგარეთის გამოცდილება მოწმობს, რომ ასეთი ზომები, როგორც წესი, კერძო ინვესტიციების მოზიდვის ქმედითი სტიმულია და პროექტების რეალიზებას უწყობენ ხელს.

სახელმწიფო საკუთრების მართვა როგორც ეკონომიკის სახელმწიფო სექტორში ინვესტიციების ეფექტიანობის ზრდის ფაქტორი. ინვესტიციების სფეროში სახელმწიფოს როლის გააქტიურება გულისხმობს სახელმწიფო საკუთრების მართვის თვისებრივად უფრო მაღალი დონის მიღწევას სახელმწიფო სექტორის რესტრუქტურიზაციასა და განვითარებაში ინვესტირების უზრუნველყოფისთვის.

აღსანიშნავია, რომ განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებშიც კი სახელმწიფო სექტორის მართვას მკაცრი სახელმწიფოებრივი კონტროლის გამოყენებით ახორციელებენ, ეროვნული ეკონომიკის განვითარების ინტერესებიდან გამომდინარე. სახელმწიფო სექტორი ასრულებს არამარტო სასიცოცხლოდ აუცილებელი და წამგებიანი წარმოებების მხარდაჭერის, არამედ ადგილობრივი წარმოების სტიმულირების ფუნქციასაც.

კიდევ რაში გამოიხატება სახელმწიფოს ინვესტიციური როლის გააქტიურება?

სახელმწიფო სექტორმა გარკვეულწილად წამყვანი პოზიციები უნდა დაიკავოს ეკონომიკის განვითარების პრიორიტეტების მიღწევაში და ეკონომიკური ზრდის პოტენციალი ჩამოაყალიბოს. ამასთან დაკავშირებით, სახელმწიფო საწარმოების საინვესტიციო პროგრამების შედგენა კონკურსისა და ეფექტიანობის მოთხოვნების შესაბამისად უნდა ხორციელდებოდეს. აუცილებელია ინვესტირებული სახსრების მიზნობრივად გამოყენების და ფინანსური ნაკადების მოძრაობის მკაცრი სახელმწიფოებრივი კონტროლი.

ამასთან, რეალურ სფეროში (მათ შორის ინვესტიციების დარგში) სახელმწიფოს საქმიანობის განხორციელებისას უნდა გამოვდიოდეთ არასახელმწიფო სექტორში ანალოგიური სახეების საქმიანობის სტიმულირების და არა შევიწროების პრინციპიდან, რადგან სახელმწიფო მხარდაჭერის მქონე საწარმოები, ერთი მხრივ, უფრო მდგრადია, მაგრამ, მეორე მხრივ, ნაკლებად ეფექტიანი.

სახელმწიფოს ინვესტიციური როლის გააქტიურება არ უნდა გამოიხატებოდეს მარტო მეცნიერებატევადი წარმოებების, მაღალი ტექნოლოგიებისა და სასიცოცხლოდ აუცილებელი დარგების განვითარების ეფექტიანი საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებაში პირდაპირ მონაწილეობით. საზოგადოების საინვესტიციო მხარდაჭერის უფრო მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილი საბაზრო ურთიერთობათა განვითარების პირობებში ეკონომიკური სუბიექტების საინვესტიციო საქმიანობის წახალისება და იგი პროგრესულ სტრუქტურულ გარდაქმნაზე უნდა იყოს ორიენტირებული. იგი გულისხმობს ეკონომიკური რეგულირების ოპტიმალური ფორმებისა და მეთოდების შემუშავებას, ინვესტორთა ფინანსური სახსრების აკუმულაციის მექანიზმების განვითარებისა და საწარმოო ინვესტიციებად მათი გარდასახვისთვის აქტიურად ხელშეწყობას.

ინვესტიციების წამახალისებელი ინსტიტუციურ—სამართლებრივი და ეკონომიკური გარემოს შექმნა ეკონომიკის რეალურ სექტორში.

საინვესტიციო აქტივობის გასაღიდებლად ხელსაყრელი პირობების შექმნა სახელმწიფოს მიერ მოითხოვს კვლავწარმოებით პროცესებზე მიზანმიმართულ ზემოქმედებას მაკრო და მიკროეკონომიკურ დონეებზე. ის უმნიშვნელოვანესი სფერო, სადაც ახლებურად და ეფექტიანად უნდა გამოვლინდეს სახელმწიფოს საინვესტიციო როლის გააქტიურება ეკონომიკური რეფორმების ახალ ეტაპზე, უშუალოდ საკრედიტო სფეროა.

34.8.ინვესტიციების სტიმულირების ფულად-საკრედიტო მეთოდები

მდგრადი-საინვესტიციო აღმაულობის უზრუნველყოფა, უპირველეს ყოფლისა, გულისხმობს ეკონომიკის მონეტარიზაციის გადიდებას, ფულის მასის დისპროპორციების აღმოფხვრას, საპროცენტო განაკვეთების დაწევას, საგადასახადო სისტემის აღდგენას, ეროვნული ვალუტის დედოლარიზაციას და მისი როლის ამაღლებას.

ეკონომიკის მონეტიზაციის ამაღლება შეზღუდული ფულად-საკრედიტო ემისიითაა შესაძლებელი. მისი ინფლაციური შედეგების საფრთხის დონის განსაზღვრის დროს უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ინფლაციის ინიცირებას ემისიის გარდა სხვა ფაქტორებიც ახდენენ. ამიტომ მასთან ბრძოლა მარტო ემისიის შეზღუდვაზე არ დაიყვანება. საჭიროა, პირველ რიგში, წარმოების მყარად ფუნქციონირების უზრუნველყოფა. საქართველოს ეკონომიკის რეალური სექტორის მონეტიზაციის დონის ზრდა წარმოების გამოცოცხლების უმნიშვნელოვანესი წინაპირობაა, რომელიც, თავის მხრივ, წამყვან ანტიინფლაციურ ფაქტორად გვევლინება.

ფულად—საკრედიტო ემისიის ინფლაციური შედეგებისგან თავის დაცვის ძირითადი პირობაა იმგვარი მექანიზმების შექმნა და ამოქმედება, რომლებიც ცელიან მაკროეკონომიკურ პირობებს და წარმოების მხარდასაჭერად წარმართავენ ფულის ნაკადებს. ასეთი მიდგომის დროს ემისიის მოცულობას განსაზღვრავს ეკონომიკის საწარმოო სექტორის ობიექტური მოთხოვნა იმ სახსრების გამოკლებით, რომლებიც ფინანსების ბაზარზეა გადანაცვლებული.

ფულის მასის მიზნობრივად გადიდების პარამეტრების განსაზღვრისას განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ფულის მიწოდების სტრუქტურის აღრიცხვა. ფულის ემისიის განსხვავებულ არხებს ინფლაციის მიმართ არაერთგვაროვანი მგრძნობელობა აქვთ. ამის გამო ფულის მიწოდების გაფართოება შესაძლებელია არასაფინანსო საწარმოების თამასუქების განაღდების გზით ბანკების რეფინანსირების მეშვეობით და ემიტირებული სახსრების მიზნობრივად წარმართვით საწარმოო ინვესტიციების დაფინანსებაზე. ემისიის უფრო ნაკლებად ინფლაციური არხია საწარმოო ინვესტიციების დაფინანსება განვითარების სახელმწიფო ინსტიტუტების მიერ.

ფულის ნაკადების მიზნობრივად რეგულირების მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია სახელმწიფოს ზემოქმედება საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაზე. მაგალითად, პრიორიტეტულად აღიარებული წარმოებებისა და პროექტების მხარდაჭერა ინვესტორების გააქტიურების მიზნით შეიძლება შეღავათიანი განაკვეთებით და კრედიტების მეშვეობით. შეღავათიანი კრედიტების მოძრაობა ამ დროს უნდა ხორციელდებოდეს განვითარების სახელმწიფო ბანკების სისტემის მეშვეობით, ხოლო მკაცრი კონტროლის დაწესება უნდა გამორიცხავდეს სახსრების არამიზნობრივად გამოყენებასა და ფინანსურ სპეკულაციებს.

საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს, საპროცენტო განაკვეთების რეგულირება საქმიანი აქტივობის გაძლიერების ერთობ ქმედითი მეთოდია კრიზისების ფაზაში, როცა ღრმავდება ეკონომიკური სისტემების მდგომარეობის უწონასწორობა. ეკონომიკური წონასწორობისა და საფინანსო სექტორების დაბალანსებულად განვითარების მიღწევის შემდეგ ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევის საჭიროება მთლიანობაში კლებულობს, ამის შესაბამისად კი კლებულობს ფულის ბაზარზე ჩამოყალიბებული საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაზე სახელმწიფოს ზემოქმედების როლი.

სახელმწიფოებრივი რეგულირების გამოყენების გარკვეული ციკლურობა ახასიათებს. სტრუქტურული დისპროპორციების გამწვავების პირობებში, როცა საბაზრო მექანიზმების მოქმედება ვეღარ უზრუნველყოფს, ერთი მხრივ, ჭარბი წარმოების განვითარებისა და ძირითადი კაპიტალის გაუფასურების შეკავებას, ხოლო, მეორე მხრივ, საინვესტიციო აქტივობის მომატებას, ეკონომიკაზე სახელმწიფოს ზემოქმედების როლი, მათ შორის — ფულის ნაკადების მიზნობრივად მართვის სფეროში, ფართოვდება, ხოლო მდგრად ზრდაზე ეკონომიკის გადასვლის დროს — მცირდება. ამას ადასტურებს

დასაელეთ ევროპის ქვეყნებსა და აშშ-ში სტრუქტურული დეპრესიების დაძლევისა და იაპონიის, საფრანგეთისა და გერმანიის ეკონომიკის აღდგენის (ომის შემდეგ) პრაქტიკის ანალიზი.

საპროცენტო განაკვეთების სახელმწიფოებრივ რეგულირებას მიმართავდნენ როგორც განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში (ომის შემდეგ — იაპონიაში, ხანგრძლივი დროის მანძილზე — საფრანგეთში, ე.წ. „რუზველტის ახალი კურსის" გატარებისას — აშშ-ში), ისე იმ მთელ რიგ განვითარებად ქვეყნებში, რომლებიც ეკონომიკური ზრდის მყარად მაღალ ტემპებს გვიჩვენებდნენ (ინდოეთი, ჩინეთი, სამხრეთ-აღმოსაელეთ აზიის ქვეყნები და სხვა). დაგროვების მნიშვნელოვან მასშტაბებს აქ მიაღწიეს ეროვნული წარმოების განვითარების მიზნით საპროცენტო განაკვეთებზე აქტიური ზემოქმედების პოლიტიკის გატარების შედეგად (თავის მხრივ, დაგროვებამ შესაძლებელი გახადა ეკონომიკური განვითარების ტემპების დაჩქარება). ამ მიზნით იყენებდნენ, აგრეთვე, ფულის ნაკადების მიზნობრივად რეგულირებისა და შიდა დაგროვებათა ინვესტიციებად ტრანსფორმირების პირდაპირ და ირიბ მეთოდებს, კერძოდ, განვითარების სახელმწიფო ბანკების, გამსესხებელ-შემნახველ ასოციაციებისა და სხვა სპეციალიზებული საკრედიტო ინსტიტუტების შექმნის, არასახელმწიფო ბანკებისთვის საკრედიტო პოლიტიკის გარკვეული ნორმატივებისა და შეღავათიანი დაბეგვრის განაკვეთების დაწესების მეშვეობით.

მაგალითად, იაპონიაში ინვესტიციების დაფინანსებისა და წარმოების ზრდის პირობები შეიქმნა საპროცენტო განაკვეთებისა და მოსახლეობის იმ დანაზოგების გამოყენების სახელმწიფოებრივი კონტროლის გაძლიერების გზით, რომლებიც საფოსტო-შემნახველ დაწესებულებებსა და ბანკებში იყრიდნენ თავს, შემდეგ კი ხდებოდა მათი გადაგზავნა სახელმწიფო ინსტიტუტებში, გრძელვადიანი დაკრედიტების ბანკებსა და ტრასტ-ბანკებში.

დანაზოგების ინვესტირებად ტრანსფორმირების მექანიზმი აშშ-ში ეყრდნობოდა გამსესხებულ-შენახველი ასოციაციების ფართოდ განვითარებას, რომლებიც კერძო სექტორის დანაზოგებს იზიდავდნენ საბინაო მშენებლობისა და მრეწველობის მთელი რიგი დარგებისთვის მიზნობრივი კრედიტების მისაცემად.

ფულის ნაკადების ლოკალიზების აუცილებლობა ბანკებში

მრავალ განვითარებად ქვეყნებში ეკონომიკის მდგრადი ზრდა იმან განაპირობა, რომ მოხერხდა ფულის ნაკადების ძირითადი ნაწილის ლოკალიზება სახელმწიფო ბანკებში, რომლებიც საწარმოო ინვესტიციებში განათავსებენ მობილიზებულ დანაზოგებსა და საკრედიტო რესურსებს-სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების დადგენილი პრიორიტეტების შესაბამისად და რეგულირებადი საპროცენტო განაკვეთებით.

ფულის მასის სტრუქტურის გაუმჯობესება უკავშირდება, ასევე მიმოქცევაში მყოფი ნაღდი ფულის ხვედრითი წილის შემცირებას, რისთვისაც საჭიროა ეკონომიკის ყველა სფეროში მკაცრი შეზღუდვების შემოღება ნაღდი ფულით გადახდაზე, ანგარიშსწორებათა კომპიუტერიზაციის გაგრძელება, საგადასახადო ბრუნვის უნაყოფო ფორმების გაფართოება. ამ ღონისძიებების გატარება გააფართოებს საბანკო სექტორის საქმიანობის ეკონომიკურ სივრცეს და ხელს შეუწყობს ბანკების საინვესტიციო პოტენციალის მატებას.

თანამედროვე ეტაპის ერთადერთი უპირველესი ამოცანაა საგადასახადო სისტემის სრულად აღდგენა, ბარტერულ გარიგებათა შეზღუდვა, საგადასახადო საშუალებათა დიდი მასის გამოძევება მიმოქცევიდან, რადგან ისინი სრულფასოვანი რესურსის როლს ვერ თამაშობენ დანაზოგების პოტენციალის ჩამოყალიბებაში. მისი გადაჭრის ძირითადი ხერხებია ურთიერთჩათვლების განხორციელება ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის დაფინანსებისთვის, საკრედიტო რესურსების გაიაფება, გადასული დაუვალიანების სეკიურიტიზაცია.

ფულის მიმოქცევისთვის რეგულირების ეფექტურობის ამაღლებისთვის და ისეთი ემისიური მექანიზმების გააქტიურების შესაძლებლობათა გამორიცხვისთვის, რომელსაც საქონლის მიწოდების

გაფართოება არ ახლავს თან, აუცილებელია სავალუტო რეგულირებისა და კონტროლის გაძლიერება. ეს აღკვეთს კაპიტალის არალეგალურად გატანას და შიდაეკონომიკური ბრუნვიდან განდევნის უცხოურ ვალუტას.

ფინანსური ბაზრის ეფექტიანი ინფრასტრუქტურის შექმნა

ა) ზემოქმედება ბანკების საინვესტიციო აქტივობაზე.

რეგულირების წინანდელი სისტემის გადასინჯვა (ეკონომიკური პოლიტიკის შერჩეული პრიორიტეტების შესაბამისად) მოითხოვს საბანკო სექტორზე ზემოქმედების ფორმებისა და მეთოდების შეცვლას და საბანკო სისტემის რესტრუქტურირებას ეკონომიკაში ბანკების საინვესტიციო ფუნქციების რეალიზაციის ამოცანების გათვალისწინებით. რესტრუქტურიზებული საბანკო სისტემა უნდა შეესაბამებოდეს მაღალი საიმედოობის, მართუალობისა და მიზანმიმართული ინვესტირების მოთხოვნებს, უზრუნველყოფდეს საკრედიტო რესურსების მიწოდების სათანადო დონეს საწარმოო სფეროსთვის ხელმისაწვდომი საპროცენტო განაკვეთებით.

საბანკო სისტემის საინვესტიციო აქტიუობის ამაღლებაში დიდი მნიშვნელობა აქვს ინვესტიციების წახალისებისა და დაზღვევის სისტემის შექმნას. ამის ერთ-ერთი პირობაა სახელმწიფო გარანტიების არსებობა. ამ წრის ღონისძიებებს ეკუთვნის, აგრეთვე, სარეზერვო ანარიცხების ნორმატიუების შემცირება და შეღავათიანი დაბეგვრა.

ბ) დეპოზიტების გარანტირების სისტემის შექმნა.

მსოფლიო გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ დეპოზიტების გარანტირების სისტემის შემოღება მოსახლეობის დანაზოგების მასშტაბურად მობილიზების ღონისძიებათა კომპლექსის აუცილებელი შემადგენელი ნაწილია. იგი პოტენციურად ზრდის როგორც ცალკეული საკრედიტო ინსტიტუტების, ისე მთელი სისტემის ლიკვიდობას და ბანკებიდან ანაბრების მოულოდნელად და მასობრივად გატანის საწინააღმდეგო საიმედო საშუალებაა.

ანაბრების დაზღვევის ერთ-ერთი პირველი სისტემა აშშ-ში შეიქმნა 1933-34 წლებში როგორც საბაზრო მეურნეობის დამატებითი სტაბილიზატორების ძიების შედეგი. ამჟამად ეს სისტემები მოქმედებენ ეთგო-ს ყველა ქვეყანასა და მთელ რიგ განვითარებად ქვეყნებში (არგენტინა, კოლუმბია და ა. შ.) ამასთან დიდ ბრიტანეთში, აშშ-სა და კანადაში ისინი წარმოდგენილია დამოუკიდებელი სახელმწიფო კორპორაციებით, საფრანგეთსა და შვეიცარიაში-კერძო საბანკო კავშირებით. ავსტრიაში, დიდ ბრიტანეთსა და ნიდერლანდში საკრედიტო ორგანიზაციის გაკოტრების შემთხვევაში გასცემენ კერძო ანაბრებს, გერმანიაში მიმართავენ ანაბრების გაცემას და საკრედიტო ინსტიტუტების სანაციას, კანადაში-ანაბრების გაცემას, ბანკის ქონების მართვისა და გარანტიების დაკრედიტება-გაცემას.

დეპოზიტების გარანტირების სისტემის ინსტიტუტების რესურსები ყალიბდება საკრედიტო ორგანიზაციების შენატანების, ეროვნული ბანკებისა და საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციების კრედიტების ხარჯზე.

გ) აქტიური სამრეწველო და სტრუქტურული პოლიტიკა.

ეკონომიკური ზრდისა და ინვესტიციური განვითარების ამოცანები მოითხოვს საინვესტიციო-ფინანსური რესურსების ხორცშესხმას იმ ტექნოლოგიებსა და წარმოებებში, რომლებმაც ეროვნული წარმოების კონკურენტუნარიანობა უნდა აამაღლონ. ამისთვის ყველა დონეზე უნდა შეიქმნას ისეთი პირობები, რომლებიც ხელს შეუწყობენ საწარმოო პოტენციალის აღდგენას, წარმოების რესტრუქტურიზაციას, არგადახდების ზრდის მიზეზების აღმოფხვრას, საბაზრო კონკურენციის ეფექტიანი მექანიზმების უზრუნველყოფას, ანტიმონოპოლიური რეგულირებისა და გაკოტრების ინსტიტუტების გაჯანსაღებას.

რესტრუქტურიზაციის უმნიშვნელოვანესი ამოცანაა საწარმოთა საინვესტიციო მიმზიდველობის ამაღლება. საამისოდ შექმნილმა სისტემამ უნდა უზრუნველყოს საწარმოების შესახებ ინფორმაციის გამჭირვალობა, ხელმისაწვდომობა და სარწმუნოობა პოტენციური ინვესტორებისათვის, აქციონერებისა და საწარმოთა სხვა მესაკუთრეების საკუთრებს უფლების დაცვა, უმაღლესი რგოლის

მენეჯერების მუშაობის ხარისხისა და პასუხისმგებლობის ზრდა, შემოსაელებსა და საწარმოს მოგებას შორის მკაფიო დამოკიდებულების დაწესება.

რესტრუქტურიზაცია გულისხმობს, ასევე კონკურენტუნარიანი საწარმოების გამოყოფასა და მათ მხარდაჭერას, გადახდისუუნარო საწარმოების გაკოტრების გააქტიურებას.

ამ პრობლემის მეორე მხარეა საწარმოო სექტორის მიერ ინვესტიციების მიღების დაქვეითებული უნარი. მათი განვითარების პერსპექტიული პროგნოზების უქონლობა, ეფექტიანი საინვესტიციო პროექტების ნაკლებობა და მათი დამუშავების დაბალი დონე ხელს უშლის კაპიტალის დაბანდებისა და ინვესტიციურ გამოცოცხლებას.

რეალური სექტორის რესტრუქტურიზაციის წამყვანი მიმართულებაა მსხვილი კორპორაციული სტრუქტურების შექმნის პირობების შექმნა, სამეცნიერო-ტექნიკური, საწარმოო, საფინანსო და სავაჭრო კაპიტალის ინტეგრაცია, საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ჩამოყალიბების წახალისება. მსხვილ კორპორაციებს უნარი აქვთ პარტნიორობა გაუწიონ სახელმწიფოს რეფორმების გატარებაში, საინვესტიციო პროცესის ორგანიზაციის ფუნქციების ინტეგრირთონ უმნიშვნელოვანეს სამეურნეო სფეროებში ამ დროს გამოიყენონ როგორც საბაზრო, ისე საგეგმო-განაწილებითი მეთოდები. სახელმწიფო რეგულირების ამოცანაა, გააზლიეროს ხსენებული ჯგუფების საქმიანობის დადებითი მომენტები და შეასუსტოს უარყოფითი. მათი მხარდაჭერის პროგრამა უნდა შეესაბამებოდეს საერთაშორისო ნორმებს და ითვალისწინებდეს ტრანსეროენული კორპორაციების შექმნის გამოცდილებას.

დ) საგადასახადო პოლიტიკა.

საწარმოო სექტორში საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურება საგადასახადო პოლიტიკის სფეროში გულისხმობს შეღავათიან გადასახადებს ინვესტიციების განხორციელების დროს. ეს შეიძლება იყოს: მოგების იმ ნაწილის განთავისუფლება გადასახდებისაგან, რომელსაც საკუთარი ბაზის განვითარებასა და საბინაო მშენებლობის დაფინანსებას ხმარდება; შეღავათები იმ ხარჯებზე, რომლებიც დაბეგერის შედეგებზე ახდენენ გავლენას; საგადასახადო კრედიტები; საგადასახადო არდადეგები.

დასაელეთში გაერცელებული შეღავათების ეფექტიანი ფორმაა საინვესტიციო კრედიტი. იგი გულისხმობს მოგების (შემოსავლის) გადასახადის შემცირებას გარკვეული ვადითა და დასაშეებ საზღვრებში; ეს ერცელდება რეგიონულ და ადგილობრივ გადასახადებზეც, მოგვიანებით კი ხდება კრედიტის თანხისა და დარიცხული პროცენტების ეტაპობრივად გადახდა. საგადასახადო საინვესტიციო კრედიტი საგადასახადო ვალდებულებების პირდაპირ შემცირებად გეეელინება და მნიშვნელოვნად ითვალისწინებს გადამხდელის ქონებრივ მდგომარეობას.

ე) რეგულირების სამართლებრივი და ნორმატიული მეთოდები. საინვესტიციო პროცესის სამართლებრივი რეგულირების გაუმჯობესება მისი გააქტიურების ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი პირობაა.

ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს შექმნის საკითხებს უფრო დაწვრილებით შეეხებით შემდგომ თავში.

ამგვარად, საინვესტიციო პროცესის გააქტიურებისთვის აუცილებელია ხელსაყრელი გარემოს უზრუნველყოფის ღონისძიებების გატარება და ეკონომიკური რეგულირების ისეთი ფორმებისა და მეთოდების შემუშავება, რომლებიც რეალურ საინვესტიციო ვითარებას გაითვალისწინებენ.

34.9. საინვესტიციო პოლიტიკის რეგიონული ასპექტები

საინვესტიციო პოლიტიკის ეფექტიანობა დიდადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ რამდენადაა გათვალისწინებული მისი შემუშავების დროს მაკროეკონომიკური და რეგიონული ასპექტები, როგორაა შეთანხმებული და საერთო ეკონომიკური შედეგების მიღწევაზე ორიენტირებული ცენტრისა და რეგიონების ინტერესები.

ცენტრისა და რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის შეთანხმების პრობლემები

რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურებასთან ერთად ჩნდება რეგიონთაშორისო წინააღმდეგობების გამწვავების პრობლემა. მათ შორისაა კონკურენციის გაძლიერება საინვესტიციო კაპიტალის მიზიდვის სფეროში, სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების დონეთა დიფერენციაციის გადიდება, ერთიანი საინვესტიციო სივრცის რღვევა. ეს წინააღმდეგობები საკმაოდ მჭიდრო კავშირშია ერთმანეთთან.

საქართველოს რეგიონები ეკონომიკურად მეტად არაერთგვაროვანია, რის გამოც მათ საინვესტიციო რესურსების მიზიდვის განსხვავებული შესაძლებლობები აქვთ. ინვესტიციების რეგიონული სტრუქტურის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ სახსრები არათანაბრადაა განაწილებული: ინვესტორები თავიანთი კაპიტალის დაბანდებას ამჯობინებენ, უმთავრესად, განვითარებული საბაზრო ინფრასტრუქტურის მქონე მსხვილ ცენტრებში, სადაც შედარებით მაღალია მოსახლეობის გადახდისუნარიანობა, აგრეთვე ნედლეულის რეგიონებში. რეგიონული პოლიტიკის გატარების საქმეში რეგიონების დამოუკიდებლობის გადიდება ბიძგს აძლევს მათ შორის კონკურენციის გამწვავებას საინვესტიციო კაპიტალის მიზიდვაში, მისი გამოყენების უფრო ხელსაყრელი პირობების შეთავაზების გზით. ამას მოაქვს როგორც დადებითი, ისე უარყოფითი შედეგები.

საინვესტიციო გარემოს დიფერენცირებულება, ინვესტიციების სტიმულირების ფორმებისა და მეთოდების მრავალფეროვნება, პროექტების „დაწინაურების" უნიფიცირებული სქემების არარსებობა აძნელებს საინვესტიციო პროცესის გააქტიურებას. ფაქტოლოგიური და სტატისტიკური მასალის ანალიზი მოწმობს, რომ ჩვენში არ ხდება უცხოური ინვესტიციების მასშტაბური ნაკადის შემოსვლა.

ინვესტიციების, განსაკუთრებით კი უცხოელებისთვის, პირველხარისხოვანი მნიშვნელობა აქვს მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკის სტაბილურობასა და ტრანსპარენტულობას. ამიტომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა გამოტანის დროს პირველ რიგში ითვალისწინებენ არა რეგიონულ, არამედ მთელი ქვეყნიდან გამომდინარე რისკებს.

მსოფლიო გამოცდილება ადასტურებს, რომ სტრატეგიული ინვესტორების სახსრების ძირითადი ნაკადები მიემართება არა იმდენად იმ ადგილებში, სადაც შექმნილია მაქსიმალური საგადასახადო შეღავათები, რამდენადაც იმ ქვეყნებში, რომელთა ეკონომიკა სტაბილურად და თანმიმდევრულად ვითარდება საკუთარ საფუძველზე. სწორედ აქ შეიძლება ჰქონდეთ მათ დაბანდებათა დაცულობის, სტაბილური მოგების შემდგომი პერსპექტივის იმედი.

ამგვარად, აშკარაა იმის აუცილებლობა, რომ შევიმუშაოთ სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა და მისი ნორმატიულ-სამართლებრივი საფუძველი ცენტრისა და რეგიონების საინვესტიციო სამართლის კანონმდებლობის ანალიზის, სისტემატიზაციისა და უნიფიცირების საფუძველზე და აპრობირებული ადგილობრივი და მსოფლიო გამოცდილების გათვალისწინებით. ისეთი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება, რომელიც ცენტრისა და რეგიონების ინტერესებს შეათანხმებს ერთმანეთთან, ხელს შეუწყობს ინვესტირების რეგიონული პირობების განსხვავებულობის ნიველირებას და მაშასადამე, შეამცირებს რეგიონების განვითარების დონეთა დიფერენციაციას.

ამავე დროს, აქცენტის გაკეთება სოციალურ მხარეზე და სუსტი რეგიონების მხარდაჭერაზე ამცირებს ახლანდელ დროში მიღებულ ეკონომიკურ ეფექტს, მაგრამ მისი შეგსება მომავალში მოხდება სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის საჭიროების კლებით.

ამრიგად, საქართველოს ეკონომიკის საინვესტიციო სფეროს სახელმწიფოებრივი რეგულირების ქმედითობის ამაღლების ამოცანები აუცილებელს ხდის სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის იმ კონცეფციების შესწავლას, რომლებიც ჩამოყალიბების პროცესში მყოფი ბაზრის პირობებისთვის იქნა შემუშავებული, და მათი რეკომენდაციების გამოყენებას საქართველოში შექმნილი რეალური ვითარების გათვალისწინებით. დასავლეთის პრაქტიკაში ეკონომიკური რეგულირების ძირითადი კონცეფციებია კეინზელობა და მონეტარიზმი. კეინზის თეორიის მომხრეები ეყრდნობიან საინვესტიციო მოთხოვნის რყევის აღიარებას, დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის სხვაობის შესაძლებლობას, საბაზრო ეკონომიკის არასტაბილურობასა და სახელმწიფოს ჩარევის აუცილებლობას. მონეტარისტები მხარს უჭერენ ნეოკლასიკური თეორიის დებულებას საბაზრო ეკონომიკის წონასწორობის, დანაზოგებისა და ინვესტიციების იგივეობის, ფულზე მოთხოვნის ფუნქციის მუდმივობის შესახებ და მიიჩნევენ, რომ საბაზრო ეკონომიკის ეფექტიანად ფუნქციონირება და ინვესტიციების დადებითი დინამიკა მხოლოდ ეკონომიკის მოთხოვნილებებთან შესაბამისად ფულის მასის მუდმივად ზრდის პირობებშია შესაძლებელი; გადახდისუნარიანი მოთხოვნის სტიმულირების კეინზისეული რეკომენდაციებიდან მიწოდების სტიმულირებისკენ სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის შემობრუნების აუცილებლობის შესახებ დებულებას შეიცავს მიწოდების ეკონომიკის თეორიაც; განვითარებად ქვეყნებში ჩამოყალიბებულია სტრუქტურული ინფლაციის თეორიები, რომელთა მომხრეები აუცილებლად მიიჩნევენ ჩამორჩენილ სექტორებში ინვესტირების გააქტიურებას მაღალი ინფლაციის მაინიციირებელი დისპროპორციების სალიკვიდაციოდ.

რას უკავშირდება ახალ საინვესტიციო რეჟიმზე გადასვლა

• **ახალ საინვესტიციო რეჟიმზე გადასვლა უკავშირდება ცვალებადი ეკონომიკური პირობების ადეკვატური, ახალი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების აუცილებლობას.** საინვესტიციო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებებია: საინვესტიციო პროცესის დეცენტრალიზაცია; საწარმოების არადაბრუნებითი დაფინანსებიდან ფასიან დაკრედიტებაზე გადასვლა; სახელმწიფოს როგორც ინვესტორის როლის შენარჩუნება უმნიშვნელოვანეს წარმოებათა სფეროში, სოციალურ სფეროში, საზოგადოებრივად მნიშვნელოვან ობიექტებში; ფედერალური ბიუჯეტის იმ სახსრების მიზნობრივად ხარჯვის კონტროლის გაძლიერება, რომლებიც ინვესტიციებს ხმარდება; ცენტრალიზებული ინვესტიციების გამოყენება ეფექტიანი და სწრაფად ანაზღაურებადი პროექტების განხორციელებისთვის, მათი წილობრივი დაფინანსების პრაქტიკის გაფართოებისთვის; კერძო და უცხოური ინვესტიციების წახალისება, ნორმატიული ბაზის გაუმჯობესება, გარანტიების მიცემა და ინვესტიციების დაზღვევა.

• **საქართველოს ეკონომიკის საინვესტიციო სფეროში სახელმწიფოს როლის გაძლიერების მიზანი უნდა იყოს სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის ეფექტიანობის ამაღლება საბაზრო თავისუფლებათა შენარჩუნება და კერძო ინვესტიციების სტიმულირების პირობებში.** ეკონომიკაში სახელმწიფოს მონაწილეობის გაფართოებას თავისი ობიექტური საზღვრები აქვს, რასაც განაპირობებს ერთი მხრივ, დაფინანსების რეალური შესაძლებლობები, ხოლო მეორე მხრივ, კერძო ინვესტიციების სტიმულირების და არა შეცვლის ამოცანები. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის პრინციპები იმ დროს, როცა რესურსები არსებითადაა შეზღუდული, ხოლო ინვესტირების საბაზრო მექანიზმები ბოლომდე არაა ჩამოყალიბებული, გულისხმობს ინვესტირების პრიორიტეტულ მიმართულებათა შერჩევასა და საინვესტიციო პროცესის მართვადობის ხარისხის ამაღლებას შემუშავებულ ღონისძიებათა დასაბუთების, კომპლექსურობისა და თანმიმდევრულობის გაძლიერების საფუძველზე. მაშინ, როდესაც საინვესტიციო სტრატეგია ორიენტირებულია სახელმწიფოებრივი ინვესტირებიდან სიმძიმის ცენტრის გადატანაზე ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს ჩამოყალიბებისკენ, სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის მიზანი უნდა იყოს პრიორიტეტული დარგებისა და წარმოებების მხარდაჭერა და ამ პოლიტიკას სისტემური და აწონილ-დაწონილი ხასიათი უნდა ჰქონდეს.

• **საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში საინვესტიციო სფეროს სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა გულისხმობს არა ცენტრალიზებული წყაროების მოცულობებს, არამედ სახელმწიფოებრივი**

გარანტიების, დაზღვევისა და ორიენტირების მნიშვნელობის ზრდას. კერძო ინვესტიციებისთვის საინვესტიციო საქმიანობის საბიუჯეტო დაფინანსების პირობები უნდა იყოს: პრიორიტეტული მიმართულებების განსაზღვრა, მიმდინარე და საინვესტიციო ბიუჯეტის დაყოფა ნორმატიულ ბაზაზე, საინვესტიციო ბიუჯეტის დეფიციტის წყაროების განსაზღვრა, მიმდინარე და საინვესტიციო ბიუჯეტის სახსრების გამოყენების კონტროლის ბიუჯეტის შესრულების სახაზინო მეთოდის როლის გაძლიერებით.

• **კერძო ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის მნიშვნელოვანი მიმართულებაა იმ საინვესტიციო პროდუქტებში სახელმწიფოს წილობრივი მონაწილეობა, რომლებსაც საკონკურსო შერჩევა** აქვთ გავლილი. ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის სფეროში ახალი მიდგომებია საინვესტიციო პროექტების სერთიფიკაცია, სახელმწიფოებრივი გარანტიების მიცემა, განვითარების ბიუჯეტის ჩამოყალიბება. ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტული მიმართულებების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა ხელს უწყობს კერძო ინვესტიციების მოზიდვის სტიმულირებას. ამჟე დროს, აუცილებელია საინვესტიციო-სამეურნეო კეთილსასურველი რეჟიმის შექმნა.

• **ხელსაყრელი საინვესტიციო რეჟიმის უზრუნველყოფაში დიდ როლს ითამაშებს ინვესტიციების სტიმულირების ფულად-საკრედიტო, საგადასახადო, სტრუქტურული და სხვა მეთოდები.** საინვესტიციო აქტივების სტიმულირებაზე სახელმწიფოს ფულადი-საკრედიტო და საფინანსო პოლიტიკის ორიენტირება მოითხოვს ფულის მასის სტრუქტურის დეფორმაციების, ნაღდი ფულის ხვედრითი შემცირებას, ფულის მიმოქცევის დედოლარიზაციას, საგადასახადო მიმოქცეველან ფულადი სახსრების სუროგატების გამოდევნას. ამასთან, რაკი ფულის ნაკადებისა და საპროცენტო განაკვეთების სახელმწიფოებრივი რეგულირება ნაკლებად ეფექტიანია არასახელმწიფო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების და რეალური სექტორის საწარმოების საინვესტიციო პოლიტიკასთან შედარებით, სახელმწიფოებრივი რეგულირების მიზანი უნდა იყოს ისეთი ეკონომიკური, ინსტიტუციური და სამართლებრივი გარემოს შექმნა, რომელიც მათი საინვესტიციო აქტივების ზრდას განაპირობებს.

• **ეკონომიკური პოლიტიკის ახალი პრიორიტეტების შესაბამისად რეგულირების ადრინდელი სისტემის გადასინჯვა გულისხმობს სახელმწიფოს მხრიდან ხელშეწყობას.** ფინანსების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ჩამოყალიბებისთვის, არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების ქსელის განვითარებისთვის, საბანკო სისტემების რესტრუქტურიზაციისთვის, დეპოზიტების გარანტიების, ინვესტიციების დაზღვევისა და სტიმულირების სისტემის ჩამოყალიბებისთვის. მაკრო- და მიკროდონეზე უნდა შეიქმნას იმის პირობები, რომ შესაძლებელი გახდეს საწარმოო პოტენციალის აღდგენა, ეკონომიკური სუბიექტების საბაზრო ქცევის ფორმირება, საბაზრო კონკურენციის ეფექტიანი მექანიზმების შექმნა, ანტიმონოპოლიური რეგულირებისა და გაკოტრების ინსტიტუტების გაჯანსაღება, საწარმოების საინვესტიციო მიმზიდველობის ზრდა, სამრეწველო და საფინანსო კაპიტალის ინტეგრირება. საინვესტიციო სფეროს სახელმწიფოებრივი რეგულირების გაძლიერება უნდა ეყრდნობოდეს რეგულირების ნორმატიული მეთოდების ფართოდ გამოყენებას.

• **საქართველოში საბაზრო ურთიერთობათა ფორმირების პირობებში რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურებას განაპირობებს საინვესტიციო პროცესის დეცენტრალიზაციაზე აღებული კურსი,** რეგიონებში უფრო სასიკეთო საინვესტიციო გარემოს ჩამოყალიბების მცდელობა. ამას დადებით შედეგებთნ ერთად თან ახლავს რეგიონთაშორისი წინააღმდეგობების გაღრმავება: საინვესტიციო გარემოს დიფერენცირებულობა, ინვესტიციების სტიმულირების ფორმირებისა და მეთოდების მრავალფეროვნება, პროექტების „დაწინაურების" უნიფიცირებული სქემების უქონლობა. ამ პრობლემების მოგვარება მოითხოვს მაკროეკონომიკური და რეგიონული ასპექტების გათვალისწინებას საინვესტიციო პოლიტიკის შედგენის დროს, ცენტრისა და რეგიონების ინტერესების შეხამებას, მათ ორიენტირებას საერთო ეკონომიკური შედეგების მიღწევაზე.

ოცდამეთხუთმეტე თავი. საინვესტიციო სტრატეგიის არსი და მისი როლი წარმოების განვითარებაში

35.1. საინვესტიციო სტრატეგია

საწარმოს ყველა სახის საინვესტიციო საქმიანობის დაყენება მხოლოდ მისი მიმდინარე საინვეტიციო მოთხოვნილებების დაკმაყოფილებაზე არამიზანშეწონილია. (მაგ. მწყობრიდან გამოსული აქტივების შეცვლის ან მათი მატების საჭიროება განისაზღვრება სამეურნეო საქმიანობის მოცულობისა და სტრუქტურის ცვლილებათა გამო). თანამედროვე ეტაპზე სულ უფრო მეტი რაოდენობის საწარმო აცნობიერებს საინვესტიციო საქმიანობის შეგნებული პერსპექტიული მართვის აუცილებლობას მისი მიმართულებებისა და ფორმების წინასწარ განჭვრეტის მეცნიერული მეთოდოლოგიის, საწარმოს განვითარების ზოგად მიზნებთან და საინვესტიციო გარემოს ცვალებად პირობებთან ადაპტაციის საფუძველზე.

საინვესტიციო სტრატეგია იმ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული მართვის ეფექტიანი ინსტრუმენტია

საინვესტიციო სტრატეგია იმ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული მართვის ეფექტიანი ინსტრუმენტია. მისი მიზანია მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების, საბაზრო პროცესების სახელმწიფოებრივი რეგულირების სისტემის, ინვესტიციების ბაზრის არსებითი ცვლილებების საერთო განვითარება და ა.შ.

საინვესტიციო სტრატეგია საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის გრძელვადიანი მიზნების სისტემაა, რომელსაც განსაზღვრავს მისი განვითარების ზოგადი ამოცანები და საინვესტიციო იდეოლოგია, აგრეთვე, მათი მიღწევების ყველაზე უფრო ეფექტიანი გზების არჩევა.

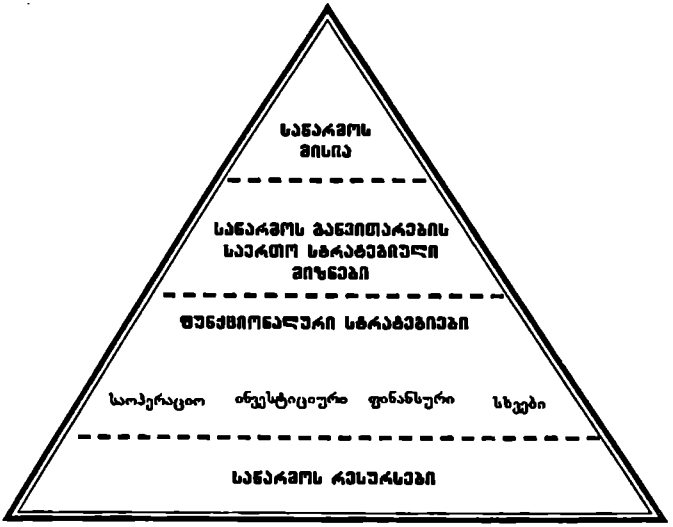
საინვესტიციო სტრატეგია შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ, როგორც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში მოქმედების გენერალური გეგმა, რომელიც განსაზღვრავს ამ საქმიანობის ფორმებისა და მიმართულებების პრიორიტეტებს, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ხასიათსა და საწარმოს საერთო განვითარების უზრუნველმყოფი გრძელვადიანი საინვესტიციო მიზნების რეალიზაციის ეტაპების თანმიმდევრობას. საინვესტიციო სტრატეგიაში მიზნების სისტემისა და მათი მიღწევის გზების შეერთება განსაზღვრავს საწარმოს საინვესტიციო აქტივობისა და პერსპექტიულ პერიოდში მისი საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებებსა და ფორმებზე მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების საზღვრებს. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა შეგვიძლია დავახასიათოთ, აგრეთვე, როგორც იმ ფორმალიზებული კრიტერიუმების სისტემა, რომელთა მეშვეობითაც იგი აფასებს და ახორციელებს თავის საინვესტიციო შესაძლებლობებს, ახდენს თავისი პერსპექტიული საინვესტიციო პოზიციის მოდელირებას და უზრუნველყოფს მათ მიღწევას. ყოველივეს შეჯამებით, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ საინვესტიციო სტრატეგია ისეთი სისტემური კონცეფციაა, რომელიც აკავშირებს და წარმართავს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განვითარებას.

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესის მნიშვნელობა

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება ფართო შემოქმედებითი პროცესია: იგი მოიცავს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნების დასახვას, მისი პრიორიტეტული მიმართულებებისა და ფორმების განსაზღვრას; ახდენს ფორმირებული საინვესტიციო რესურსების სტრუქტურისა და მათი განაწილების ოპტიმიზაციას, საინვესტიციო საქმიანობის ყველაზე უფრო მნიშვნელოვან ასპექტებზე საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებას, გარე საინვესტიციო გარემოსთან ურთიერთობათა შენარჩუნებას.

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესი საწარმოს საერთო სტრატეგიული სისტემის უმნიშვნელოვანესი შემადგენელი ნაწილია. მთავარი ელემენტებია: მისია, განვითარების ზოგადი სტრატეგიული მიზნები, ფუნქციური სტრატეგიების სისტემა საქმიანობის ცალკეული სახეების

ჭრილში, რესურსების ფორმირებისა და განაწილების მეთოდები. ამასთან, საინვესტიციო სტრატეგია გარკვეულ თანადაქვემდებარებაშია საწარმოს სტრატეგიული არჩევანის სხვა ელემენტებთან. ამგვარი თანადაქვემდებარების იერარქია ყველაზე უფრო ზოგადი სახით 35.1 ნახაზზეა წარმოდგენილი.



ნახ. 35.1 ინვესტიციური სტრატეგიის იერარქიული ურთიერთკავშირი საწარმოს სტრატეგიული შერჩევის სხვა ძირითად ელემენტებთან

საწარმოს სტრატეგიული არჩევანის სხვა უმნიშვნელოვანეს ელემენტებთან საინვესტიციო სტრატეგიის ურთიერთკავშირის ახსნა საშუალებას იძლევა უფრო ეფექტიანად მოეწყოს მისი შემუშავების პროცესი.

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების აქტუალობა

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების აქტუალობას მთელი რიგი პირობები განაპირობებს, მათ შორის უმნიშვნელოვანესი პირობაა გარე საინვესტიციო გარემოს ფაქტორების ცვლილებათა ინტენსიურობა. საწარმოს საინვესტიციო აქტივობასთან დაკავშირებული ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების მაღალი დინამიკა, სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპები, ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის ხშირი რყევები. სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის და საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების ფორმების ცვალებადობა მხოლოდ წინათ დაგროვილი გამოცდილებისა და საინვესტიციო მენეჯმენტის ტრადიციული მეთოდების საფუძველზე ინვესტიციების ეფექტიანად მართვის შესაძლებლობას უკარგავს საწარმოს. ასეთ პირობებში გარე საინვესტიციო გარემოს ფაქტორების შესაძლო ცვლილებებთან ადაპტირებული საინვესტიციო სტრატეგიის უქონლობამ შეიძლება გამოიწვიოს ის, რომ საწარმოს ცალკეული სტრუქტურული ქვედანაყოფების საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს სხვადასხვა მიმართულება ექნებათ, წინააღმდეგობებს გააჩენენ და მთლიანობაში დასცემენ საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობას.

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების განმსაზღვრელი ერთ-ერთი პირობაა სასიცოცხლო ციკლის ახალ სტადიაზე მისი მოსალოდნელი გადასვლა. საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის ყოველ სტადიას ახასიათებს საინვესტიციო აქტივობის საკუთარი დონე, საინვესტიციო საქმიანობის

მიმართულებები და ფორმები, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების თავისებურებები. შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიაა, ხატოვნად რომ ვთქვათ, მოაშზადოს საწარმო, საინვესტიციო საქმიანობა ეკონომიკური განვითარების შესაძლებლობათა მოსალოდნელი კარდინალური ცვლილებებისათვის.

ბოლოს, საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების აქტუალობის განმსაზღვრელი არსებითი პირობაა საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის მიზნების კარდინალური ცვლილებები ახალ კომერციულ შესაძლებლობებთან დაკავშირებით. ამგვარი მიზნების რეალიზება მოითხოვს საწარმოო ასორტიმენტის შეცვლას, ახალი საწარმოო ტექნოლოგიების დანერგვას, პროდუქციის გასაღების ახალი ბაზრების ათვისებას და ა.შ. ამგვარ პირობებში საწარმოს საინვესტიციო აქტივობის არსებითად მომატებასა და მისი საინვესტიციო საქმიანობის ფორმების დივერსიფიკაციას ისეთი პროგნოზირებადი ხასიათი უნდა ჰქონდეს, რომელიც მკაფიოდ ფორმირებული საინვესტიციო სტრატეგიით იქნება უზრუნველყოფილი.

რა უდევს საფუძვლად საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავებას?

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება თანამედროვე ეტაპზე ეყრდნობა მართვის ახალი კონცეფციის — „სტრატეგიული მართვის" — მეთოდოლოგიურ მიდგომებს, რომლებსაც 1970-იანი წლების დასაწყისიდან აქტიურად ნერგავდნენ აშშ-ისა და დასავლეთ ევროპის ქვეყნების კორპორაციებში. სტრატეგიული დაგეგმვის კონცეფცია ასახავს საწარმოს მკაფიო სტრატეგიულ პოზიციონირებას (მისი საინვესტიციო პოზიციის ჩათვლით), რომელიც წარმოდგენილია მისი ფუნქციონირების პრინციპებითა და მიზნებით, მართვის სუბიექტისა და ობიექტის ურთიერთქმედების მექანიზმით, სამეურნეო და ორგანიზაციული სტრუქტურის ელემენტებს შორის ურთიერთქმედების ხასიათით, გარემოს ცვალებად პირობებთან ადაპტაციის ფორმებით.

სტრატეგიული მართვა აღმოცენდა სტრატეგიული დაგეგმვის მეთოდოლოგიის განვითარების საფუძველზე, რომელიც მის არსობრივ საფუძველს შეადგენს. განვითარების არსებული ტენდენციის ექსტრაპოლაციის კონცეფციაზე დაფუძნებული ჩვეულებრივი გრძელვადიანი დაგეგმვისგან განსხვავებით, სტრატეგიული დაგეგმვა ითვალისწინებს არა მარტო ამ ტენდენციებს, არამედ საწარმოს განვითარების შესაძლებლობებისა და საფრთხეების სისტემას, ისეთი საგანგებო სიტუაციების წარმოქმნას, რომლებსაც შეუძლიათ მომავალ პერიოდში ჩამოყალიბებული ტენდენციების შეცვლა.

საწარმოს სტრატეგიული ინვესტიციური დონის მაფორმირებელი ძირითადი ელემენტების სისტემა

მართვის ახალ პარადიგმაზე დაფუძნებული საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების საფუძველია საწარმოში მიღწეული სტრატეგიული საინვესტიციო დონის წინასწარი იდენტიფიკაცია. ამ იდენტიფიკაციის პროცესში მკაფიო წარმოდგენა უნდა იყოს მიღებული იმ შემდეგ პარამეტრებზე, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების შესაძლებლობებსა და შეზღუდვებს ახასიათებენ (ნახ. 35.2).

1. როგორია საწარმოს მესაკუთრეების, მმართველებისა და საინვესტიციო მენეჯერების სტრატეგიული აზროვნების დონე?

2. როგორია საინვესტიციო მენეჯერების ცოდნის (მათი საინფორმაციო განვითარების) დონე საინვესტიციო გარემოს უმნიშვნელოვანესი ელემენტების მდგომარეობასა და მოსალოდნელ დინამიკასთან დაკავშირებით?

3. რა საინვესტიციო რესურსებს ფლობს საწარმო, როგორია მათი ფორმირების შესაძლებლობები პერსპექტივაში, როგორაა უზრუნველყოფილი მათი ინფლაციის საწინააღმდეგო დაცვა დაგროვების პროცესში?

4. შეესაბამება თუ არა საწარმოს მიმდინარე საინვესტიციო აქტივობის დონე მისი განვითარების მიმდინარე და პერსპექტიულ მოთხოვნებს, რამდენად სრულად იყენებენ მის საინვესტიციო პოტენციალს?

5. არის თუ არა საწარმოში ერთიანი სტრატეგიული კონცეფცია მისიის, სტრატეგიის, განვითარების სტრატეგიული ნორმატივების სისტემის და ა.შ. სახით? რა ზომითაა ეს სტრატეგიული კონცეფცია სტრუქტურირებული ცალკეული სამეურნეო ქვედანაყოფების ჭრილში?

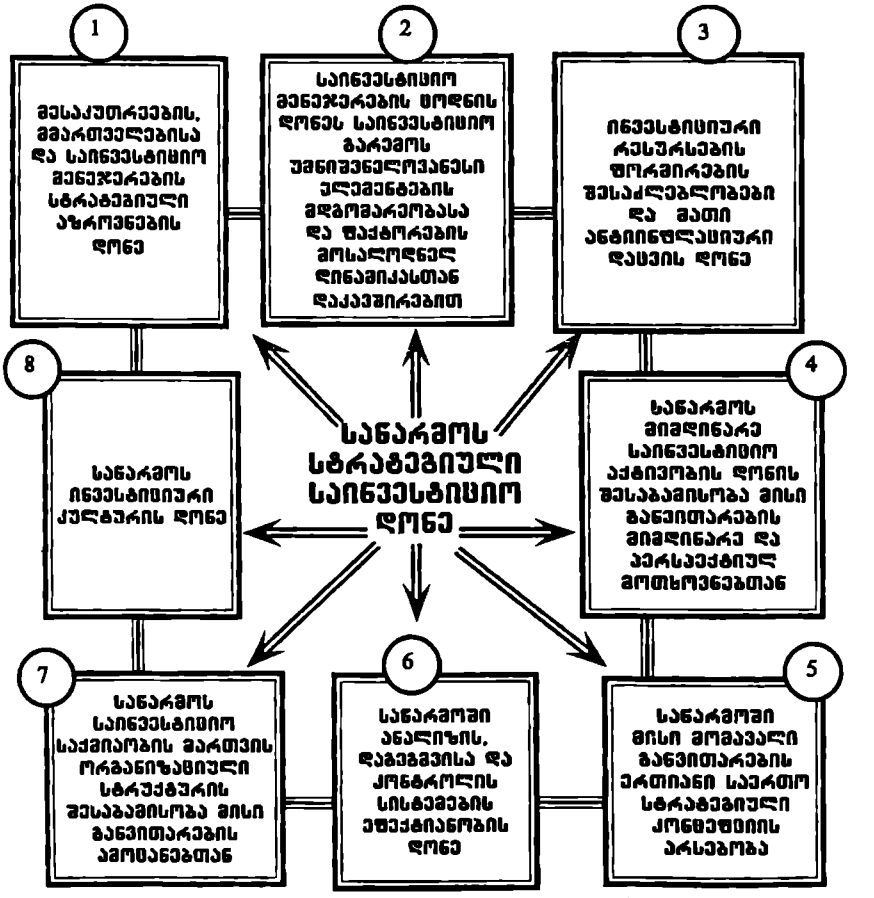
6. როგორია საწარმოში მოქმედი საინვესტიციო ანალიზის, დაგეგმვისა და კონტროლის სისტემების ეფექტიანობა? რა ზომით არიან ისინი ორიენტირებული სტრატეგიული ამოცანების გადაჭრაზე?

7. შეესაბამება თუ არა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურა მისი პერსპექტიული განვითარების ამოცანებს?

8. როგორია საწარმოს საინვესტიციო კულტურის დონე? რამდენად მჭიდროდაა იგი დაკავშირებული მის საერთო ორგანიზაციულ სტრუქტურასთან?

სტრატეგიული მართვის ობიექტების სამი ჯგუფი

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესი კავშირშია საწარმოს სტრატეგიული მართვის ობიექტების წინასწარ გამოყოფასთან. საინვესტიციო მენეჯმენტის პოზიციებიდან, ჩვეულებრივ, გამოყოფენ სტრატეგიული მართვის ობიექტების სამ ძირითად ჯგუფს: საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა მთლიანად; მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონის საინვესტიციო საქმიანობა; სტრატეგიული საინვესტიციო ცენტრის საინვესტიციო საქმიანობა.



ნახ. 35.2. საწარმოს სტრატეგიული საინვესტიციო დონის მაფორმირებელი ძირითადი ელემენტების სისტემა

საწარმო, როგორც სტრატეგიული საინვესტიციო მართვის ობიექტი ღია კომპლექსური სისტემაა, რომელიც მისი სტრუქტურული სამეურნეო ქვედანაყოფების ყველა მიმართულებასა და ფორმას აერთიანებს.

მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონა საწარმოს (ორგანიზაციის) ფარგლებში არსებული დამოუკიდებელი სამეურნეო სეგმენტია. იგი თავის საქმიანობას ახორციელებს მთელ რიგ ისეთ მომიჯნავე დარგებში, რომელთაც მსგავსი აქეთ მოთხოვნა, გამოყენებული ნედლეული ან წარმოების ტექნოლოგია. მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონის საინვესტიციო სტრატეგია გეეელინება საწარმოს სტრატეგიული საინვესტიციო მართვის მთლიან სისტემაში არსებულ დამოუკიდებელ (შედარებით ავტონომიურ) ბლოკად.

სტრატეგიული საინვესტიციო ცენტრი საწარმოს (ორგანიზაციის) დამოუკიდებელი სტრუქტურული ერთეულია. იგი დასპეციალებულია საინვესტიციო საქმიანობის იმ ცალკეული ფუნქციების ან მიმართულებების შესრულებაზე, რომლებიც უზრუნველყოფენ მეურნეობრიობის ცალკეული სტრატეგიული ზონებისა და მთლიანად საწარმოს ეფექტიან სამეურნეო საქმიანობას. ამგვარი ცენტრების საინვესტიციო სტრატეგია შეზღუდულია მათი საქმიანობის ფუნქციური მიმართულებებით და საწარმოს საერთო სტრატეგიული საინვესტიციო მართვის ამოცანებს ექვემდებარება.

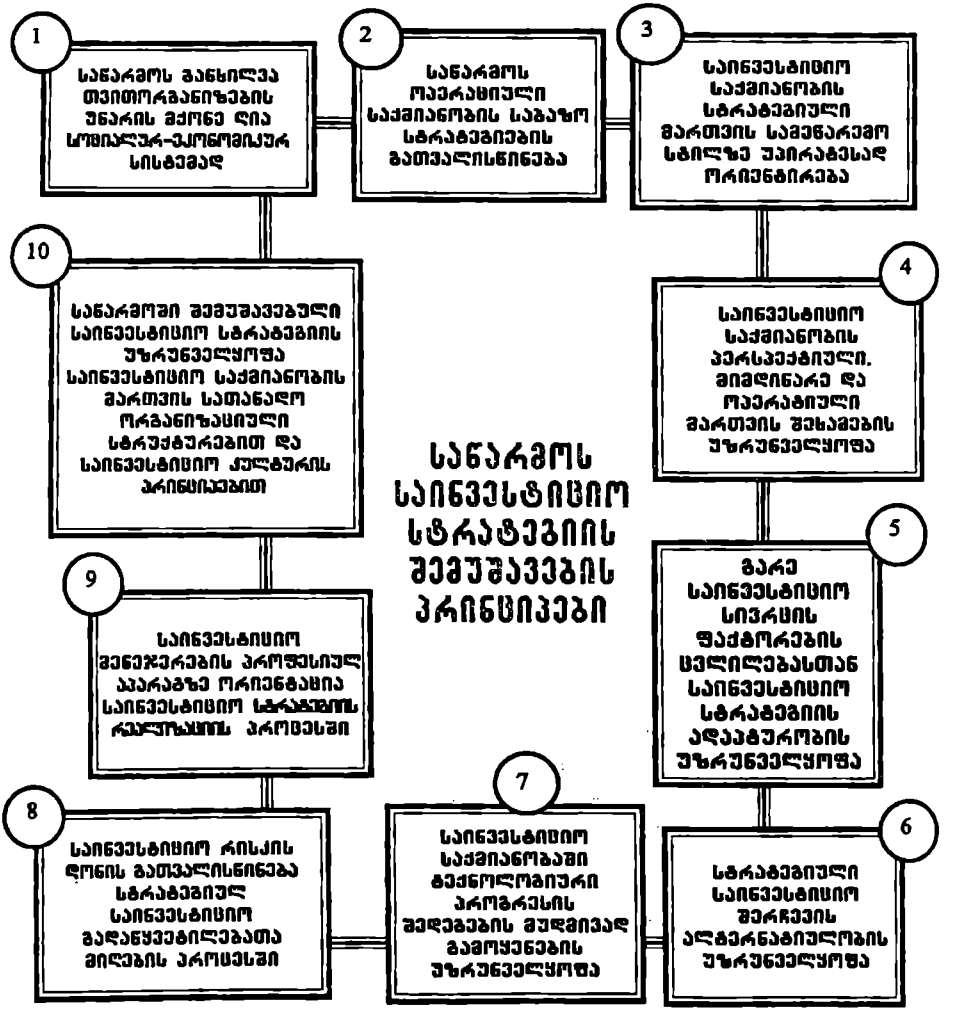
რა როლს ასრულებს საინვესტიციო სტრატეგია საწარმოს ეფექტიან განვითარებაში

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება დიდ როლს თამაშობს საწარმოს ეფექტიანად განვითარების უზრუნველყოფაში, რაც შემდეგში მდგომარეობს:

- შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგია უზრუნველყოფს მთელი საწარმოს და მისი ცალკეული სტრუქტურული ერთეულების მომგებიანი ეკონომიკური და სოციალური განვითარების გრძელვადიანი ზოგადი და საინვესტიციო მიზნების რეალიზაციის მექანიზმს;
  იგი საშუალებას გვაძლევს, რეალურად შევაფასოთ საწარმოს საინვესტიციო შესაძლებლობები, უზრუნველვყოთ მისი შიდა საინვესტიციო პოტენციალის მაქსიმალურად გამოყენება და საინვესტიციო რესურსებით აქტიურად მანევრირების შესაძლებლობა;
- იგი უზრუნველყოფს იმ ახალი და პერსპექტიული საინვესტიციო შესაძლებლობების სწრაფად რეალიზებას, რომლებიც გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების დინამიკური ცვლილებების პროცესში ჩნდებიან;
  საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება ითვალისწინებს საწარმოს მიერ არაკონტროლირებადი გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების განვითარების შესაძლო ვარიაციებს და შესაძლებლობას გვიქმნის მინიმუმამდე დავიყვანოთ მათი ნეგატიური გავლენა საწარმოს საქმიანობაზე;
  იგი ასახავს საინვესტიციო საქმიანობაში საწარმოს შედარებით უპირატესობას მისი კონკურენტების წინაშე;
- საინვესტიციო სტრატეგიის არსებობას უზრუნველყოფს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული, მიმდინარე და ოპერატიული მართვის მკაფიო ურთიერთკავშირი;
- იგი უზრუნველყოფს საინვესტიციო ქცევის შესაბამისი მენტალიტეტის რეალიზაციას საწარმოს ყველაზე უფრო მნიშვნელოვან სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებში;
  საინვესტიციო სტრატეგიის სისტემაში ყალიბდება რეალური საინვესტიციო პროექტებისა და ინვესტორების ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის ძირითადი კრიტერიული შეფასებების მნიშვნელობა;
- შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგია საწარმოს მართვის საერთო ორგანიზაციული სტრუქტურისა და ორგანიზაციული კულტურის სტრატეგიულ ცვლილებათა ერთ-ერთი საბაზისო წინაპირობაა.

35.2. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პრინციპები და თანმიმდევრობა

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავებას საფუძვლად უდევს ახალი მმართველური პარადიგმის — სტრატეგიული მართვის სისტემის პრინციპები. მათგან ის ძირითადი პრინციპები, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესში სტრატეგიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მომზადებასა და მიღებას უზრუნველყოფენ, შემდეგია (ნახ. 35.3.):



ნახ. 35.3. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ძირითადი პრინციპები

1.საწარმოს თანხილვა თვითორგანიზების უნარის მქონე ღია სოციალურ-ეკონომიკურ სისტემად

სტრატეგიული მართვის ეს პრინციპი იმაში მდგომარეობს, რომ საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების დროს საწარმოს განიხილავენ გარკვეულ სისტემად, რომელიც მთლიანადაა გახსნილი გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორებთან აქტიურად თანამოქმედებისთვის. ამგვარი თანამოქმედების პროცესში საბაზრო ტიპის ეკონომიკის პირობებში გარედან სპეციფიკური ჩარევის გარეშე საწარმოს ახასიათებს შესაბამისი სივრცითი, დროითი ან ფუნქციური სტრუქტურის შეძენის უნარი.

2.საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის საბაზო სტრატეგიების გათვალისწინება

საინვესტიციო სტრატეგიას დაქვემდებარებული ხასიათი აქვს საწარმოს ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიის მიმართ (რომლის ნაწილიც, პირველ რიგში, უზრუნველყოფს ოპერაციული საქმიანობის საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული ცვლილებები ამ შემთხვევაში მინიმუმამდეა დაყვანილი.

დაჩქარებული ზრდა. ამ ტიპის საოპერაციო სტრატეგიას, როგორც წესი, ის საწარმოები ირჩევენ, რომლებიც სასიცოცხლო ციკლის ადრეულ სტადიებზე იმყოფებიან ან ტექნოლოგიური პროგრესის გავლენით დინამიკურად განვითარებად დარგებს ეკუთვნიან. ამ შემთხვევაში საინვესტიციო სტრატეგია რთული ხასიათისაა, რადგან საჭირო ხდება საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების მაღალი ტემპების, განსხვავებული ფორმებისა და რეგიონების მიხედვით მათი დიფერსიფიკაციისა და ა.შ. უზრუნველყოფა.

შემცირება (ანუ შეკვეცა). ამ საოპერაციო სტრატეგიას უფრო ხშირად მიმართავენ სასიცოცხლო ციკლის ბოლო სტადიებზე ან საფინანსო კრიზისში მყოფი საწარმოები. იგი ეყრდნობა „ზედმეტის მოკვეთის“ პრინციპს. იგი ითვალისწინებს პროდუქციის გამოშვების მოცულობისა და ასორტიმენტის შემცირებას, ბაზრის ცალკეული სეგმენტების დატოვებას და ა.შ. ასეთ პირობებში საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგია მიმართულია ეფექტიანი დეზინვესტირებასა და შემდგომი ფინანსური სტაბილურობის განმაპირობებელი ინვესტირების ობიექტებიდან გამოთავისუფლებული კაპიტალის გამოყენების მაღალ მანევრირებაზე.

შეხამება (ანუ კომბინირება). ამგვარი საოპერაციო სტრატეგია თავის თავში აერთიანებს მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონებისა და სტრატეგიული სამეურნეო ცენტრების კერძო სტრატეგიების ზემოგანხილულ ტიპებს. იგი ახასიათებს საოპერაციო საქმიანობის ფართო დარგობრივი და რეგიონული დივერსიფიკაციის მქონე ყველაზე მსხვილ საწარმოებს (ორგანიზაციებს). შესაბამისად, მათი საინვესტიციო სტრატეგიაც სტრატეგიული მართვის ცალკეული ობიექტების ჭრილში დიფერენცირდება და ამით შემდგომში განვითარების განსხვავებულ სტრატეგიულ მიზნებს ექვემდებარება.

3.სამეწარმეო სტილზე უპირატესად ორიენტირებული საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მართვა

სტრატეგიულ პერსპექტივაში საწარმოს საინვესტიციო ქცევა ხასიათდება ზრდის ან მეწარმეობის სტილით.

საინვესტიციო ქცევის მზარდი სტილის საფუძველს შეადგენს საინვესტიციო საქმიანობის მიღწეული დონიდან სტრატეგიული მიზნების დასახვა მიღებულ სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ალტერნატიულობის მინიმიზირებით. საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებებისა და ფორმების კარდინალურად შეცვლა ხდება მხოლოდ, როგორც საწარმოს ოპერაციული სტრატეგიის ცვლილებებზე გამომახილი. საინვესტიციო ქცევის ამგვარი სტილი, ჩვეულებრივ, თავიანთი სასიცოცხლო ციკლის სიმწიფის სტადიას მიღწეული საწარმოებისათვის არის დამახასიათებელი.

საინვესტიციო ქცევის სამეწარმეო სტილის საფუძველს შეადგენს ეფექტიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა აქტიურად ძიება საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მიმართულებისა და ფორმის მიხედვით, აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესის ამა თუ იმ სტადიაზე. საინვესტიციო ქცევის ეს სტილი უკავშირდება საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მიმართულებების, ფორმებისა და მეთოდების მუდმივ ტრანსფორმაციას დასახული სტრატეგიული ამოცანების მიღწევის მთელ გზაზე, რისთვისაც ითვალისწინებენ გარე საინვესტიციო სივრცის ცვალებად ფაქტორებს.

სტრატეგიულ პერსპექტივაში საწარმოს საინვესტიციო ქცევის შზარდ სტილს ეკონომიკურ ლიტერატურაში განიხილავენ, როგორც კონსერვატორულს, სამეწარმეოს კი — როგორც დაჩქარებულ ზრდაზე ორიენტირებულ აგრესიულ სტილს. ამასთან, ეკონომისტების უმრავლესობა იმ დასკვნამდე მიდის, რომ საინვესტიციო ქცევის სამეწარმეო სტილი ყველაზე უფრო მეტად ეხამება ახალ მმართველურ პარადიგმას — სტრატეგიულ მართვას.

4. საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული, მიმდინარე და ოპერატიული მართვის შეხამების უზრუნველყოფა

სტრატეგიული მართვის კონცეფცია ითვალისწინებს იმას, რომ საწარმოსათვის შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის დაკონკრეტება საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე მართვის პროცესში ხდება საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის (საინვესტიციო პორტფელის) ფორმირების გზით. საინვესტიციო სტრატეგიისგან განსხვავებით, საინვესტიციო პროგრამის ფორმირება საშუალოვადიანი მმართველური პროცესია, რომელსაც საწარმოს სტრატეგიულ გადაწყვეტილებათა და მიმდინარე საინვესტიციო შესაძლებლობათა ფარგლებში ახორციელებენ. საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე მართვის პროცესი, თავის მხრივ, დეტალიზდება ოპერატიულ მართვაში რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციითა და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის რესტრუქტურიზაციით. ამგვარად, საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მართვის პროცესის მხოლოდ პირველი ეტაპია. ამ პროცესის ცალკეული ეტაპების ურთიერთკავშირის ფორმები 35.4 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

როგორც მოყვანილი სქემიდან ჩანს, საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება, მართალია, ძირითადად გრძელვადიან მიზნებზეა ორიენტირებული (კვადრატი IS-2), მაგრამ იმ ცალკეული სტრატეგიული მიზნობრივი ნორმატივებისა და მაჩვენებლების ფორმირებასაც მოიცავს, რომლებიც საშუალებას გაძლევენ მომდევნო საშუალო და მოკლევადიან პერიოდებში შევიმუშაოთ კონკრეტული საინვესტიციო გადაწყვეტილებები საინვესტიციო პროგრამისა და საინვესტიციო პორტფელის ჩამოსაყალიბებლად (კვადრატი IS-2), აგრეთვე, რეალური საინვესტიციო პროექტების სარეალიზაციოდ და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის სარესტრუქტურიზაციოდ (კვადრატი IS-1).

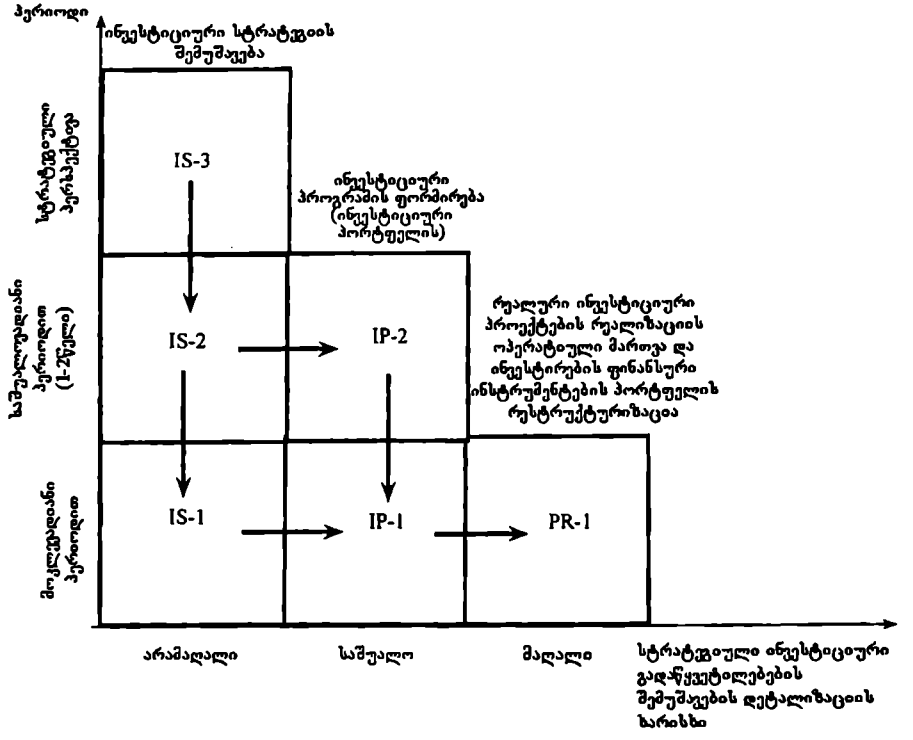
საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის (საინვესტიციო პორტფელის) ფორმირება, რომელიც საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნებზეა ორიენტირებული (კვადრატი IS-3) და საშუალოვადიანი პერიოდის სტრატეგიული მიზნების რეალიზებას ახდენს (კვადრატი IP-2), ემსახურება ძირითადი რეალური საინვესტიციო პროექტების გადარჩევას საინვესტიციო პროგრამის შესადგენად ან ფინანსური ინსტრუმენტების ძირითადი ჯგუფების შერჩევას საინვესტიციო პორტფელის შემადგენლობაში შესაყვანად (კვადრატი IP-2). იმავდროულად, განსაზღვრავენ ცალკეული რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის იმ ვადებისა და მოცულობების კონკრეტული მოკლევადიანი პერიოდების ჭრილში, რომლებიც საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნების განხორციელებაზეა ორიენტირებული (კვადრატი IP-1).

რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის რესტრუქტურიზაციის ოპერატიული მართვა (კვადრატი PR-1) საწარმოს მიერ ფორმირებულ საინვესტიციო პროგრამასა და საინვესტიციო პორტფელზე (კვადრატი IP-2) და მოკლევადიან პერიოდში მათი მართვის ამოცანებზეა (კვადრატი IP-1) ორიენტირებული და მოითხოვს ცალკეული რეალური ობიექტებისა და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ნაწილში ოპერატიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შემუშავებას, საჭიროების შემთხვევაში კი — საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის (პორტფელის) რესტრუქტურიზაციის შესახებ დებულებათა მომზადებას.

5. მარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების ცვლილებასთან საინვესტიციო სტრატეგიის ადაპტირების უზრუნველყოფა

ეს ადაპტირება რეალიზდება საწარმოს მომავალი საქმიანობისადმი იმ საერთო სიტუაციური მიდგომის სისტემაში, რომელსაც სტრატეგიული მართვის პარადიგმა განსაზღვრავს. ამ ფუძემდებლური

მიდგომის არსი ისაა, რომ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაში, მის მიმართულებებში, ფორმებში, დაგეგმვისა და კონტროლის მეთოდებში, მართვის ორგანიზაციულ სტრუქტურასა და საინვესტიციო კულტურაში მოსახდენი მთელი სტრატეგიული ცვლილებები მისი პროგნოზირებადი ან ოპერატიული რეაქციაა გარე საინვესტიციო სივრცის ამა თუ იმ ფაქტორის სათანადო ცვლილებებზე.



ნახ. 35.4. საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის სტრატეგიული მართვის პროცესის ცალკეული ეტაპების ურთიერთკავშირი

მაგალითად, თუ გარე საინვესტიციო სივრცის პროგნოზული პარამეტრები შედარებით სტაბილურია, მაშინ საწარმოს შესაძლებლობა აქვს უფრო მეტად მოახდინოს თავისი საინვესტიციო სტრატეგიის დეტალიზება და სტრატეგიული დაგეგმვისა და კონტროლის სისტემის ცენტრალიზება, ჩამოაყალიბოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის უფრო მკაცრი ორგანიზაციული სტრუქტურა. პირიქით, თუკი საპროგნოზო გარე საინვესტიციო სივრცეს ახასიათებს ძირითადი პარამეტრების არასტაბილურობა, მისი ცვლილებები კი გარკვეულ საფრთხეებს ქმნის ან ახალ საინვესტიციო შესაძლებლობებს აჩენს, მაშინ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიას უფრო მეტად ზოგადი და მოქნილი ხასიათი უნდა ჰქონდეს. იგი მართვის უფრო დეცენტრალიზებული ისეთი სტრუქტურებით უნდა იყოს უზრუნველყოფილი, რომლებიც საინვესტიციო გარემოს, ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურის და ა.შ. მიმდინარე ცვლილებებზე ოპერატიულად და ადეკვატურად რეაგირების შესაძლებლობას ქმნიან.

გარე საინვესტიციო სივრცის ცვალებად პარამეტრებთან საინვესტიციო სტრატეგიის ადაპტურობის უზრუნველყოფის პროცესში საინვესტიციო რესურსების გადანაწილების მანერი გაცილებით მეტ როლს თამაშობს ეფექტიანი საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებაში, ვიდრე ცალკეული სტრატეგიული მიმართულებებისა და ფორმების ზუსტად შესრულება.

6. სტრატეგიული საინვესტიციო შერჩევის ალტერნატიულობის უზრუნველყოფა

სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს საფუძვლად უნდა ედოს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მიმართულებების, ფორმებისა და მეთოდების ალტერნატიული ვარიანტების აქტიურად ძიება, მათგან საუკეთესოების შერჩევა, ამ საფუძველზე საერთო საინვესტიციო სტრატეგიის აგება და მისი ეფექტიანად რეალიზების მექანიზმების ფორმირება. ალტერნატიულობა საწარმოს სტრატეგიული მართვის მთელი სისტემის უმნიშვნელოვანესი განმასხვავებელი ნიშანია და უკავშირდება სტრატეგიული საინვესტიციო შერჩევის ყველა ძირითად ელემენტს — საინვესტიციო მიზნებს, საინვესტიციო პოლიტიკას საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების წყაროებს, საინვესტიციო ქცევის სტილსა და მენტალიტეტს და ა.შ.

7. საინვესტიციო საქმიანობაში ტექნოლოგიური პროგრესის შედეგების მუდმივად გამოყენების უზრუნველყოფა

საინვესტიციო სტრატეგიის ჩამოყალიბებისას უნდა ვითვალისწინებდეთ იმას, რომ საინვესტიციო საქმიანობა იმ ტექნოლოგიურ სიახლეთა დანერგვის მთავარი მექანიზმია, რომლებიც ბაზარზე საწარმოს საკონკურენციო პოზიციის გაძლიერებას უზრუნველყოფენ. ამიტომ საწარმოს სტრატეგიული განვითარების საერთო მიზნების რეალიზება მნიშვნელოვანწილადაა დამოკიდებული იმაზე, თუ რამდენად ასახავს მისი საინვესტიციო სტრატეგია ტექნოლოგიური პროგრესის მიღწეულ შედეგებს და მოერგო თუ არა იგი მისი ახალი შედეგების სწრაფად გამოყენებას.

8. საინვესტიციო რისკის ღონის გათვალისწინება სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესში

საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების პროცესში მიღებული პრაქტიკულად ყველა ძირითადი საინვესტიციო გადაწყვეტილება ამა თუ იმ ზომით ცვლის საინვესტიციო რისკის დონეს. ეს, პირველ რიგში, უკავშირდება საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევას, საინვესტიციო რესურსების ფორმირებას და საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ახალი ორგანიზაციული სტრუქტურების დანერგვას. საინვესტიციო რისკის დონე განსაკუთრებით ძლიერ მატულობს პროცენტის განაკვეთის რყეევისა და ინფლაციის ზრდის პერიოდებში. ამ დონისადმი საინვესტიციო ქცევის ამა თუ იმ მენტალიტეტთან დაკავშირებით, ყოველ საწარმოში საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესში ეს პარამეტრი დიფერენცირებულად უნდა დგინდებოდეს.

9.საინვესტიციო მენეჯერების პროფესიულ აპარატზე ორიენტაცია საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის პროცესში

იმის მიუხედავად, თუ როგორ სპეციალისტებს მოიწვევენ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის ცალკეული პარამეტრების შემუშავების მიზნით, მისი რეალიზაცია მომზადებულმა სპეციალისტებმა — საინვესტიციო მენეჯერებმა უნდა უზრუნველყონ. ისინი უნდა იცნობდნენ სტრატეგიული მართვის ძირითად პრინციპებს, რეალური საინვესტიციო პროექტების და ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის მართვის მექანიზმს, ათვისებული ჰქონდეთ სტრატეგიული საინვესტიციო კონტროლინგის მეთოდები.

10. საწარმოში შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის უზრუნველყოფა

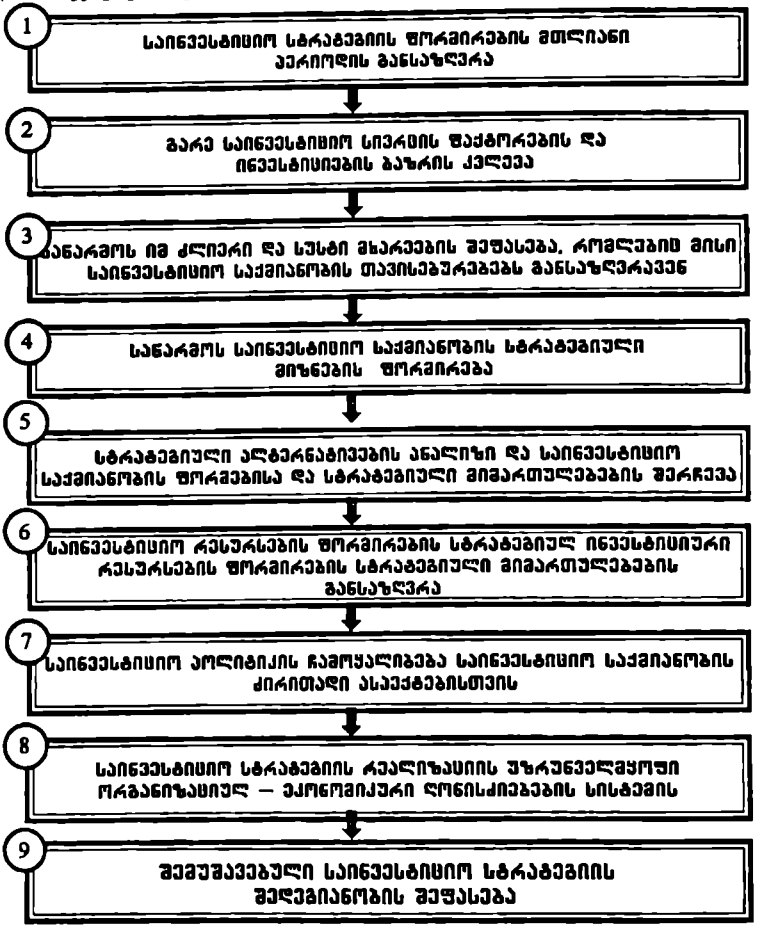
საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სათანადო ორგანიზაციული სტრუქტურებით და საინვესტიციო კულტურის პრინციპებით. საინვესტიციო სტრატეგიის ეფექტიანად რეალიზების უმნიშვნელოვანესი პირობაა მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურისა და საინვესტიციო კულტურის სათანადოდ შეცვლა. ამ მხრივ, გათვალისწინებული ცვლილებები საინვესტიციო სტრატეგიის იმ პარამეტრების შემადგენელი ნაწილი უნდა იყოს, რომლებიც მის რეალიზებადობას უზრუნველყოფენ.

საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ეტაპები

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესი შემდეგ ეტაპებად ხორციელდება (ნახ. 35.5).

პირველი ეტაპი

1. საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების მთლიანი პერიოდის განსაზღვრა. ეს პერიოდი მთელ რიგ პირობებზეა დამოკიდებული. მათგან მთავარია იმ პერიოდის ხანგრძლივობა, რომელიც საწარმოს განვითარების საერთო სტრატეგიის ფორმირებისთვისაა მიღებული. ეს იმიტომ, რომ საინვესტიციო სტრატეგიას მის მიმართ დაქვემდებარებული ხასიათი აქვს და არ შეუძლია ამ პერიოდის საზღვრებიდან გამოსვლა (საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების უფრო მოკლე პერიოდი დასაშვებია).



ნახ. 35.5. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესის ძირითადი ეტაპები

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების პერიოდის განსაზღვრის მნიშვნელოვანი პირობაა მთლიანად ეკონომიკისა და ინვესტიციების ბაზრის იმ სეგმენტების კონიუნქტურის პროგნოზირებადობა,

რომლებსაც საწარმოს მომავალი საინვესტიციო საქმიანობა უკავშირდება — ქვეყნის ეკონომიკის არასტაბილურად (ცალკეული ასპექტების მიხედვით კი — არაპროგნოზირებადი) განვითარების პირობებში ეს პერიოდი არ შეიძლება ძალიან დიდი იყოს და საშუალოდ 3 წლის ფარგლებში უნდა განისაზღვრებოდეს.

საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების პერიოდის განსაზღვრის პირობებია, ასევე, საწარმოს სიდიდე, სასიცოცხლო ციკლის სტადია, ამა თუ იმ დარგზე მისი მიკუთვნება და სხვა.

მეორე ეტაპი

გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების და ინვესტიციების ბაზრის კვლევა. ეს კვლევა განსაზღვრავს პერიოდში მათი ცვლილებების შესწავლას. გარდა ამისა, საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ამ ეტაპზე ანალიზს უკეთებენ ინვესტიციების ბაზრის კონიუნქტურასა და მის განმსაზღვრელ ფაქტორებს, ამუშავებენ კონიუნქტურის პროგნოზს ამ ბაზრის იმ ცალკეული სეგმენტების ჭრილში, რომლებიც საწარმოს მომაეალ საინვესტიციო საქმიანობას უკავშირდება.

მესამე ეტაპი

საწარმოს იმ ძლიერი და სუსტი მხარეების შეფასება, რომლებიც მისი საინვესტიციო საქმიანობის თავისებურებებს განსაზღვრავენ. ასეთი შეფასების პროცესში საჭიროა განისაზღვროს აქვს თუ არა საწარმოს იმისი საკმარისი პოტენციალი, რომ გამოიყენოს წარმოქმნილი საინვესტიციო შესაძლებლობები, აგრეთვე, თუ მისი რომელი შიდა მახასიათებლები ასუსტებენ საინვესტიციო საქმიანობის შედეგიანობას. ამ საქმიანობის განხორციელების შიდა პრობლემების დიაგნოსტიკისთვის იყენებენ საწარმოს მმართველობითი გამოკვლევის მეთოდს. ეს უკანასკნელი ეყრდნობა საწარმოს იმ ფუნქციური ზონების შესწავლას, რომლებიც საინვესტიციო პროცესის განვითარებას უზრუნველყოფენ. საინვესტიციო სტრატეგიის შესამუშავებლად რეკომენდებულია მმართველობით გამოკვლევაში შევიტანოთ შემდეგი ფუნქციური ზონები: ოპერაციული (და, შესაბამისად, საინვესტიციო) საქმიანობის მოცულობის გაფართოებისა და დივერსიფიკაციის მარკეტინგული შესაძლებლობები; საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ფინანსური შესაძლებლობები; იმ პერსონალის რიცხოვნობა, პროფესიული და კვალიფიციური შემადგენლობა, რომელიც მის შემუშავებასა და საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზებას უზრუნველყოფს; საწარმოში არსებული ის საინფორმაციო ბაზა, რომელიც ალტერნატიული სტრატეგიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მოშზადებას უზრუნველყოფს; მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურისა და საინვესტიციო კულტურის მდგომარეობა.

მეოთხე ეტაპი

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება. ამ საქმიანობის მთავარი მიზანია საწარმოს მესაკუთრეების კეთილდღეობის დონის ამაღლება და მისი საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაცია. ამავე დროს, ამ მთავარ მიზანს გარკვეული დაკონკრეტება სჭირდება საწარმოს მომავალი საინვესტიციო განვითარების ამოცანებისა და თავისებურებების გათვალისწინებით.

სტრატეგიული მიზნების სისტემამ უნდა უზრუნველყოს რეალური და ფინანსური ინვესტიციების ყველაზე უფრო ეფექტიანი მიმართულებების შერჩევა; საკმარისი მოცულობის საინვესტიციო რესურსების ფორმირება და მათი შემადგენლობის ოპტიმიზაცია; საინვესტიციო რისკების დასაშვები დონე სამეურნეო საქმიანობის განხორციელების პროცესში და ა.შ.

მეხუთე ეტაპი

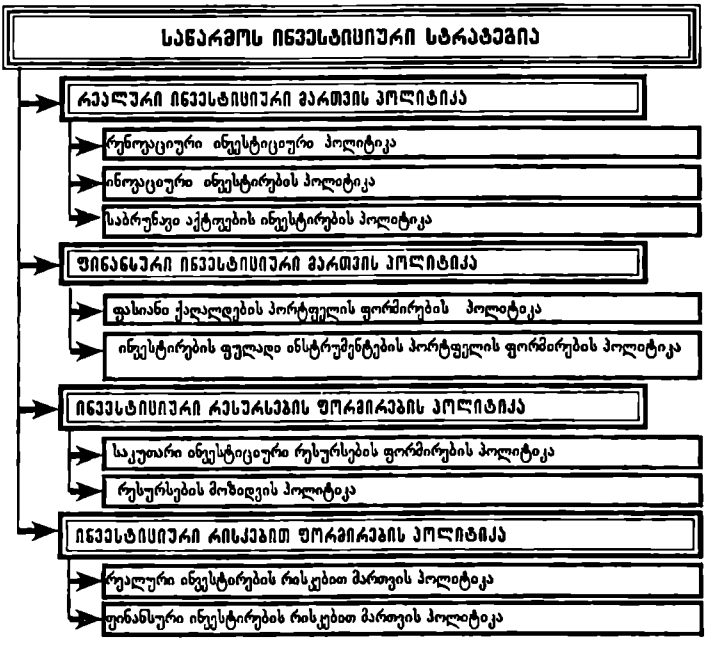
სტრატეგიული ალტერნატივების ანალიზი და საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევა. ეს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ერთ-ერთი ძირითადი ეტაპია. იგი მოიცავს დასახული სტრატეგიული საინვესტიციო მიზნების მიღწევის ალტერნატივების ძიებას და მათ სათანადო შეფასებას გარე შესაძლებლობებისა და საფრთხეების პოზიციებიდან, აგრეთვე, რეალური შიდა საინვესტიციო პოტენციალის ძიებას და მათგან ყველაზე უფრო მისაღების ამორჩევას. ალტერნატივების ასეთნაირად ძიებას და დასახული მიზნების შესაბამისი სტრატეგიის შერჩევას ახდენენ დარგობრივ და რეგიონულ ჭრილში, სტრატეგიული მართვის სხვადასხვა ობიექტებისათვის, რეალური და ფინანსური ინვესტიციებისთვის და ა.შ.

მეექვსე ეტაპი

საინვესტიციო რესურსების ფორმირების სტრატეგიულ მიმართულებათა განსაზღვრა. საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ამ ეტაპის პროცესში ახდენენ: იმ საჭირო საინვესტიციო რესურსების მთლიანი მოცულობის პროგნოზირებას, რომლებიც რეალური და ფინანსური ინვესტირების სტრატეგიული მიმართულებებისა და ფორმების რეალიზებას უზრუნველყოფენ, საინვესტიციო რესურსებზე არსებული მოთხოვნილების დიფერენცირებას სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ეტაპების მიხედვით; მათი ფორმირების წყაროების იმ სტრუქტურის ოპტიმიზებას, რომელიც საწარმოს ფინანსურ წონასწორობას უზრუნველყოფს მისი განვითარების პროცესში.

მეშვიდე ეტაპი

საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბება საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი ასპექტებისთვის. საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების ეს ეტაპი უზრუნველყოფს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნებისა და მიმართულებების ინტეგრაციას მათი რეალიზაციის ძირითად მექანიზმებთან განხილულ პერსპექტივაში.



ნახ. 35.6. ინვესტიციური პოლიტიკის ფორმირების სისტემა საწარმოს საერთო ინვესტიციური სტრატეგიის ჩარჩოში

საინვესტიციო პოლიტიკა საწარმოს საინვესტიციო იდეოლოგიისა და საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის ფორმაა საინვესტიციო საქმიანობის ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი ასპექტების ჭრილში, მისი განხორციელების ცალკეულ ეტაპებზე. მთლიანი საინვესტიციო სტრატეგიისგან განსხვავებით, საინვესტიციო პოლიტიკას აყალიბებენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მხოლოდ იმ კონკრეტული მიმართულებებისთვის, რომლებსაც ყველაზე მეტად სჭირდება ეფექტიანად მართვა ამ საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზნის მისაღწევად.

საწარმოს საფინანსო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით, საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბებას მრავალდონიანი ხასიათი შეიძლება ჰქონდეს. მაგალითად, რეალური ინვესტიციების მართვის პოლიტიკის ფარგლებში შესაძლოა შეიმუშაონ რენოვაციის პოლიტიკა და ა.შ.

საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი ასპექტებისთვის საინვესტიციო პოლიტიკის ჩამოყალიბების სისტემა 35.6 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

მეორე ეტაპი

საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის უზრუნველმყოფი ორგანიზაციულ — ეკონომიკური ღონისძიებების სისტემის შემუშავება. ამ ღონისძიებათა სისტემაში გათვალისწინებულია საწარმოში საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ახალი ორგანიზაციული სტრუქტურების ჩამოყალიბება; სხვადასხვა ტიპის „ინვესტიციების ცენტრების" შექმნა; საინვესტიციო კულტურის ახალი პრინციპების დანერგვა; სტრატეგიული საინვესტიციო კონტროლინგის ეფექტიანი სისტემის შექმნა და ა.შ.

შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასება. ეს ეტაპი ამთავრებს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესს. ხსენებულ შეფასებას ახდენენ საწარმოს მიერ დაწესებული სპეციალური ეკონომიკური და არაეკონომიკური კრიტერიუმების სისტემის მეშვეობით.

35.3. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მართვას მიზნობრიეი ხასიათი აქვს, ე.ი. ითვალისწინებს გარკვეული მიზნების დასახვასა და მიღწევას. სტრატეგიული მიზნები მკაფიოდაა გამოხატული და გრძელვადიან პერსპექტივაში საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლების, მისი კოორდინაციისა და კონტროლის, აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესის ყველა სტადიაზე მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღების საფუძველი და მძლავრი საშუალებაა.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნები მისი სტრატეგიული საინვესტიციო პოზიციის სასურველი პარამეტრებია, რომლებიც ფორმალიზებული სახითაა აღწერილი და საშუალებას გვაძლევს გრძელვადიან პერსპექტივაში მივმართოთ ეს საქმიანობა და შევაფასოთ მათი შედეგები.

რა მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს საინვესტიციო მიზნები

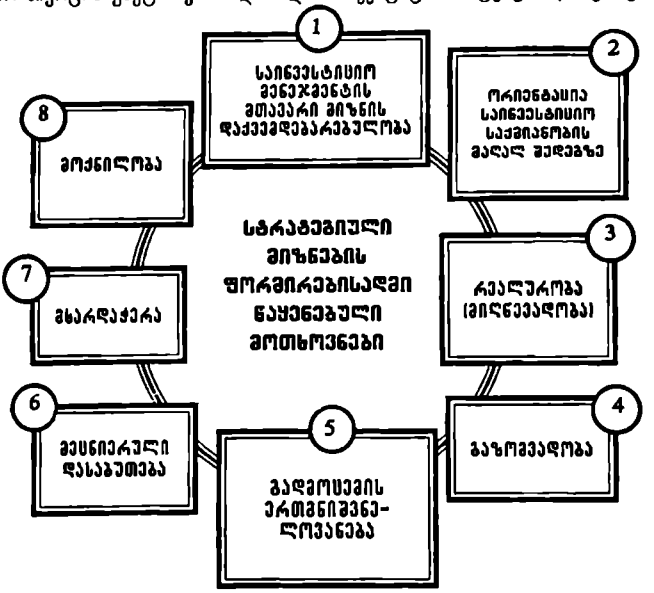
საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება გარკვეულ მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს, რომელთა შორის ძირითადია (ნახ. 35.7).

1. **საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარი მიზნის დაქვემდებარებულობა.** საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მიზნებს ამუშავებენ გრძელვადიან პერსპექტივაში საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარი მიზნის — საწარმოს მესაკუთრეების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციის — სარეალიზაციოდ. საინვესტიციო სტრატეგიის კონკრეტული მიზნების სისტემას აყალიბებენ ამ მთავარი მიზნის მხარდასაჭერად და იგი მისი თანაზომადი უნდა იყოს.

2. **ორიენტაცია საინვესტიციო საქმიანობის მაღალ შედეგზე.** თითოეულ სტრატეგიულ მიზანს უნდა ჰქონდეს საინვესტიციო მენეჯერებისათვის მასტიმულირებელი ხასიათი, იწვევდეს მისი მიღწევისკენ სწრაფვას, უზრუნველყოფდეს საწარმოს საინვესტიციო პოტენციალის ყველაზე უფრო სრულად გამოყენებას.

3. **რეალურობა (მიღწევადობა).** სტრატეგიულ საინვესტიციო მიზნების შემუშავებას, მართალია, საფუძვლად უდევს საწარმოს სტრატეგიული პოზიციის იდეალური წარმოდგენა ან სასურველი სახე,

მაგრამ საჭიროა მათი შეგნებულად შეზღუდვა რეალურად მიღწევადობის კრიტერიუმითა და გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორებისა და შიდა საინვესტიციო პოტენციალის გათვალისწინებით.



ნახ. 35.7. საწარმოს სტრატეგიული ინვესტიციური მიზნების ფორმირებისადმი წაყენებული ძირითადი მოთხოვნები

4. გაზომვადობა. ყოველი ფორმირებადი სტრატეგიული საინვესტიციო მიზანი კონკრეტული მაჩვენებლებით უნდა იყოს გამოხატული. სტრატეგიული მიზნების ფორმირების პროცესში ამ მოთხოვნის რეალიზაცია საშუალებას გვაძლევს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი პარამეტრების დაგეგმვის (ნორმირების) სისტემაში გამოვიყენოთ ისინი, დიფერენცირება მოვახდინოთ სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ინტერვალების მიხედვით, გამოვიყენოთ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის შედეგების შეფასების კრიტერიუმებად.

5. ტრაქტოვკის ერთმნიშვნელოვანება. თითოეული სტრატეგიული საინვესტიციო მიზანი ერთმნიშვნელოვნად და ნათლად გასაგები უნდა იყოს მის რეალიზაციასთან კავშირის მქონე ყველა საინვესტიციო მენეჯერისათვის. ამ მოთხოვნას უზრუნველყოფს სტრატეგიული პერიოდის ზუსტად დადგენა (ან მისი ცალკეული ინტერვალები), სტრატეგიული მართვის სხვადასხვა ობიექტის მიხედვით დიფერენციაცია, რაოდენობრივი მნიშვნელობების საზომი ერთეულების შესადარისი სისტემა და ის სხვა ფაქტორები, რომლებიც სტრატეგიული მიზნების მკაფიოდ აღქმას უზრუნველყოფენ.

6. მეცნიერულად დასაბუთება. სტრატეგიული საინვესტიციო მიზნების ფორმირების პროცესში უნდა ვითვალისწინებდეთ იმ ობიექტურ ეკონომიკურ კანონებს, რომლებიც განსაზღვრავენ საწარმოთა საინვესტიციო აქტივობის დონესა და მისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობას; ვიყენებდეთ საინვესტიციო პროცესის პარამეტრების რეალური შეფასების თანამედროვე მეთოდოლოგიურ აპარატს; განვსაზღვრავდეთ ცალკეული მიზნების ურთიერთკავშირისა და ურთიერთდამოკიდებულების სისტემას.

7. მხარდაჭერა. სტრატეგიული საინვესტიციო მიზნების სისტემა იმგვარად უნდა ავაგოთ, რომ ერთ-ერთი მათგანის რეალიზება სხვების წარმატების რეალიზებას უზრუნველყოფდეს. ამ მიზნით საჭიროა ყველა სტრატეგიული მიზნის რანჟირება მათი პრიორიტეტულობის დონის მიხედვით და მათი დაყოფა პირდაპირ და მხარდამჭერ მიზნებად.

8. მოქნილობა. ესმოთხოვნაგანსაზღვრაესსტრატეგიულისაინვესტიციომიზნებისმთელისისტემის ან ყოველი მათგანის ცალკეული რაოდენობრივი პარამეტრების კორექტირების შესაძლებლობას გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების ცვლილების გაელენით ან შიდა საინვესტიციო პოტენციალის პარამეტრების შეცვლის ზემოქმედებით. სტრატეგიული მიზნების სისტემის გარე მოქნილობამ უნდა უზრუნველყოს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობაზე ცალკეული ფაქტორების უარყოფითი ზემოქმედების მინიმიზაცია, მათმა შიდა მოქნილობამ კი — საწარმოს საინვესტიციო პოტენციალის (პირველ რიგში — საკუთარი საინვესტიციო რესურსები) გამოყენებაში სწრაფი მანევრირება.

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება, გარკვეული ნიშან-თვისებების მიხედვით, მათ წინასწარ კლასიფიცირებას მოითხოვს. საინვესტიციო მენეჯმენტის პოზიციებიდან სტრატეგიული მიზნების ამ კლასიფიკაციას შემდეგი ძირითადი ნიშან-თვისებების მიხედვით აგებენ (ნახ. 35.8.).

მოსალოდნელი ეფექტის სახეების მიხედვით

ამ ნიშნით საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნები დაყოფილია ეკონომიკურ და არაეკონომიკურ მიზნებად.

საინვესტიციო სტრატეგიის ეკონომიკური მიზნები პირდაპირ უკავშირდება საინვესტიციო შემოსავლის ფორმირებას ან განსახილველ პერიოდში საინვესტიციო საქმიანობის სხვა ეკონომიკური შედეგების მიღწევას.

საინვესტიციო სტრატეგიის არაეკონომიკური მიზნები უკავშირდება სოციალური ამოცანების გადაჭრას, ეკოლოგიური უსაფრთხოების მიღწევას, საწარმოს სტატუსისა და რეპუტაციის ამაღლებას და ა.შ. ამ სტრატეგიული ამოცანების რეალიზაცია, მართალია, პირდაპირ არ უკავშირდება საინვესტიციო მოგების მოლოდინს, მაგრამ ამ მოგების წარმოქმნაზე მათი ირიბი გავლენა საკმაოდ საგრძნობი შეიძლება იყოს.

საინვესტიციო საქმიანობის ფუნქციური მიმართულებების მიხედვით

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნები შემდეგნაირადაა დაყოფილი:

- რეალური ინვესტირების სტრატეგიული მიზნები. ამ მიზნებს განსაზღვრავენ რეალური ინვესტიციების დარგობრივი და რეგიონული მიმართულებების, მათი ძირითადი ფორმების და უმნიშვნელოვანესი საბოლოო შედეგების მიხედვით. ამ მიზნების სისტემა კავშირში უნდა იყოს საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის განვითარების სტრატეგიულ მიზნებთან.
- ფინანსური ინვესტირების სტრატეგიული მიზნები. ამ მიზნების სისტემაში განსაზღვრავენ სხვა საწარმოების აქციათა საკონტროლო პაკეტის შეძენის პერსპექტივებს და ფინანსური ინვესტირების პორტფელის ფორმირების ძირითად მიზნობრივ პარამეტრებს.

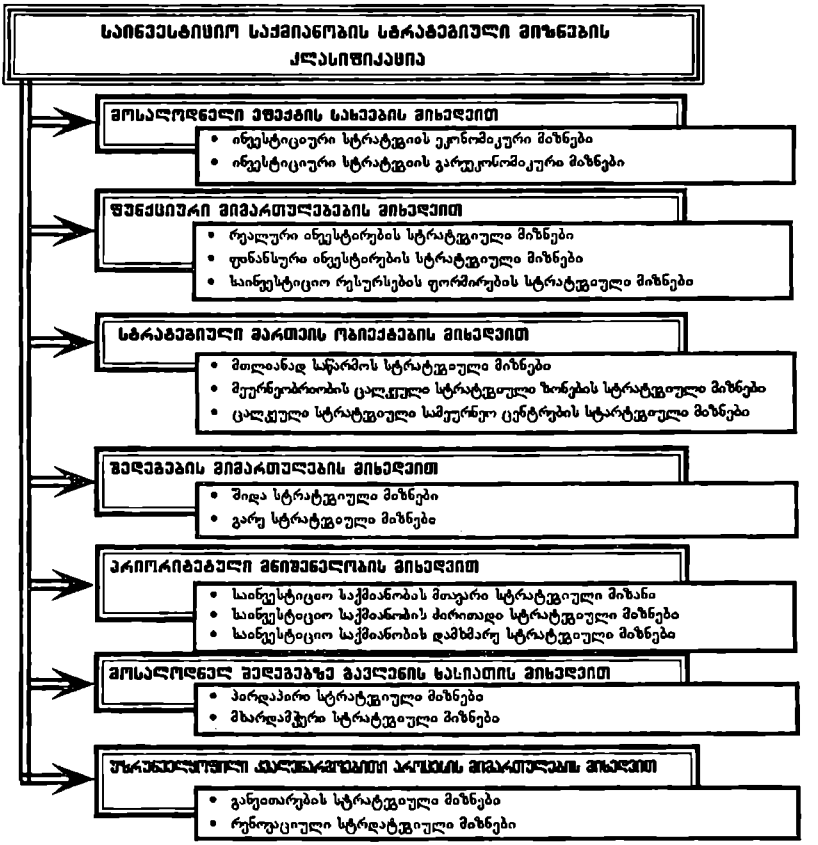
საინვესტიციო რესურსების ფორმირების სტრატეგიული მიზნები. ამ მიზნების სისტემაში, ჩვეულებრივ, განსაზღვრავენ საკუთარი საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ტემპებს, ჩამოსაყალიბებელი რესურსების სტრუქტურის და, აგრეთვე, მათი ღირებულების საშუალო-შეწონილ მიზნობრივ პარამეტრებს.

სტრატეგიული მართვის ობიექტების მიხედვით

გამოყოფენ საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნების შემდეგ ჯგუფებს:

- მთლიანად საწარმოს სტრატეგიული მიზნები. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების მთელ სისტემაში ისინი განმსაზღვრელ როლს თამაშობენ და, როგორც წესი, ძირითად ადგილს იკავებენ.
- მეურნეობრიობის ცალკეული სტრატეგიული ზონების სტრატეგიული მიზნები. ამ ჯგუფის საინვესტიციო მიზნები უკავშირდება საწარმოს სტრუქტურაში გამოყოფილი ამ ტიპის სტრატეგიული ობიექტების ეფექტიანი საქმიანობის ფორმირებას, განვითარებასა და უზრუნველყოფას.

ცალკეული სტრატეგიული სამეურნეო ცენტრების სტრატეგიული მიზნები. ეს მიზნები უკავშირდება სხვადასხვა ტიპის „პასუხისმგებლობის ცენტრების“, პირველ რიგში კი — „ინვესტიციების ცენტრების“ ფორმირებისა და განვითარების საინვესტიციო მხარდაჭერას.



ნახ. 35.8. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲨᲔᲓᲔᲒᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲛᲐᲠᲗᲣᲚᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲮᲔᲓᲕᲘᲗ

საინვესტიციო მიზნებს ყოფენ შემდეგ ორ ჯგუფად:

- შიდა სტრატეგიული მიზნები. ისინი განსაზღვრავენ საწარმოს იმ შიდა ინვესტიციების განვითარების მიმართულებებს, რომლებიც, როგორც წესი, უზრუნველყოფენ საწარმოს საოპერაციო საქმიანობის სხვადასხვა მიზნებს, პერსონალის სოციალური განვითარების ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი პრობლემების მოგვარებას და ა.შ.

  გარე სტრატეგიული მიზნები. ამ მიზნების სისტემა განსაზღვრავს საწარმოს გარე ინვესტიციების (როგორც ადგილობრივის, ისე საზღვარგარეთულის) განვითარების მიმართულებებსა და მოსალოდნელ შედეგებს.

პრიორიტეტული მნიშვნელობის მიხედვით

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მიზნებს შემდეგნაირად აჯგუფებენ:

- საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზანი. იგი, როგორც წესი, საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარი მიზნის იგივეობრივია. ამასთან, მის ფორმულირებას შესაძლოა უფრო გაშლილი ხასიათი ჰქონდეს კონკრეტული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის თავისებურებების გათვალისწინებით.
- საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სტრატეგიული მიზნები. ამ ჯგუფში შედის ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი ის სტრატეგიული მიზნები, რომლებიც უშუალოდაა მიმართული საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზნის რეალიზაციისაკენ მისი ცალკეული ასპექტების ჭრილში.
  საინვესტიციო საქმიანობის დამხმარე სტრატეგიული მიზნები. ამ ჯგუფში შედის საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა დანარჩენი ეკონომიკური და არაეკონომიკური მიზანი.

მოსალოდნელ შედეგებზე გაელვების ხასიათის მიხედვით

გამოყოფენ საინვესტიციო სტრატეგიის შემდეგ მიზნებს:

- პირდაპირი სტრატეგიული მიზნები. ისინი პირდაპირ უკავშირდება საინვესტიციო საქმიანობის საბოლოო შედეგებს. მათ ეკუთვნის მთავარი სტრატეგიული მიზანი და ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი ძირითადი სტრატეგიული მიზნები.
- მხარდამჭერი სტრატეგიული მიზნები. ამ ჯგუფის სტრატეგიული მიზნები უზრუნველყოფენ პირდაპირი სტრატეგიული მიზნების შესრულებას საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში. ამ ჯგუფის მიზნებს შეგვიძლია მოვაკუთვნოთ ახალი საინვესტიციო ტექნოლოგიების გამოყენება, საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ახალ ორგანიზაციულ სტრუქტურაზე გადასვლა, საინვესტიციო კულტურის ფორმირება და ა.შ.

ყურადღება უნდა მივაქციოთ იმას, რომ ამ ნიშნით სტრატეგიული მიზნების დაყოფას რამდენადმე პირობითი ხასიათი აქვს და მათი პრიორიტეტულობის სხვადასხვა დონეს უკავშირდება. მაგალითად, საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზნის მიმართ ყველა სხვა მიზანი მხარდამჭერ მიზნად შეგვიძლია განვიხილოთ.

საინვესტიციო საქმიანობის უზრუნველმყოფ კლასიფიკაციებით პროცესის მიმართულების მიხედვით

სტრატეგიულ მიზნებს შემდეგ ჯგუფებად ყოფენ:

- განვითარების სტრატეგიული მიზნები. მათ საინვესტიციო საქმიანობის ისეთი მიზნები ეკუთვნის, რომლებმაც საწარმოს აქტივების ან საკუთარი კაპიტალის ნამატი უნდა უზრუნველყონ (ე.ი. რომლებიც „წმინდა კაპიტალდაბანდების“ პროცესს უკავშირდებიან).
- რენოვაციული სტრატეგიული მიზნები. ამ ჯგუფის მიზნები უზრუნველყოფენ ამორტიზებული ძირითადი საშუალებებისა და არამატერიალური აქტივების თავისდროულად შეცვლას მათი მარტივი კვლავწარმოების ფარგლებში.

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების კლასიფიკაცია ზემოჩამოთვლილი ძირითადი ნიშან-თვისებებით არ შემოიფარგლება. მათი შეესება შეიძლება კონკრეტული საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების სპეციფიკის გათვალისწინებით.

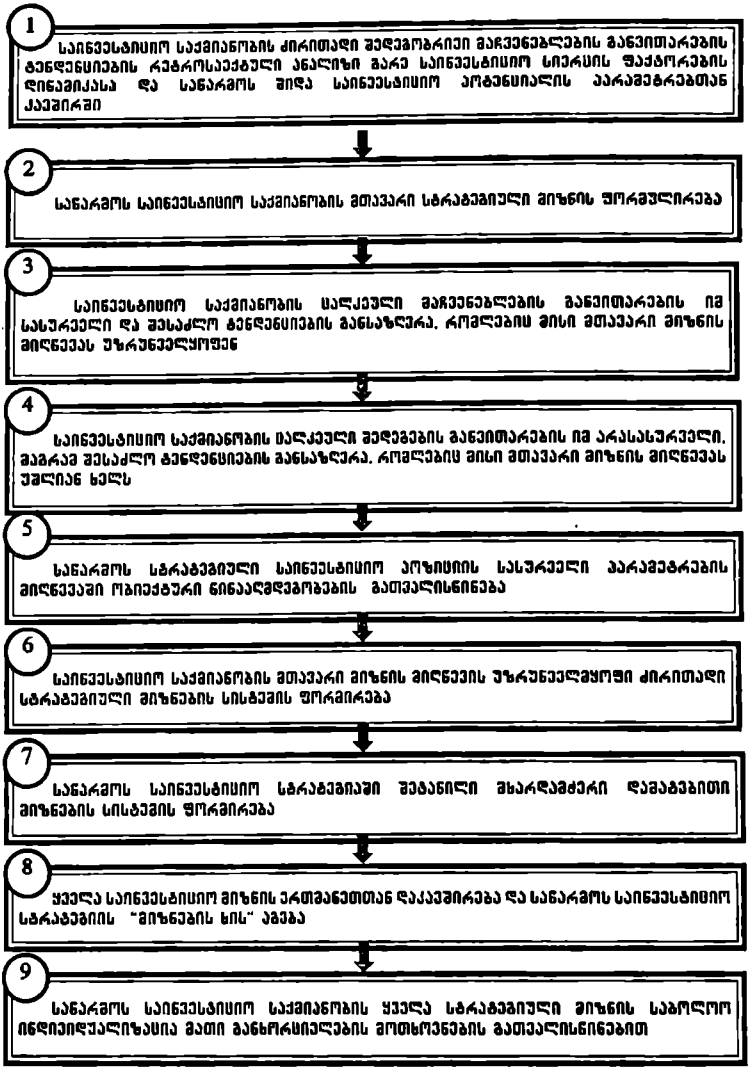
სტრატეგიული მიზნების ფორმირების პროცესის ძირითადი ეტაპები

კლასიფიკაციის განხილული პრინციპების გათვალისწინებით ყალიბდება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირების პროცესი. ეს პროცესი შემდეგ ძირითად ეტაპებად ხორციელდება (ნახ. 35.9).

განვითარების ტენდენციების რეტროსპექტული ანალიზი

საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი შედეგობრივი მაჩვენებლების განვითარების ტენდენციების რეტროსპექტული ანალიზი ხორციელდება გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების დინამიკასა და საწარმოს შიდა საინვესტიციო პოტენციალის პარამეტრებთან კავშირში. ასეთი ანალიზის მთავარი ამოცანაა საწარმოს სტრატეგიული მართვის ცალკეული ობიექტების საინვესტიციო საქმიანობის

უმნიშვნელოვანესი პარამეტრების განეითარების კანონზომიერებებისა და თავისებურებების გამოვლენა და მათზე ამა თუ იმ შიდა და გარე ფაქტორების გავლენის ზომის დადგენა. გარე საინვესტიციო სიერცის ცალკეული ფაქტორების სტაბილური მდგომარეობის დროს რეტროსპექტული ანალიზის ჩატარების პერიოდი 2-3 წლით შეიძლება შემოიფარგლოს (მისი არასტაბილურობის პირობებში ეს პერიოდი უნდა შეესაბამებოდეს დაწესებულ სტრატეგიულ პერსპექტივას).



ნახ.35.9. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიის ფორმირების ეტაპების შინაარსი და თანამიმდევრობა.

სანარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზნის ფორმულირება

ამ ეტაპზე საინვესტიციო მენეჯმენტის წინათ განხილული მთავარი მიზნის დაკონკრეტება ხდება განსაზღვრულ მაჩვენებელში და იღებს რაოდენობრივ მნიშვნელობას. მაგალითად, საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზანი შესაძლოა ამგვარად განისაზღვროს: ,,ეფექტიანი საინვესტიციო საქმიანობის ხარჯზე სტრატეგიული პერიოდის ბოლოსათვის საკუთარი კაპიტალის გაორმაგების უზრუნველყოფა".

საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მაჩვენებლების განვითარების სასურველი და შესაძლო ტენდენციების განსაზღვრა

ამ ეტაპის პროცესში ვლინდება, თუ მთავარი მიზნის რეალიზების უზრუნველმყოფი საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების რომელი ძირითადი პარამეტრები შეიძლება შეინარჩუნონ გარე და შიდა ფაქტორების მოსალოდნელი დინამიკის ხელსაყრელი პირობების ხარჯზე. ეს საშუალებას იძლევა გამოვლინდეს გარე საინვესტიციო სივრცისა და შიდა პოტენციალის განვითარების პოზიტიური გავლენა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზნის რეალიზაციის უზრუნველყოფაზე.

საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზნის მიღწევის ხელის შემშლელი ცალკეული შედეგების განვითარების არასასურველი ტენდენციების განსაზღვრა

ამ ეტაპის მთავარი ამოცანაა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზნის განხორციელებაზე ცალკეული გარე და შიდა ფაქტორების არასასიკეთო გავლენის გამოვლენა მათი მოსალოდნელი დინამიკის პროცესში. მთავარი მიზნის მიღწევის განხორციელების შესაძლო საფრთხეების ასეთი დეტერმინაცია საშუალებას იძლევა დროულად იქნას მიღებული ცალკეული ფაქტორების ნეგატიური გავლენის ნეიტრალიზაციის ზომები და ისინი შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის მიზნების სისტემაში აისახოს.

სანარმოს სტრატეგიული საინვესტიციო პოზიციის სასურველი პარამეტრების მიღწევაში ობიექტური წინააღმდეგობების გათვალისწინება

სტრატეგიული საინვესტიციო მიზნების ფორმირებისადმი თავდაპირველ მიდგომებს საფუძვლად უდევს საწარმოს სტრატეგიული საინვესტიციო პოზიციის იდეალური წარმოდგენა ან სასურველი იერსახე, მაგრამ საწარმოს სულაც არა აქვს სრული თავისუფლება იმ საინვესტიციო მიზნების შერჩევაში, რომლებიც მის იდეალურ სტრატეგიულ საინვესტიციო პოზიციას შეესაბამება. მას შეუძლია თავისუფლად შეირჩიოს საინვესტიციო იდეოლოგია, მთავარი სტრატეგიული ინვესტიციური მიზნის მაჩვენებელი და საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სტრატეგიული არაეკონომიკური მიზნების სისტემაც კი.

რა წინააღმდეგობები ელოდება სტრატეგიული ეკონომიკური მიზნების განხორციელებას სანარმოში?

რაც შეეხება ამ საქმიანობის სტრატეგიული ეკონომიკური მიზნების სისტემას, ისინი გარკვე-ული წინააღმდეგობებით ხასიათდება. მათ საწარმოს საინვესტიციო მენეჯერები ვერ აკონტროლებენ.

ერთ-ერთი ასეთი ობიექტური შეზღუდვაა საწარმოს სიდიდე. საინვესტიციო რესურსების უკმარისობა მომცრო საწარმოს არ აძლევს საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციისა და საინვესტიციო სტრატეგიის მასშტაბური მიზნების დასახვის საშუალებას. ამიტომ ამგვარი საწარმოების სტრატეგიული მიზნები, როგორც წესი, ეკონომიკური განვითარებისა და თავისდროული რენოვაციის ამოცანებს დაქვემდებარებული რეალური ინვესტირების სფეროთია შეზღუდული. ამავე დროს, მსხვილ საწარმოებს შეუძლიათ იმისი უფლება მისცენ თავს, რომ დაინახონ რეალური ინვესტირების არაეკონომიკური მიზნები, ფინანსური ინვესტირების მიზნები, საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციის მიზნები დარგობრივ და რეგიონულ ჭრილში და ა.შ.

ამასთან, საწარმოს სიდიდე ყოველთვის არაა იმ ობიექტური შეზღუდვების ერთადერთი პარამეტრი, რომელიც საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების შერჩევის მთლიან სახეს განსაზღვრავს. ყველაზე მსხვილ საწარმოსაც კი არ შეუძლია თავის სტრატეგიულ მიზნებში შეიტანოს უკლებლივ ინვესტირების მოსალოდნელი მაღალი დონის შედეგების ყველა მიმართულება და ფორმა. ამ შემთხვევაში

ობიექტურ წინააღმდეგობად გვეელინება საინვესტიციო რესურსების ის შესაძლო მოცულობა, რომელიც საწარმოს საოპერაციო პროცესის უზრუნველყოფის მოთხოვნილებათა თანაზომადია. ეს ობიექტური შეზღუდვა განხილულია „ინვესტიციების კრიტიკული მასის" კონცეფციაში, რომელიც ამ ბოლო წლებში განვითარდა. „ინვესტიციების კრიტიკული მასა" ახასიათებს საინვესტიციო საქმიანობის იმ მინიმალურ მოცულობას, რომელიც წმინდა ოპერაციული მოგების ფორმირების შესაძლებლობას აძლევს საწარმოს. ბაზრების გლობალიზაცია, ტექნოლოგიური პროგრესის ტემპების დაჩქარება, კაპიტალის ანაზღაურების ნორმის დაწევა განაპირობებს „კაპიტალის კრიტიკული მასის" მუდმივად ზრდას, რაც უცილელი შემოსაელებისას ართულებს საწარმოს ეკონომიკურ განვითარებას და ამცირებს მისი ზრდის სტრატეგიული მიზნების რაოდენობრივ პარამეტრებს.

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების განმსაზღვრელი მნიშვნელოვანი ობიექტური შეზღუდვაა სასიცოცხლო ციკლის ის სტადია, რომელშიც საწარმო იმყოფება. საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის კონკრეტულ სტადიაზე დამოკიდებულებით მისი საინვესტიციო საქმიანობის მიზნების დიფერენცირების ხასიათი ილუსტრირებულ იყო ცხრილის სახით მეორე თავში (გვ.229).

საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზნის მიღწევის უზრუნველყოფი ძირითადი სტრატეგიული მიზნების სისტემის ფორმირება

საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების სასურველი და არასასურველი ტენდენციების განსაზღვრა, აგრეთვე, საწარმოს სტრატეგიულ საინვესტიციო პოზიციის ფორმირების პროცესში ობიექტური შეზღუდვების გათვალისწინება საშუალებას იძლევა ჩამოყალიბდეს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სტრატეგიული მიზნების სისტემა. ეს სისტემა ფორმირებული უნდა იყოს მკაფიოდ და მოკლედ და კონკრეტული მაჩვენებლებით — მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივებით — ასახავდეს თითოეულ მათგანს. ამ მიზნების ჯგუფიდან (მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივებიდან) უმნიშვნელოვანესია:

- საინვესტიციო საქმიანობის მთლიანი მოცულობის ზრდის ტემპი სტრატეგიულ პერსპექტივაში (მთლიანი ან საშუალოწლიური);
- საწარმოს რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების მოცულობათა თანაფარდობა;
- მიმდინარე საინვესტიციო შემოსავლის მინიმალურად მისაღები დონე;
- ინვესტირებული კაპიტალის მატების მინიმალურად მისაღები ტემპი გრძელვადიან პერსპექტივაში;
- საინვესტიციო რისკის ზღვრულად დასაშვები დონე;
- საწაროში საინვესტიციო მიზნით მოზიდული კაპიტალის სტრუქტურა (ან ინვესტიციები თვითდაფინანსების მინიმალური დონე);

  ყველა ჩამოთვლილი მიზნობრივი ნორმატივი პირდაპირ უზრუნველყოფს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი სტრატეგიული მიზნის განხორციელებას.

საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიაში შეტანილი ხელშემწყობი დამატებითი მიზნების სისტემის ფორმირება

ამ მიზნების სისტემა უზრუნველყოფს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთელი რიგი ძირითადი სტრატეგიული მიზნების რეალიზაციას და ითვალისწინებს ამ საქმიანობის სპეციფიკას. დამხმარე მიზნები მიზნობრივ სტრატეგიული ნორმატივებითაც შეიძლება გამოისახოს. უმნიშვნელოვანეს ხელშემწყობ სტრატეგიულ საინვესტიციო მიზნებად შეიძლება დასახელდეს:

- რეალური და ფინანსური ინვესტიციების დარგობრივი დიფერსიფიკაციის გათვალისწინებული დონე;
- რეალური და ფინანსური ინვესტიციების რეგიონული დიფერსიფიკაციის გათვალისწინებული დონე;
- საწარმოს შიდა და გარე ინვესტიციების მოცულობათა თანაფარდობა.
- რეალური ინვესტირების ობიექტების ან ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ლიკვიდურობის ზღვრული დონე;
- საინვესტიციო საქმიანობის დაბეგვრის დონის მინიმიზაცია;
- იმ „ინვესტიციების კრიტიკული მასის" შენარჩუნება, რომელიც საწარმოს მდგრად ეკონომიკურ ზრდას უზრუნველყოფს;

საწარმოში ჩამოყალიბებული საინვესტიციო რესურსების საშუალო წლიური ღირებულების ზღვრული დონე;

- ინვესტიციების ის საჭირო მოცულობა (ხვედრითი წილი), რომელიც საწარმოს განვითარების არაეკონომიკური ამოცანების გადაჭრას უზრუნველყოფს.

ყველა საინვესტიციო მიზნის ერთმანეთთან დაკავშირება და სანარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის "მიზნების ხის" აგება

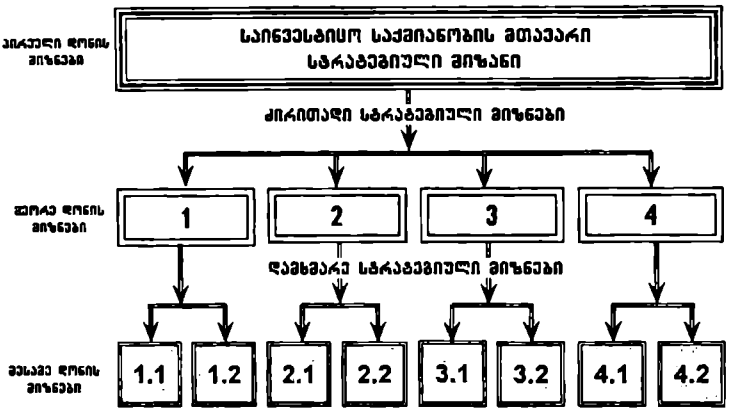
მთავარ სტრატეგიულ მიზანს, ძირითად და დამხმარე სტრატეგიულ მიზნებს ერთიან კომპლექსურ სისტემად განიხილავენ, რის გამოც საჭიროა მათი სწორად დაკავშირება ერთმანეთთან პრიორიტეტულობისა და რანგობრივი მნიშვნელობის გათვალისწინებით. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული სტრატეგიული მიზნების ასეთ იერარქიულ ურთიერთკავშირს „მიზნების ხის" საფუძველზე უზრუნველყოფენ. ამ მეთოდურ ხერხს საფუძვლად უდევს საქმიანობის სხვადასხვა მიზნის (ჩვენს შემთხვევაში — საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების) ურთიერთკავშირისა და დაქვემდებარებარების გრაფიკულად ასახვა. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის „მიზნების ხის" აგების პრინციპული სქემა 35.10 ნახაზზეა მოყვანილი.

ამ ეტაპზე ამოწმებენ ცალკეული მიზნების ფორმირების კორექტულობას მათი ურთიერთკავშირის (შეთანხმებულობის) გათვალისწინებით. საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული სტრატეგიული მიზნების რეალიზებადობის უზრუნველსაყოფად უნდა მოხდეს მათი დაკონკრეტება სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ინტერვალების მიხედვით. ამ დაკონკრეტების პროცესში უზრუნველყოფდეს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივების სისტემის წარდგენის დინამიკურობას, აგრეთვე, მათ შიდა და გარე სინქრონულობას დროში.

გარე სინქრონიზაცია ითვალისწინებს საინვესტიციო საქმიანობის შემუშავებული მიზნობრივი მაჩვენებლის დროში შეთანხმებას საწარმოს განვითარების საერთო სტრატეგიის მაჩვენებლებთა, აგრეთვე, გარე საინვესტიციო სიერცის პარამეტრების საპროგნოზო ცვლილებებთან.

შიდა სინქრონიზაცია ითვალისწინებს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივის დროში შეთანხმებას ერთმანეთს შორის.

მიზნების შემუშავებული სისტემა მომავალ პერიოდში საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის წარმატების ან წარუმატებლობის შეფასების კრიტერიუმად ელინდება.



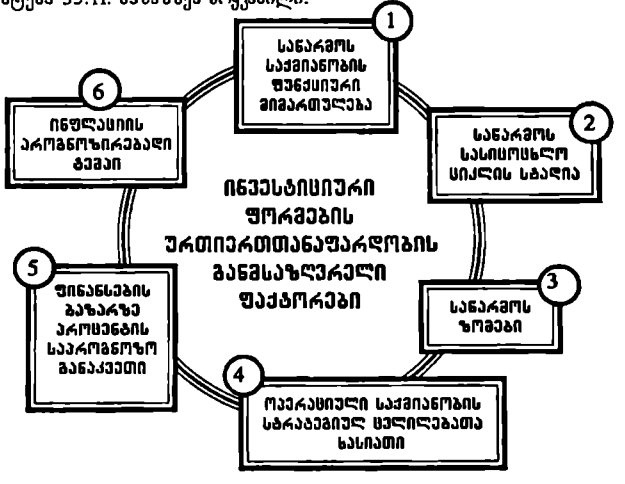
ნახ.35.10. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის „მიზნების ხის" აგების პრინციპული სქემა

35.4. საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიმართულებებისა და ფორმების დასაბუთება

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მიმართულებათა შემუშავების საფუძველია ამ საქმიანობის მიზნების სისტემა, რის პროცესშიც თანმიმდევრულად წყდება შემდეგი ამოცანები:

1. პერსპექტიული პერიოდის ცალკეულ ეტაპზე ინვესტირების ფორმების თანაფარდობის განსაზღვრა;
2. საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი მიმართულების განსაზღვრა;
3. საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონალური მიმართულების განსაზღვრა.

პერსპექტიული პერიოდის ცალკეულ ეტაპზე ინვესტირების ფორმების თანაფარდობის განსაზღვრა, პირველ რიგში, უკავშირდება ობიექტური გარე და შიდა ფაქტორების ზემოქმედებას. მათგან ძირითადი ფაქტორების სისტემა 35.11. ნახაზზეა მოყვანილი.



ნახ.35.11. საწარმოს ინვესტირების ფორმების ურთიერთდამოკიდებულების განმსაზღვრელი ძირითადი ფაქტორების სისტემა

საწარმოს საქმიანობის ფუნქციური მიმართულება

აღნიშნული ფაქტორი არსებითად ზემოქმედებს რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების თანაფარდობაზე. ინსტიტუციური ინვესტორის საწარმოები თავიანთ საინვესტიციო საქმიანობას უპირატესად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ეწევიან. მაშასადამე, მათი გრძელვადიანი საინვესტიციო საქმიანობის ძირითად ფორმად ელინდება ინვესტირება აქციებში, ობლიგაციებში, საშემნახველო სერტიფიკატებსა და სხვა საფონდო ინსტრუმენტებში. რეალური ინვესტირების ხვედრითი წილი ასეთ საწარმოებს მხოლოდ იმ ფარგლებში შეიძლება ჰქონდეთ, რომელიც კანონმდებლობითაა ნებადართული ინვესტორთა თითოეული ამ ჯგუფისათვის.

ამავე დროს, იმ საწარმოებისთვის, რომლებიც საწარმოო საქმიანობას ახორციელებენ, ინვესტირების უპირატესი ფორმა იქნება რეალური დაბანდებები (კაპიტალური დაბანდებების, პრივატიზაციის ობიექტების შეძენის და ა.შ. ფორმით). სწორედ ინვესტირების ეს ფორმა აძლევს ამ საწარმოებს ყველაზე უფრო სწრაფი ტემპებით განვითარების, პროდუქციის ახალი სახეების ათვისების, ახალი სასაქონლო და რეგიონულ ბაზრებზე შეღწევის შესაძლებლობას.

ასეთი საწარმოების ფინანსური ინვესტიციები, როგორც წესი, უკავშირდება დროებით თავისუფალი სახსრების მოკლევადიან დაბანდებებს ან მათ ცალკეული ფირმების (პარტნიორი თუ კონკურენტი ფირმების და ა.შ.) საქმიანობაზე კონტროლის (გაულენის) მიზნით ხორციელდება.

საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის სტადია

ეს ფაქტორი განსაზღვრავს სხვადასხვა ფორმის ინვესტირების განხორციელების მოთხოვნილებებსა და შესაძლებლობებს. მაგალითად, „ჟრმობისა" და „სიყმაწვილის" სტადიებზე საწარმოს მიერ განხორციელებული ინვესტიციების გადამწყვეტ ნაწილს რეალური ხასიათი აქვს; „ადრეული სიმწიფის" სტადიაზე ასევე ეს ფორმა სჭარბობს; საწარმოს მხოლოდ „საბოლოო სიმწიფის" სტადიაზე შეუძლია თავის თავს მისცეს ფინანსური ინვესტიციების ზედრითი წილის არსებითად გაფართოების უფლება.

საწარმოს ზომები

გაულენას ახდენს რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების თანაფარდობაზე, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების შესაძლო მოცულობის მეშვეობით. მცირე და საშუალო საწარმოებს ნაკლებად მიუწვდებათ ხელი სასესხო ფინანსურ რესურსებზე და გარკვეული სირთულეები აქვთ იმ „ინვესტიციების კრიტიკული მასის" ფორმირებაში, რომელიც ოპერაციული საქმიანობის რენტაბელურად განვითარებას უზრუნველყოფს. ამის გამო მცირე და საშუალო საწარმოო ორგანიზაციების საინვესტიციო საქმიანობა უპირატესად რეალურ ინვესტირებაზეა კონცენტრირებული, რაკი ფინანსური ინვესტირების განხორციელებისთვის მათ შესაბამისი რესურსები არა აქვთ. ამასთან, მსხვილ საწარმოებს ფინანსური მოქნილობის დონე (დაფინანსების გარე წყაროების ხელმისაწვდომობა) უფრო მაღალი აქვთ, რაც ფინანსური ინვესტირების უფრო ფართო მასშტაბებით განხორციელების საშუალებას აძლევს მათ.

ოპერაციული საქმიანობის სტრატეგიულ ცვლილებათა ხასიათი

განსაზღვრავს საინვესტიციო რესურსების ფორმირებისა და გამოყენების განსხვავებულ ციკლურობას, შესაბამისად კი — საინვესტიციო პროცესში მათი ამოქმედების ფორმებსაც. თანამედროვე ლიტერატურაში გამოყოფენ საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის სტრატეგიულ ცვლილებათა ორ პრინციპულ მახასიათებელს — გამუდმებულ და წყვეტილ ცვლილებებს. გამუდმებული სტრატეგიული ცვლილებები ხასიათდება ოპერაციული საქმიანობის დინამიკის შიდა ლოგიკით და უკავშირდება მისი მატების შედარებით უმნიშვნელო მოცულობებს სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ინტერვალების ჭრილში. წყვეტილი სტრატეგიული ცვლილებები ხასიათდება ზრდის ტრადიციული ვექტორიდან ოპერაციული საქმიანობის მოცულობათა არსებითი გადახრებით და ნახტომისებურად ხორციელდება.

ოპერაციული საქმიანობის გამუდმებული სტრატეგიული ცვლილებების დროს საწარმოს მიერ ფორმირებულ საინვესტიციო რესურსებს, როგორც წესი, მოიხმარენ რეალური ინვესტირების საჭიროებებზე სტრატეგიული პერიოდის ყოველი ინტერვალის ფარგლებში. ასეთ პირობებში ფინანსურ ინვესტირებას აქვს დროებით თავისუფალი საინვესტიციო რესურსების გამოყენების მოკლევადიანი ხასიათი და მცირე მოცულობებით ხორციელდება. ოპერციული საქმიანობის წყვეტილი სტრატეგიული ცვლილებების დროს საწარმოს საკმაოდ მნიშვნელოვანი მოცულობით შეუგროვდება დროებით გამოუყენებელი საინვესტიციო რესურსები და მათი გამოყენება შეუძლია როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიანი ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

ფინანსების ბაზარზე პროცენტის საპროგნოზო განაკვეთი

წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმის ფორმირების მექანიზმის მეშვეობით მოქმედებს საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების თანაფარდობაზე. პროცენტის განაკვეთის აწევა რეალურ ინვესტირებაში შესაბამისად ამცირებს წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმას, რადგან სხვა თანაბარ პირობებში ზრდის მოზიდული საინვესტიციო რესურსების ღირებულებას. ფინანსურ ინვესტირებაში შეინიშნება საპირისპირო ტენდენცია — პროცენტის განაკვეთის მატებასთან ერთად წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმა უმრავლესი ფინანსური ინსტრუმენტებისთვის იზრდება.

ᲘᲜᲤᲚᲐᲪᲘᲘᲡ ᲞᲠᲝᲒᲜᲝᲖᲘᲠᲔᲑᲐᲓᲘ ᲒᲐᲕᲚᲔᲜᲐ

გაულენას ახდენს საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების თანაფარდობაზე ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) ინფლაციისგან დაცულობის სხვადასხვა დონესთან დაკავშირებით. რეალურ ინვესტიციებს ინფლაციისგან დაცვის მაღალი დონე აქვთ, რადგან რეალური ინვესტირების ობიექტების ფასები, ჩვეულებრივ, ინფლაციის ტემპის პროპორციულად მატულობენ. ამავე დროს, ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების უმრავლესობის ინფლაციისგან დაცვის დონე ძალიან სუსტია — ინფლაციის პროცესში უფასურდება არა მარტო მოსალოდნელი საინვესტიციო მოგების სიდიდე, არამედ ინვესტირების თვით იმ ინსტრუმენტების ღირებულებაც, რომლებიც შემდგომში უნდა დაიფაროს. შესაბამისად, ინფლაციის ტემპების საპროგნოზო ზრდა ამაღლებს რეალური ინვესტირების ხვედრით წილს მაშინ, როდესაც მათი კლება გააქტიურებს საწარმოს ფინანსურ ინვესტირებას.

სტრატეგიული პერიოდის ცალკეულ ეტაპებზე რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების სტრატეგიული შერჩევის ალტერნატიულობა შეიძლება განსაზღვროს სოციალურმა, ეკოლოგიურმა, იმიჯთან დაკავშირებულმა და სხვა ინსტიტუციურმა ფაქტორებმა.

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲓᲐᲠᲒᲝᲑᲠᲘᲕᲘ ᲛᲘᲛᲐᲠᲗᲣᲚᲔᲑᲘᲡ ᲡᲢᲠᲐᲢᲔᲒᲘᲘᲡ ᲨᲔᲛᲣᲨᲐᲕᲔᲑᲐ

ამ ფაქტორების გათვალისწინებით, ინვესტირების სხვადასხვა ფორმების თანაფარდობის დიფერენცირებას სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ინტერვალების მიხედვით ახდენენ.

საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი მიმართულების განსაზღვრა საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ყველაზე უფრო რთული ამოცანაა. იგი მოითხოვს საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირებისადმი ეტაპობრივ მიდგომას საწარმოს ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიასთან კავშირში.

ᲞᲘᲠᲕᲔᲚᲘ ᲔᲢᲐᲞᲘ

პირველ ეტაპზე იკვლევენ საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი კონცენტრაციის ან დივერსიფიკაციის მიზანშეწონილობას. საწარმოს საქმიანობის საწყისი ეტაპები, როგორც წესი, უკავშირდება მის კონცენტრაციას იმ რომელიმე ერთ დარგზე, რომელსაც ყველაზე უფრო კარგად იცნობენ ინვესტორები. დასავლეთის პრაქტიკის განხილვა გვიჩვენებს, რომ ყველაზე უფრო იღბლიანმა ბევრმა ინვესტორმა დიდ კეთილდღეობას მიაღწია კონცენტრაციის სტრატეგიის გამოყენებით, ე.ი. მონოდარგობრივი საქმიანობის ფარგლებიდან გამოუსვლელად. ამის ყველაზე უფრო ნათელ მაგალითებს გვაძლევს ცალკეული სახის მეცნიერებატევადი პროდუქციის (კომპიუტერული პროგრამები და სხვა) ან იმ პროდუქციის წარმოება, რომლებიც მომხმარებელთა ფართო წრის ახალ მოთხოვნილებებს აკმაყოფილებს. ამასთან აღსანიშნავია, რომ ამ სტრატეგიის გამომყენებელ ინვესტორებს შორის გაკოტრების ყველაზე უფრო მეტი შემთხვევა შეინიშნება. ეს იმიტომ, რომ კონცენტრაცია საინვესტიციო რისკების იმაზე უფრო მაღალ დონეს უკავშირდება, ვიდრე ამისი უფლება შეიძლება მისცეს თავის თავს მრავალმა ინვესტორმა.

დარგობრივი კონცენტრაციის სტრატეგიის გამოყენება (თუკი რისკის მაღალი დონის მიუხედავად, მას მაინც აირჩევს ინვესტორი) საწარმოს სასიცოცხლო ციკლი მხოლოდ პირველ სამ სტადიაზე შეიძლება, რადგან ხელსაყრელ პირობებში მან შეიძლება განაპირობოს წარმოების განვითარების ან კაპიტალის მატების ყველაზე მაღალი ტემპები. სასიცოცხლო ციკლის მომდევნო სტადიებზე საქონელზე (მომსახურებაზე) მომხმარებელთა ძირითადი კონტიგენტის მოთხოვნილების დაკმაყოფილებასთან ერთად მას საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დივერსიფიკაციის სტრატეგია შეცვლის.

ᲛᲔᲝᲠᲔ ᲔᲢᲐᲞᲘ

მეორე ეტაპზე იკვლევენ საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დივერსიფიკაციის ამა თუ იმ ფორმის მიზანშეწონილობას დარგების გარკვეული ჯგუფების ფარგლებში. ეს შეიძლება იყოს სასოფლო — სამეურნეო წარმოების, კვების მრეწველობის, ტრანსპორტის და ა.შ. დარგები. ამგვარი დარგობრივი დივერსიფიკაცია შესაძლებლობას უქმნის ინვესტორს უფრო ფართოდ გამოიყენოს მარკეტინგის,

საწარმოს ტექნოლოგიებისა და სხვა სფეროებში დაგროვილი გამოცდილება და გაზარდოს ინვესტირების ეფექტიანობა. გარდა ამისა, დარგობრივი დიფერსიფიკაციის გამოყენება ასეთ შეზღუდულ ფარგლებშიც კი არსებითად ამცირებს საინვესტიციო რისკების დონეს.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დიფერსიფიკაცია დარგების გარკვეული ჯგუფის ფარგლებში უკავშირდება „მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონების" ფორმირებას (იგი ხორციელდება კომპანიის ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიის შემუშავების პროცესში). მეურნეობრიობის სტრატეგიული ზონა მთლიანად აგებს პასუხს კონკურენტუნარიანი პროდუქციის ასორტიმენტის შემუშავებაზე, ეფექტიან საგამსაღებლო სტრატეგიაზე და ამის უზრუნველმყოფ საინვესტიციო სტრატეგიაზე.

ამასთან, საინვესტიციო საქმიანობის ამ სტრატეგიასაც აქვს ნაკლოვანებები. მთავარი მათ შორის ისაა, რომ გარკვეული ჯგუფის სასიცოცხლო ციკლი აქვთ, რაც აძლიერებს საინვესტიციო რისკს, განსაკუთრებით – ეკონომიკის ტრადიციულ დარგებში. გარდა ამისა, ასეთი დარგების პროდუქციაზე, ჩვეულებრივ, მოქმედებს დროში ერთგვაროვანი კონიუნქტურული ციკლები, რაც კიდევ უფრო აძლიერებს საინვესტიციო რისკს ცალკეულ არახელსაყრელ პერიოდებში. ამიტომ დარგების გარკვეული ჯგუფის ფარგლებში საინვესტიციო საქმიანობის დიფერსიფიკაციის სტრატეგიის გამოყენება ეფექტიანია მხოლოდ საქონლის შესაბამისი ბაზრების კონიუნქტურის სწორი პროგნოზის დროს.

მესამე ეტაპი

მესამე ეტაპზე იქცევენ საინვესტიციო საქმიანობის დიფერსიფიკაციის ამა თუ იმ ფორმის მიზანშეწონილობას ერთმანეთთან კავშირის არმქონე დარგების ჯგუფების ჭრილში. ამგვარი სტრატეგიის გამოყენების საჭიროებას ის განაპირობებს, რომელიც ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე ქმნის თვის საქმიანობას. ტრადიციულად შერჩეული დარგები (ცალკეულად ან გარკვეული ჯგუფების ფარგლებში) აფერხებენ პერსპექტიული განვითარების ტემპებს, ინვესტიციებიდან მაღალი უკუგების მიღებას, ზოგჯერ კი განაპირობებენ სტრატეგიულ სისუსტეს კონკურენტებთან ბრძოლაში. განვითარების ახალი შესაძლებლობების უზრუნველყოფა ასეთი წარმოებისთვის შესაძლებელია დარგების სხვა ალტერნატიულ ჯგუფებში ინვესტირებისას.

საინვესტიციო საქმიანობის ამგვარი დიფერსიფიკაციის განხორციელების პირობად გვევლინება, ე.წ. „მეურნეობრიობის სტრატეგიული ცენტრების" ფორმირება, რომელთა შემადგენლობაშიც მეურნეობრიობის რამდენიმე სტრატეგიული ზონა შეჰყავთ (მეურნეობრიობის ასეთი სტრატეგიული ცენტრების სისტემა პირველად აამოქმედეს ამერიკის ფირმა „ჯენერალ ელექტრიკში", რამაც საინვესტიციო და სამეურნეო საქმიანობის ეფექტიანობის მნიშვნელოვნად ამაღლების შესაძლებლობა მისცა მას). მეურნეობრიობის სტრატეგიული ცენტრი მთლიანად აყალიბებს თვის საინვესტიციო სტრატეგიას, რომელიც კომპანიის საინვესტიციო სტრატეგიის დამოუკიდებელი შემადგენელი ელემენტია. სასიცოცხლო ციკლის სხვადასხვა სტადიისა და პროდუქციაზე კონიუნქტურის დროში განსხვავებული რყევების მქონე დარგების შერჩევის ხარჯზე არსებითად მცირდება საინვესტიციო რისკების დონე.

საინვესტიციო სტრატეგიის დარგობრივი მიმართულების შემუშავების მეორე და მესამე ეტაპების პროცესში განხორციელებული საინვესტიციო საქმიანობის დიფერსიფიკაცია იძლევა სინერგიზმის ეფექტს, რომლის დროსაც საწარმოს პოლიდარგობრივი საქმიანობის მთლიანი ეფექტი გაცილებით მეტია, ვიდრე მისი ცალკეული დარგობრივი ქვედანაყოფების ეფექტი. სინერგიზმის ეფექტის მისაღებად საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დიფერსიფიკაციის პროცესში შეუძლია გამოიყენოს შემტევი საინვესტიციო სტრატეგია, როცა ინვესტირების ობიექტების მოძიების კრიტერიუმად დარგების კონგლომერატის მომავალ უპირატესობებს იყენებენ, ან დამცავი საინვესტიციო სტრატეგია, როცა ინვესტირების ობიექტების ძიება ცალკეული დარგობრივი წარმოებების სისუსტეების აღმოფხვრისკენაა მიმართული.

ამგვარად, საინვესტიციო საქმიანობის დარგების შერჩევას უკავშირდება ორი პრინციპული საინვესტიციო სტრატეგია — კონკურენტული და პორტფელური. პირველმა უნდა უზრუნველყოს

საინვესტიციო მოგების მაქსიმიზება ერთი დარგის ფარგლებში, მეორემ კი — დარგთაშორისი მიმართულების ქვედანაყოფების სწორად შეხამების ხარჯზე (საინვესტიციო რისკის დონის შემცირების პარალელურად).

საინვესტიციო სტრატეგიის დარგობრივი დიფერსიფიკაცია

საინვესტიციო სტრატეგიის დარგობრივ დიფერსიფიკაციას ახორციელებენ ცალკეული დარგების (ან მათი ჯგუფების) საპროგნოზო განვითარების წინასწარ შეფასების გათვალისწინებით. ამგვარი შეფასების სანიმუშო ფორმა 35.1 ცხრილშია მოყვანილი.

შეფასების მოყვანილი ფორმა გამარტივებულია, მაგრამ იგი ხელმისაწვდომია ნებისმიერი საწარმოსთვის, რადგან მას ექსპერტების როლში მყოფი საკუთარი ან მოწვეული საინვესტიციო მენეჯერები ახორციელებენ. დარგობრივი დიფერსიფიკაციის მიმართულებათა შემუშავებისთვის უფრო საიმედო მონაცემებს იძლევა ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის გაღრმავებულად შეფასება, რაც გულისხმობს მათ ინტეგრალურ დახასიათებას პერსპექტიული განვითარების, შემოსავლიანობის დონისა და ინვესტიციების რისკის პოზიციებიდან.

ცალკეული დარგების პროგნოზირებადი განვითარების შეფასების ფორმები. ინვესტიციური სტრატეგიის დარგობრივი დივერსიფიკაციის განსაზღვრის დროს

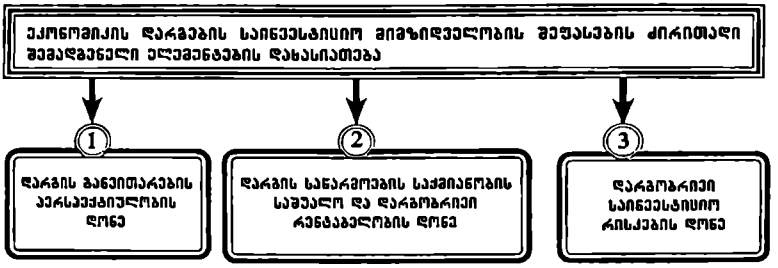
ცხრილი 35.1

დარგის შეფასების პარამეტრები (დარგების ჯგუფები)	დარგის შეფასების პარამეტრები (დარგების ჯგუფები) 5-დან +5-მდე
	-5-დან .+5-მდე
1. განვითარების პერსპექტიულობის დონე სასიცოცხლო ციკლის გათვალისწინებით	დაბალი - - - - მაღალი
2. ეკონომიკურ დაცემასთან სიმყარის ხარისხი	დაბალი - - - - მაღალი
3. პროდუქციაზე მოთხოვნის გადაჭრების დონე	მაღლდება - - - - მცირდება
4. განვითარების სახელმწიფო მხარდაჭერის ხარისხი (საკრედიტო, საგადასახადო, სარსურსო და ა.შ.)	მცირდება - - - - მაღლდება
5. კონკურენციის დონე	მაღლდება - - - - მცირდება
6. პროდუქციაზე ფასების სახელმწიფო რეგულირების დონე	მაღლდება - - - - მცირდება
7. მიმდინარე დანახარჯებისა და მოგების ნორმის სახელმწიფო რეგულირების დონე	მაღლდება - - - - მცირდება
8. სანედლეულო რესურსებით უზრუნველყოფის საიმედოობა	მცირდება - - - - მაღლდება
9.გამოყენებული ტექნიკის და ტექნოლოგიის პროგრესულობა	დაბალი - - - - მაღალი
10. ინვესტიციების ეფექტიანობის ზრდაზე მოქმედი სხვა უარყოფითი ფაქტორები	მაღლდება - - - - მცირდება
ბალების ჯამი	
შეფასების ინტენსიობის შკალის მიხედვით საშუალო ბალი (ბალების ჯამი : 10)	

ეკონომიკის ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის კვლევას ამჟამად მეტად იშვიათად ახდენენ და მისი განხორციელების ერთიანი მეთოდური პრინციპები ჯერ შემუშავებული არაა. ამიტომ ქვემოთ მოგვყავს ასეთი შეფასების ავტორისეული კონცეფცია. იგი ეყრდნობა ეკონომიკის ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის იმ კვლევათა ჩატარებას, რომლებიც მთელი რიგი საინვესტიციო კომპანიების შეკვეთით იყო შესრულებული.

საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი ელემენტები

ეკონომიკის ცალკეული დარგების (ქვედარგების) საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება შემდეგი ძირითადი ელემენტების მიხედვით ხორციელდება (ნახ. 35.12.).



ნახ. 35.12. ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი შემადგენელი ელემენტების დახასიათება

თითოეული ჩამოთვლილი ელემენტი, რომლებსაც შეფასების ჩატარების სინთეზურ (აგრეგირებულ) შედეგებად განიხილავენ, კონკრეტულ ანალიტიკურ შეფასებით მონაცემებსა და ექსპერტულ შეფასებებს ეყრდნობა.

დარგის განვითარების პერსპექტიულობის დონე

თითოეული ჩამოთვლილი ელემენტი, რომლებსაც შეფასების ჩატარების სინთეზურ (აგრეგირებულ) შედეგებად განიხილავენ, კონკრეტულ ანალიტიკურ შეფასებით მონაცემებსა და ექსპერტულ შეფასებებს ეყრდნობა.

დარგის განვითარების პერსპექტიულობის დონეს შემდეგი ძირითადი მაჩვენებლებისა და მახასიათებლების საფუძველზე აფასებენ;

- დარგის მნიშვნელობა ქვეყნის ეკონომიკაში. ამ მაჩვენებლის რაოდენობრივ შეფასებას შეადგენს დარგის პროდუქციის ფაქტიური და საპროგნოზო ხვედრითი წილები ქვეყნის მშპ-ში ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნის გათვალისწინებით;
  დარგის მდგრადობა ეკონომიკური ვარდნის მიმართ. ამ მდგრადობის დონეს განსაზღვრავენ პროდუქციის დარგობრივი წარმოების დინამიკისა და ქვეყნის მშპ-ის დინამიკის თანაფარდობის ანალიზის საფუძველზე;
- დარგის სოციალური მნიშვნელობა. მას ახასიათებენ დარგში დასაქმებულ მუშაკთა რაოდენობითა და მათი ხვედრითი წილით ქვეყანაში დასაქმებული მოსახლეობის მთლიან რაოდენობაში;
  საკუთარი ფინანსური რესურსებით დარგის განვითარების უზრუნველყოფა. ასეთი შეფასებისათვის იყენებენ იმ კაპიტალურ დაბანდებათა მოცულობისა და ხვედრითი წილის მონაცემებს, რომლებსაც დარგის საწარმოთა საკუთარი ფინანსური რესურსების ხარჯზე ახორციელებენ; საკუთარი კაპიტალის ხვედრით წილს დარგის საწარმოების მიერ გამოყენებული კაპიტალის მთელ მოცულობაში და სხვა;
- დარგის განვითარების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერის დონე. ამ მაჩვენებლის რაოდენობრივ შეფასებას შეადგენს მონაცემები დარგში სახელმწიფოს კაპიტალური დაბანდებების მოცულობის შესახებ; დარგის საწარმოთა შეღავათიანი სახელმწიფო დაკრედიტების მოცულობის შესახებ; დარგის საწარმოების საქმიანობასთან დაკავშირებული საგადასახადო შეღავათების სისტემის შესახებ და ა.შ.

დარგის სასიცოცხლო ციკლის სტადია. ასეთ შეფასებას ახორციელებენ ეკონომიკის მხოლოდ იმ

დარგებისთვის (ქვედარგებისთვის), რომელთა განვითარება სასიცოცხლო ციკლის ცალკეული სტადიების მიხედვით ხდება (ცალკეულ დარგებსა და ქვედარგებს, მაგალითად, სასოფლო-სამეურნეო წარმოებას არა აქვს ციკლური განვითარების ხასიათი). დარგის სიცოცხლის ციკლის კონცეფციის შესაბამისად, იგი შემდეგი ხუთი სტადიისაგან შედგება: დაბადება, ზრდა, გაფართოება, სიმწიფე, დაბერება.

დარგის სანარმოეპის საქმიანობის საშუალოდარგობრივი რენტაბელობის დონე

დარგის საწარმოების საქმიანობის საშუალოდარგობრივი რენტაბელობის დონეს აფასებენ შემდეგი კოეფიციენტების საფუძველზე:

- აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი, მისი მეშვეობით მსჯელობენ საწარმოს აქტივების მიერ მოგების გენერირების შესახებ მათი საქმიანობის დარგობრივი სპეციფიკის გათვალისწინებით;

საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტი. იგი პრიორიტეტულია ამ ჯგუფის მაჩვენებელთა განხილულ სისტემაში, რადგან საშუალებას გვაძლევს ვიმსჯელოთ ინვესტიციების მომგებიანობის საშუალოდარგობრივი დონის შესახებ.

პროდუქციის რეალიზაციის რენტაბელობის კოეფიციენტი. ეს მაჩვენებელი წარმოდგენას გვიქმნის დარგის მოგების ნორმაზე მისი პროდუქციის საშუალო ფასების შემადგენლობაში;

მიმდინარე ხარჯების რენტაბელობის კოეფიციენტი. ამ მაჩვენებლის გამოყენება წარმოდგენას გვაძლევს პროდუქციის ფასების დიაპაზონის ფორმირების პოტენციურ შესაძლებლობებზე მისი წარმოებისა და რეალიზაციის ხარჯების ჩამოყალიბებული დონის პოზიციებიდან.

დინამიკაში ამ მაჩვენებლების მნიშვნელობათა დიდი ვარიაციულობის გათვალისწინებით, რაც თანამედროვე ეტაპზე საწარმოთა განვითარების ეკონომიკური პირობების არასტაბილურობითაა გამოწვეული, ამ მაჩვენებლებს მთელი რიგი წლების მანძილზე ანგარიშობენ და სწავლობენ.

დარგობრივი საინვესტიციო რისკების დონე

დარგობრივი საინვესტიციო რისკების დონეს შემდეგი მაჩვენებლების საფუძველზე ანგარიშობენ:

- საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის საშუალო დარგობრივი მაჩვენებლის ვარიაციის კოეფიციენტი საანალიზო პერიოდის ცალკეული წლების მიხედვით. ეს მაჩვენებელი დინამიკაში საინვესტიციო რისკის დონის ტრადიციული საზომია;

რენტაბელობის მაჩვენებლების ვარიაციის კოეფიციენტი დარგის ცალკეული საწარმოს ჭრილში. იგი ახასიათებს საფინანსო (საინვესტიციო) რისკების დონის რყევების შიდადარგობრივ დიაპაზონს;

დარგში არსებული კონკურენციის დონე. ამ მაჩვენებელს რაოდენობრივად ახასიათებს იმ საწარმოების რიცხვი, რომლებიც მოცემულ დარგში ფუნქციონირებენ (სხვა დარგებთან შედარებით), აგრეთვე, იმ საწარმოების რაოდენობა, რომლებსაც მონოპოლური მდგომარეობა უკავიათ ბაზარზე (პროდუქციის რეალიზაციის ხვედრითი წილის კრიტერიუმით);

დარგის პროდუქციის ფასების საინფლაციო მდგრადობის დონე. ასეთი შეფასება შეგვიძლია მოვიღოთ, თუკი დარგის პროდუქციის ფასების დონის დინამიკის მაჩვენებლებს შევუდარებთ მთლიანად ქვეყანაში საბითუმო ფასების ინდექსის ან ინფლაციის ინდექსის დინამიკასთან;

დარგში სოციალური დაძაბულობის დონე. ამაზე მსჯელობის შესაძლებლობას გარკვეულწილად გვიქმნის დარგის მუშაკთა ხელფასის საშუალო დონის მაჩვენებლის შედარება ქვეყანაში საარსებო მინიმუმის რეალურ დონესთან.

ჩამოთვლილი სამი ელემენტის (სინთეზური შეფასებითი მახასიათებლის) და საინვესტიციო მიმზიდველობის საერთო მახასიათებელში, მათი რანგობრივი მნიშვნელობის საფუძველზე, ანგარიშობენ ეკონომიკის ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის დონის ინტეგრალურ მაჩვენებლებს.

პირველ ეტაპზე ანგარიშობენ დარგების რანგობრივ მნიშვნელობას მათი შეფასების ყოველი ელემენტის მიხედვით. ასეთი შეფასების პროცესში დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის ცალკეული

ელემენტების დასახასიათებლად გამოყენებულ ყველა ანალიტიკურ მაჩვენებელს თანაბარი მნიშვნელობის მქონედ განიხილავენ (საჭიროების შემთხვევაში თითოეული ამ ანალიტიკური მაჩვენებლის მნიშვნელობა შეიძლება დიფერენცირებული იყოს საექსპერტო შეფასების საფუძველზე). შეფასების ყოველი ელემენტის მიხედვით, დარგის რანგობრივ მნიშვნელობას ანგარიშობენ როგორც მის საშუალო რანგობრივ მნიშვნელობას ამ ელემენტში შემავალი ყველა ანალიტიკური მაჩვენებლის მიხედვით.

მეორე ეტაპზე, თითოეული ელემენტის მიხედვით, დარგის რანგობრივი მნიშვნელობის საფუძველზე, ანგარიშობენ მათი საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ინტეგრალურ რანგობრივ მაჩვენებელს.

დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური მაჩვენებლების გაანგარიშების ეტაპები

პირველ ეტაპზე ანგარიშობენ დარგების რანგობრივ მნიშვნელობას მათი შეფასების ყოველი ელემენტის მიხედვით. ასეთი შეფასების პროცესში დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის ცალკეული ელემენტების დასახასიათებლად გამოყენებულ ყველა ანალიტიკურ მაჩვენებელს თანაბარი მნიშვნელობის მქონედ განიხილავენ (საჭიროების შემთხვევაში თითოეული ამ ანალიტიკური მაჩვენებლის მნიშვნელობა შეიძლება დიფერენცირებული იყოს საექსპერტო შეფასების საფუძველზე). შეფასების ყოველი ელემენტის მიხედვით, დარგის რანგობრივ მნიშვნელობას ანგარიშობენ როგორც მის საშუალო რანგობრივ მნიშვნელობას ამ ელემენტში შემავალი ყველა ანალიტიკური მაჩვენებლის მიხედვით.

მეორე ეტაპზე, თითოეული ელემენტის მიხედვით, დარგის რანგობრივი მნიშვნელობის საფუძველზე, ანგარიშობენ მათი საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ინტეგრალურ რანგობრივ მაჩვენებელს.

იმის გათვალისწინებით, რომ შეფასების ცალკეული ელემენტები სხვადასხვა როლს თამაშობენ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღებაში, ახდენენ მათი მნიშვნელობის დიფერენცირებას საექსპერტო გზით. ამ გზით (მთელი რიგი საინვესტიციო კომპანიების საინვესტიციო მენეჯერების გამოკითხვის საფუძველზე) ეკონომიკის ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის ეკონომისტების მიერ ჩატარებული შეფასების პროცესში ინტეგრალური რანგობრივი მაჩვენებლის ანგარიშის დროს დადგინდა ცალკეული ელემენტების შემდეგი მნიშვნელობა:[1]

დარგის განვითარების პერსპექტიულობის დონე — 20%;

დარგის საწარმოთა საქმიანობის საშუალო დარგობრივი რენტაბლობის დონე —65%;

დარგობრივი საინვესტიციო რისკების დონე — 15%;

ბუნებრივია, რომ შეფასების ცალკეული ელემენტების მოყვანილ მნიშვნელობას გარკვეულწილად სუბიექტური ხასიათი აქვს, რადგან იგი დამოკიდებულია ექსპერტების შემადგენლობასა და კვალიფიკაციაზე. ამიტომ ცვალებად ეკონომიკურ პირობებში ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების დროს ცალკეული ელემენტების მოყვანილი მნიშვნელობები დაზუსტებას მოითხოვს.

ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების რანგობრივი მაჩვენებლის გაანგარიშებას ახდენენ ფორმულით:

$$IRS_{in} = \sum_{i=1}^{n} MRS_{in} \times AE_i , \qquad (35.1)$$

სადაც, IRS_{in} – ეკონომიკის დარგის საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური რანგობრივი მაჩვენებელია;

MRS_{in} – საშუალო რანგობრივი მაჩვენებელი, დარგის შეფასების განსახილველი ელემენტის მიხედვით;

AE_i – შესაბამისი ელემენტის მნიშვნელობა დარგის მთლიან შეფასებაში, რომელიც ათწილადითაა გამოსახული.

მესამე ეტაპზე ცალკეული დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების უკვე გაანგარიშებული ინტეგრალური რანგობრივი მაჩვენებლების საფუძველზე ხდება მათი სათანადო დაჯგუფება. ამ დაჯგუფების პროცესში ადგენენ:

- საინვესტიციო მიმზიდველობის დონის მიხედვით პრიორიტეტულ დარგებს;
- საინვესტიციო მიმზიდველობის საშუალო დონის მქონე დარგებს;
- საინვესტიციო მიმზიდველობის დაბალი დონის მქონე დარგებს.

საწარმოს საინვესტიციო პორტფელის დარგობრივი დიფერსიფიკაციის მიზნით ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის დონის შეფასების შედეგების გამოყენების დროს აუცილებელია იმის გათვალისწინება, რომ შეფასების მთელ რიგ მაჩვენებლებს დინამიკის მაღალი დონე აქვთ. ამიტომ ცალკეული დარგების საწარმოთა საქმიანობის ეკონომიკური პირობების ცვლილებასთან ერთად უნდა ხდებოდეს ამ შეფასების გადასინჯვა (გადასინჯვის პერიოდულობა, ჩვეულებრივ, ორ წელს შეადგენს).

საინვესტიციო რეგიონალური განვითარების განსაზღვრის ორი ძირითადი პირობა

საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონული მიმართულების განსაზღვრა საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების დროს ორ ძირითად პირობას უკავშირდება.

პირველი პირობაა საწარმოს ზომა. მცირე ფირმების უდიდესი უმრავლესობა და საშუალო საწარმოების მნიშვნელოვანი ნაწილი თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ იმ ერთი რეგიონის ფარგლებში, სადაც ინვესტორი ცხოვრობს. საინვესტიციო დივერსიფიკაციის საქმიანობის რეგიონული შესაძლებლობები (განსაკუთრებით — რეალური ინვესტიციების ნაწილში) ასეთი ფირმებისთვის საინვესტიციო რესურსების მოცულობის უკმარისობისა და საინვესტიციო და სამეურნეო საქმიანობის მართვის არსებითად გართულების გამო არის შეზღუდული. რეგიონული დივერსიფიკაცია პრინციპულად შესაძლებელია მხოლოდ ფინანსური ინვესტიციების დროს, მაგრამ ამ საწარმოებს მათი მოცულობა მცირე აქვთ. ამიტომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღება შესაძლებელია არა შემუშავებული სტრატეგიის ფარგლებში, არამედ საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების დროს (ე.ი. საინვესტიციო საქმიანობის ტაქტიკური მართვის სტადიაზე).

შემუშავების აუცილებლობის განმსაზღვრელი მეორე პირობაა საწარმოს ფუნქციონირების ხანგრძლივობა. მისი სიცოცხლის ციკლის პირველ სტადიებზე სამეურნეო და საინვესტიციო საქმიანობა, როგორც წესი, თავმოყრილია ერთი რეგიონის ფარგლებში და მხოლოდ საწარმოს შემდგომი განვითარების კვალობაზე ჩნდება საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონული დივერსიფიკაციის საჭიროება.

საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონული მიმართულების შემუშავების საფუძველია ქვეყნის ცალკეული რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება. განვითარების მრავალი რეგიონული ფაქტორის მდგრადობის გამო რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების შედეგები მკვეთრ ცვლილებებს არ განიცდიან და მათი გამოყენება შესაძლებელია საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების დროს.

რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი ელემენტები

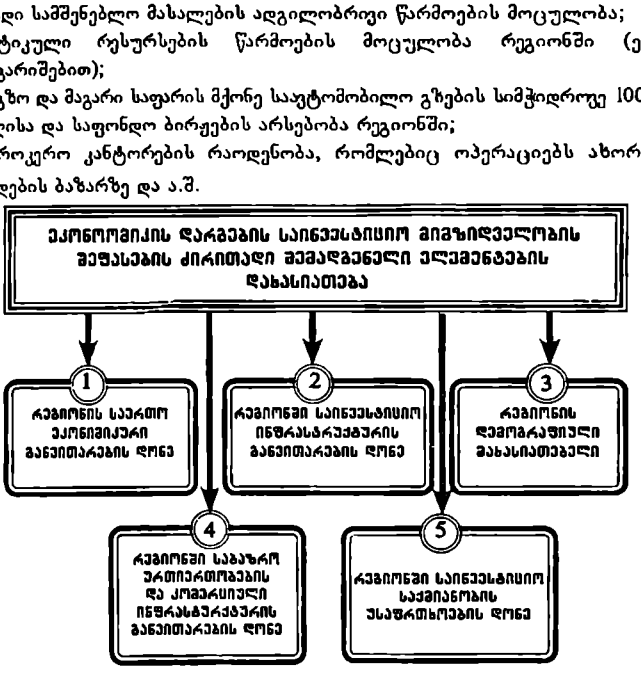
ავტორის კონცეფციის შესაბამისად, რომელიც მთელ რიგ საერთაშორისო საინვესტიციო კომპანიების მუშაობის ანალიზის პროცესშია აპრობირებული, ქვეყნის რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებას შემდეგი ძირითადი ელემენტების მიხედვით ახდენენ (ნახ. 35.13).

ისევე, როგორც მეთოდიკის წინა ვარიანტში, თითოეული ჩამოთვლილი ელემენტი (მათ შეფასების სინთეზურ შედეგად განიხილავენ) კონკრეტული ანალიტიკური მაჩვენებლების გაანგარიშებასა და შესწავლას ეყრდნობა.

1. რეგიონის საერთო ეკონომიკური განვითარების დონეს შემდეგი ანალიტიკური მაჩვენებლების საფუძველზე აფასებენ:
   - რეგიონის ხელმრიტი წილი ქვეყნის მშპ-სა და ეროვნულ შემოსავალში;
   - რეგიონში წარმოებული სამრეწველო და სასოფლო-სამეურნეო პროდუქციის მოცულობა მოსახლეობის ერთ სულზე გაანგარიშებით;
     მოსახლეობის შემოსავლების საშუალო დონე;
     რეგიონში ბოლო წლებში განხორციელებული კაპიტალური დაბანდებების საშუალო წლიური მოცულობა და სხვა.

2. რეგიონში საინვესტიციო ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე. ამ ელემენტის დასახასიათებლად იყენებენ შემდეგ ძირითად მაჩვენებლებს:

- საიჯარო სამშენებლო საწარმოთა რაოდენობა რეგიონში;
- ძირითადი სამშენებლო მასალების ადგილობრივი წარმოების მოცულობა;
- ენერგეტიკული რესურსების წარმოების მოცულობა რეგიონში (ელექტროენერგიაზე გადაანგარიშებით);
- სარკინგზო და მაგარი საფარის მქონე საავტომობილო გზების სიმჭიდროვე 100 კმ² ტერიტორიაზე;
- საქონლისა და საფონდო ბირჟების არსებობა რეგიონში;
- იმ საბროკერო კანტორების რაოდენობა, რომლებიც ოპერაციებს ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და ა.შ.



ნახ. 35.13 ქვეყნის რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი ელემენტების დახასიათება

3. რეგიონის დემოგრაფიულ მახასიათებელს შემდეგი ძირითადი მაჩვენებლების საფუძველზე აფასებენ:

- რეგიონის მოსახლეობის ხვედრითი წილი ქვეყნის მთელ მოსახლეობაში;
- რეგიონის ქალაქისა და სოფლის მოსახლეობის თანაფარდობა;
- მომუშავე მოსახლეობის ხვედრითი წილი (ინდივიდუალური შრომითი საქმიანობის ჩათვლით);
- შრომისუნარიანი მოსახლეობის კვალიფიკაციის დონე და სხვა.

4. რეგიონში საბაზრო ურთიერთობების და კომერციული ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე შემდეგი ძირითადი მაჩვენებლებით შეგვიძლია დავახასიათოთ:

- საკუთრების არასახელმწიფო ფორმების საწარმოთა ხვედრითი წილი რეგიონის საწარმოთა მთლიან რაოდენობაში;
- მათი პროდუქციის ხვედრითი წილი რეგიონის სამრეწველო და სასოფლო – სამეურნეო პროდუქციის მთლიან მოცულობაში;
- რეგიონში უცხოელ პარტნიორებთან ერთობლივად მომუშავე საწარმოების რიცხოვნობა;
- საბანკო დაწესებულებათა რაოდენობა რეგიონში ფილიალების ჩათვლით;
- სადაზღვევო კომპანიების რიცხოვნობა რეგიონის ტერიტორიაზე მათი წარმომადგენლობების

ჩათვლით და ა.შ.

5. რეგიონში საინვესტიციო საქმიანობის უსაფრთხოების დონეს ასეთი მაჩვენებლების მეშვეობით აფასებენ:

- ეკონომიკური დაძაბულობათა დონე რეგიონის 100 ათას მცხოვრებზე გაანგარიშებით;
- დაუმთავრებელი მშენებლობის მქონე ობიექტების ხვედრითი წილი ბოლო სამ წელიწადში დაწყებულ მშენებლობათა მთლიან რაოდენობაში;
  ისეთი მაუნე გამონატყორცნების მქონე საწაროების ხვედრითი წილი რეგიონების საწარმოების მაღალ რაოდენობაში, რომლებიც აღემატება ზღვრულად დასაშვებ ნორმებს;
- საშუალო რადიაციული ფონი რეგიონის ქალაქებში და ა.შ.

რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური მაჩვენებლის გაანგარიშების მეთოდიკა

რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური მაჩვენებლის გაანგარიშების მეთოდიკა და თანმიმდევრობა ეკონომიკის დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ანალოგიურია. ინტეგრალური შეფასების პროცესში შეიძლება გამოყენებულ იქნას ცალკეული ელემენტების ის შემდეგი მნიშვნელობანი, რომლებიც ექსპერტული წესითაა დადგენილი:

- რეგიონის საერთო ეკონომიკური განვითარების დონე — 35%;
- რეგიონში საინვესტიციო ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე — 15%;
- რეგიონში საბაზრო ურთიერთობათა და კომერციული ინფრასტურქტურის განვითარების დონე — 25%;
- რეგიონში საინვესტიციო საქმიანობის უსაფრთხოების დონე — 1%.

ქვეყნის რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ინტეგრალურ რანგობრივ მაჩვენებელს შემდეგი ფორმულით ანგარიშობენ:

$$IR_{ia} = \sum_{i=1}^{n} MR_{in} \times AE_{ia}, \qquad (35.2)$$

სადაც, IR_{ia} – ქვეყნის რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური რანგობრივი მაჩვენებელია;

MR_{in} – საშუალო რანგობრივი მაჩვენებელი რეგიონის შეფასების განსახილველი ელემენტის მიხედვით;

AE_{ia} – შესაბამისი ელემენტის მნიშვნელობა რეგიონის მთლიან შეფასებაში, რომლებიც ათწილადითაა გამოსახული.

ინტეგრალური რანგობრივი მაჩვენებლის გაანგარიშების შედეგების მიხედვით აფასებენ ქვეყნის ცალკეული რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის დონეს. ამ შეფასების დროს ადგენენ:

- საინვესტიციო მიმზიდველობის პრიორიტეტული დონის რეგიონებს;
- საინვესტიციო მიმზიდველობის მაღალი დონის რეგიონებს;
- საინვესტიციო მიმზიდველობის საშუალო დონის რეგიონებს;
- საინვესტიციო მიმზიდველობის დაბალი დონის რეგიონებს.

რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების განმსაზღვრელ მაჩვენებლებს, უპირატესად, სტაბილური ხასიათი აქვთ, რის გამოც ამ შეფასების პერიოდულობა 3-4 წელი შეიძლება იყოს.

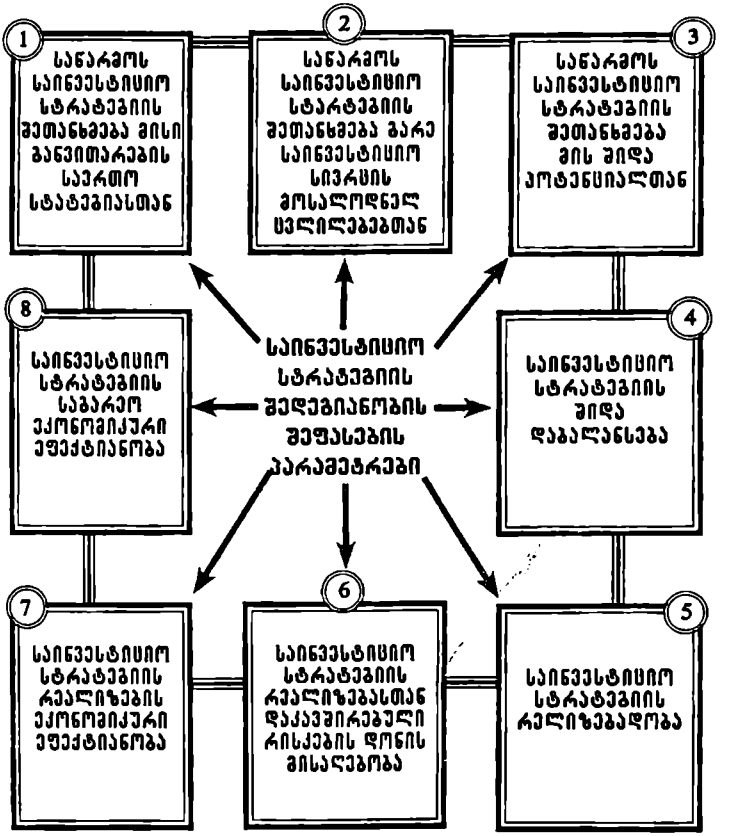
ეკონომიკის დარგების და ქვეყნის რეგიონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება ზრდის საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის დარგობრივი და რეგიონული დიფერსიფიკაციის საკითხებში მმართველურ გადაწყვეტილებათა დასაბუთებულობას, კარგ პირობებს უქმნის მათი საინვესტიციო საქმიანობის უფრო ეფექტიანად განხორციელებას.

საინვესტიციო საქმიანობის შემუშავებული სტრატეგიული მიმართულებების დიფერენცირებას შემდგომში მათი რეალიზაციის გარკვეული პერიოდების მიხედვით ახდენენ.

35.5. შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასება

საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასების ძირითადი პარამეტრები

საწარმოს მიერ შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასებას შემდეგი ძირითადი პარამეტრების მიხედვით ახორციელებენ (ნახ. 35.14.).



ნახ. 35.14. საწარმოს შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასების ძირითადი პარამეტრები

1. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შეთანხმება მისი განვითარების საერთო სტრატეგიასთან. ასეთი შეფასების პროცესი აგლენს მიზნების, მიმართულებებისა და ეტაპების შეთანხმების დონეს ამ სტრატეგიების რეალიზაციაში.

2. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შეთანხმება გარე საინვესტიციო სივრცის მოსალოდნელ ცვლილებებთან. ამ შეფასების დროს განსაზღვრავენ, თუ რამდენად შეესაბამება შემუშავებული

საინვესტიციო სტრატეგია ქვეყნის ეკონომიკის საპროგნოზო განვითარებას და საინვესტიციო რისკის კონიუნქტურულ ცვლილებებს მისი ცალკეული სეგმენტების ჭრილში.

3. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შეთანხმება მის შიდა პოტენციალთან. ასეთი შეფასება საშუალებას გვიქმნის განვსაზღვროთ, თუ რამდენადაა დაკავშირებული საინვესტიციო სტრატეგიის მიმართულებები და ფორმები შიდა საინვესტიციო რესურსების ფორმირების შესაძლებლობებთან, საინვესტიციო მენეჯერების კვალიფიკაციასთან, საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ორგანიზაციულ სტრუქტურასთან, საინვესტიციო კულტურასთან და შიდა საინვესტიციო პოტენციალის სხვა პარამეტრებთან.

4. საინვესტიციო სტრატეგიის შიდა დაბალანსება. ასეთი შეფასების ჩატარების დროს განსაზღვრავენ, თუ რამდენადაა შეთანხმებული ერთმანეთთან საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიზნები და მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივები; რამდენად კორესპონდირებულია ეს მიზნები და ნორმატივები საინვესტიციო პოლიტიკის შინაარსთან, საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით; რამდენადაა შეთანხმებული ერთმანეთთან მიმართულებებით და დროში მისი რეალიზაციის უზრუნველმყოფი ღონისძიებები.

5. საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზებადობა. ამ შეფასების პროცესში პირველ რიგში, განიხილავენ იმას, საჭირო მოცულობის საინვესტიციო რესურსების ფორმირების თუ რა პოტენციური შესაძლებლობები აქვს საწარმოს (ყველა ფორმით და ყველა წყაროდან); რამდენად ტექნოლოგიურია სარეალიზაციოდ შერჩეული საინვესტიციო პროექტები; საკმარისადაა თუ არა ინვესტიციების ბაზარზე ის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ეფექტიანი საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებას უზრუნველყოფენ; რა ორგანიზაციული და ტექნიკური შესაძლებლობები არსებობს შერჩეული საინვესტიციო სტრატეგიის წარმატებით სარეალიზაციოდ.

6. საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზებასთან დაკავშირებული რისკების დონის მისაღებობა. ასეთი შეფასების პროცესში უნდა განისაზღვროს, თუ რამდენად უზრუნველყოფს საწარმოს საქმიანობასთან დაკავშირებული პროგნოზული საინვესტიციო რისკების დონე საკმარის ფინანსურ წონასწორობას მისი განვითარების პროცესში და რამდენად შეესაბამება იგი მისი მესაკუთრეების და პასუხისმგებელი საინვესტიციო მენეჯერების საინვესტიციო მენტალიტეტს. გარდა ამისა, აუცილებლად უნდა შევაფასოთ, თუ რამდენად დასაშვებია ამ რისკების დონე მოცემული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობისთვის ფინანსური დანაკარგების შესაძლო ოდენობისა და გაკოტრების საფრთხის გაჩენის პოზიციებიდან;

7. საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზების ეკონომიკური ეფექტიანობა. საინვესტიციო სტრატეგიის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასებას ახდენენ, პირველ რიგში, ძირითადი საინვესტიციო კოეფიციენტების ადრე განხილული სისტემის პროგნოზულ გაანგარიშებათა და იმ დასახული მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივების საფუძველზე, რომლებიც მათ საბაზო დონესთანაა შედარებული.

8. საინვესტიციო სტრატეგიის საგარეო ეკონომიკური ეფექტიანობა. ამ შეფასების პროცესში ითვალისწინებენ საწამოს საქმიანი რეპუტაციის ზრდას, მისი სტრუქტურული ქვედანაყოფების („ინვესტიციების ცენტრების“ შექმნის შემთხვევაში) საინვესტიციო საქმიანობის მართვადობის დონის ამაღლებას, საინვესტიციო მენეჯერების მატერიალური და სოციალური დაკმაყოფილების დონის მატებას (საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებისთვის მათი მატერიალური სტიმულირების ეფექტიანი სისტემის შექმნის, მათი სამუშაო ადგილების ტექნიკურად აღჭურვის უფრო მაღალი დონის და ა.შ. ხარჯზე). შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის შეფასების იმ დადებითი შედეგების შემთხვევაში, რომელიც შერჩეული კრიტერიუმებისა და საინვესტიციო ქცევის მენტალიტეტის შესაბამისია, საწარმო სარეალიზაციოდ იღებს მას.

✓ სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა იმ მიზანმიმართულ ღონისძიებათა კომპლექსია, რომელსაც სახელმწიფო ატარებს ყველა მეურნე სუბიექტისათვის ხელსაყრელი პირობების შესაქმნელად. მისი მიზანია საინვესტიციო საქმიანობის გამოცოცხლება, ეკონომიკის აღმავლობა, წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება და სოციალური პრობლემების გადაჭრა.

სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკა მიზნად ისახავს ქვეყნის ეკონომიკური და სოციალური განვითარების სტრატეგიის რეალიზებას. იგი მეურნე სუბიექტების სამეწარმეო საქმიანობასა და მთლიანად ეკონომიკაზე ზემოქმედების უმნიშვნელოვანესი ბერკეტია, რომელმაც ხელი უნდა შეუწყოს ქვეყანაში საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებას, რათა მოხდეს ეკონომიკის ზრდა წარმოების ტემპებისა და მოცულობების მატება, საზოგადოებრივი წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება და მისი სტრუქტურის შეცვა, სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარება, სოციალური განვითარების ამოცანების რეალიზაცია.

✓ საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების უმნიშვნელოვანესი პრინციპებია: 1) საინვესტიციო პოლიტიკის წარმართვა საწარმოს სტრატეგიული გეგმების მიღწევისა და მისი ფინანსური მდგრადობისკენ; 2) საინვესტიციო რესურსების წყაროების სტრუქტურის ოპტიმიზაცია; 3) ინვესტიციების დაფინანსების მეთოდების სწორად შერჩევა; 4) ინვესტიციურად მიმზიდველი რეალური პროექტების ძიება და შეფასება და მათგან ყველაზე უფრო ეფექტიანი პროექტების შერჩევა; 5) ინვესტიციების პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის ჩამოყალიბება.

✓ იმ ამოცანების გადაწყვეტა, რომლებიც დაკავშირებულია ინვესტიციური აქტივობის ამაღლებასთან, განაპირობებს სახელმწიფოს ეკონომიკურ განვითარებას. კომპლექსური სახელმწიფო ინვესტიციური პოლიტიკა, რომელიც მიმართულია ხელსაყრელი ინვესტიციური გარემოს შექმნისაკენ ქვეყანაში, მის რეგიონებსა და სამრეწველო წარმოების დარგებში, არსებითად ზრდის ეკონომიკაში ინვესტიციური რესურსების მოდინებას. ამისათვის სახელმწიფომ უნდა შეიმუშავოს ინვესტიციური პოლიტიკის ზუსტი და მკაფიო კონცეფცია, რომელშიც ერთ-ერთი ცენტრალური ადგილი უჭირავს ეკონომიკის ინვესტიციური შემადგენლების შეფასების მეთოდიკას.

✓ ინვესტიციური მდგენელი — ეს არის მოძრავი სისტემა, რომელიც ახასიათებს ინვესტიციური საქმიანობის პირობებს და მოიცავს შეფასების რამდენიმე დონეს. მეორე მხრივ, ინვესტიციური მდგენელი, ეს არის ეკონომიკის განსაკუთრებული ქვესისტემა, რომელიც ქმნის წინაპირობებს განვითარებაში სოციალურ-ეკონომიკური ურთიერთობების საუკეთესო გამოყენებისათვის საზოგადოებას საწარმოო ძალების სამეცნიერო-ტექნიკური დასაბუთებისათვის აქტიური ინვესტიციური საქმიანობის მეშვეობით.

✓ ინვესტიციური მდგენელის შეფასება — ეს არის ინდიკატორი, რომელიც განსაზღვრავს ინვესტიციების განთავსების ეფექტიანობას მოცემულ ტერიტორიაზე. ამის შესაბამისად, ინვესტიციური მდგენელის განმაზოგადოებელი მაჩვენებლებია ინვესტიციების დონის შედარებითი ზრდის (კლების) ტემპები და მათი ეფექტიანობის დინამიკა.

ინვესტიციური მდგენელის მაჩვენებლები – ეს არის მთლიანი დაბანდებების ზრდის ტემპი და მათი გამოყენების ეფექტიანობა. თუკი მოცემული მაჩვენებლები მოცემულ რეგიონში მაღალია იმავე მაჩვენებლების საშუალო დონეზე ქვეყანაში, მაშინ შეიძლება ითქვას, რომ მოცემულ რეგიონში ხელსაყრელი პირობებია ინვესტიციური საქმიანობისათვის, რაც ამ რეგიონში ეკონომიკის განვითარების კარგ დონეზე მეტყველებს.

✓ ინვესტიციური ბაზრის ინდიკატორების სისტემა და მისი მახასიათებელი მაჩვენებლები ყალიბდება რეგიონის დარგის, ეკონომიკის ინვესტიციური მიმზიდველობის ამაღლების მიზნებისა და

ამოცანებიდან გამომდინარე. ინვესტიციური ბაზრის ყოველი სტრუქტურული ელემენტის როლის ანალიზი ინვესტიციების მოზიდვაში, ასევე ინვესტორების სხვადასხვა კატეგორიების მოთხოვნის ალრიცხვა, მოიცავს შემდეგ ინდიკატორებს: 1) სახალხო მეურნეობაში რეგიონული საწარმოების მნიშვნელობა. 2) რეგიონული საწარმოების უნარი მოიზიდონ რესურსები თავისუფალ ბაზარზე. 3) რეგიონული საფონდო შუამავლების და საკრედიტო ორგანიზაციების პოტენციალი. 4) ფასიანი ქაღალდების რეგიონული ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარების დონე. 5) ინვესტიციური რისკის დონე.

✓ თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში სტრუქტურული პოლიტიკის ქვეშ მოიაზრება სახელმწიფოს საქმიანობა ეკონომიკის საწარმოო-ტექნოლოგიური სტრუქტურის სრულყოფის მიმართულებით. ამის საფუძველია ახალი, მაღალეფექტური ტექნოლოგიების დანერგვა, მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის მოწინავე მიმართულებების ათვისება, ინოვაციური და ინვესტიციური აქტივობის სტიმულირება ეკონომიკური ზრდის პერსპექტიულ მიმართულებებში. მაღალგანვითარებული ქვეყნებისათვის სტრუქტურული პოლიტიკის განხორციელების ტრადიციული ფორმაა ეკონომიკის განვითარების პრიორიტეტული მიმართულებების შერჩევა, სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის გლობალურ კანონზომიერებათა ანალიზის საფუძველზე, ეროვნულ კონკურენტულ უპირატესობათა გათვალისწინებით. მათი რეალიზაცია ხდება სახელმწიფო მიზნობრივი პროგრამების, განვითარების ინსტიტუტების საქმიანობის, სახელმწიფო შესყიდვების, შეღავათიანი კრედიტების, კონკურენტუნარიანი საწარმოო-ტექნოლოგიური სტრუქტურების ჩამოყალიბების საფუძველზე. სტრუქტურული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტებია სოციალურ-ეკონომიკური და სამეცნიერო-ტექნიკური განვითარების ინდიკატური დაგეგმვა და გრძელვადიანი პროგნოზირება.

✓ ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების საქმეში დიდია ინვესტიციური პოლიტიკის როლი და მნიშვნელობა. მასზე დიდადაა დამოკიდებული ეროვნულ ეკონომიკაში არსებული ინვესტიციური პოტენციალის და მისი შესაბამისი რესურსების ეფექტიანი გამოყენება, რომელიც საბოლოო ჯამში განაპირობებს მყარი ეკონომიკური ზრდის მიღწევას, ინვესტიციური პოტენციალის აღდგენას, საწარმოო ძირითადი ფონდების გაფართოებულ კვლავწარმოებას; ეს კი მიიღწევა თანამედროვე ტიპის ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავებით.

ინვესტიციური პროცესების სახელმწიფო რეგულირება — ეს არის იმ ფორმებისა და მეთოდების ერთიანობა, რომელიც უზრუნველყოფს: კერძო და სახელმწიფო ინტერესების გაერთიანებას; მოხმარებას, დაგროვებას და ინვესტირებას შორის რაციონალური პროპორციების ჩამოყალიბებას; ინვესტიციურ ბაზარზე პროგნოზირების, ინდიკატური რეგულირების და სახელმწიფო ზემოქმედების ღონისძიებათა თანწყობას.

თანამედროვე ეტაპზე სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურება მდგრად ეკონომიკურ განვითარებაზე საქართველოს ეკონომიკის გადასვლის უმთავრესი პირობაა. სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის უმნიშვნელოვანესი მიმართულებებია: ეკონომიკური განვითარების პრიორიტეტულ მიმართულებათა მხარდაჭერის გაძლიერება, ეკონომიკის რეალურ სექტორში ინვესტიციების წახალისების ინსტიტუტის-სამართლებრივი და ეკონომიკური გარემოს შექმნა, ცენტრისა და რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის შეთანხმება.

ეკონომიკური განვითარების თანამედროვე ეტაპის ამოცანათა რეალიზება საინვესტიციო სფეროს უფრო აქტიურ სახელმწიფოებრივ მხარდაჭერას მოითხოვს. ამასთან, სახელმწიფოებრივი ინვესტირების მნიშვნელობა უნდა მატულობდეს არა იმდენად ცენტრალიზებული წყაროების მოცულობის თვალსაზრისით, რამდენადაც სახელმწიფო გარანტიების, დაზღვევისა და კერძო ინვესტორებისთვის ორიენტირის პოზიციებიდან.

✓ საინვესტიციო სტრატეგია იმ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული მართვის ეფექტიანი ინსტრუმენტია. მისი მიზანია მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების, საბაზრო პროცესების

სახელმწიფოებრივი რეგულირების სისტემის, ინვესტიციების ბაზრის არსებითი ცვლილებების საერთო განვითარება და ა.შ.

საინვესტიციო სტრატეგია საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის გრძელვადიანი მიზნების სისტემაა, რომელსაც განსაზღვრავს მისი განვითარების ზოგადი ამოცანები და საინვესტიციო იდეოლოგია, აგრეთვე, მათი მიღწევების ყველაზე უფრო ეფექტიანი გზების არჩევა.

საინვესტიციო სტრატეგია შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ, როგორც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში მოქმედების გენერალური გეგმა, რომელიც განსაზღვრავს ამ საქმიანობის ფორმებისა და მიმართულებების პრიორიტეტებს, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ხასიათსა და საწარმოს საერთო განვითარების უზრუნველმყოფი გრძელვადიანი საინვესტიციო მიზნების რეალიზაციის ეტაპების თანმიმდევრობას.

✓ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება თანამედროვე ეტაპზე ეყრდნობა მართვის ახალი კონცეფციის — „სტრატეგიული მართვის“ — მეთოდოლოგიურ მიდგომებს, რომლებსაც 1970-იანი წლების დასაწყისიდან აქტიურად ნერგავდნენ აშშ-ისა და დასავლეთ ევროპის უმრავლესი ქვეყნების კორპორაციებში. სტრატეგიული დაგეგმვის კონცეფცია ასახავს საწარმოს მკაფიო სტრატეგიულ პოზიციონირებას (მისი საინვესტიციო პოზიციის ჩათვლით), რომელიც წარმოდგენილია მისი ფუნქციონირების პრინციპებითა და მიზნებით, მართვის სუბიექტისა და ობიექტის ურთიერთქმედების მექანიზმით, საშეურნეო და ორგანიზაციული სტრუქტურის ელემენტებს შორის ურთიერთქმედების ხასიათით, გარემოს ცვალებად პირობებთან ადაპტაციის ფორმებით.

✓ საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიულ მართვას მიზნობრივი ხასიათი აქვს, ე.ი. ითვალისწინებს გარკვეული მიზნების დასახვასა და მიღწევას. სტრატეგიული მიზნები მკაფიოდაა გამოხატული და გრძელვადიან პერსპექტივაში საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლების, მისი კოორდინაციისა და კონტროლის, აგრეთვე, საინვესტიციო პროცესის ყველა სტადიაზე მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღების საფუძველი და მძლავრი საშუალებაა.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნები მისი სტრატეგიული საინვესტიციო პოზიციის სასურველი პარამეტრებია, რომლებიც ფორმალიზებული სახითაა აღწერილი და საშუალებას გვაძლევს გრძელვადიან პერსპექტივაში მივმართოთ ეს საქმიანობა და შევაფასოთ მათი შედეგები.

საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების ფორმირება გარკვეულ მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს, რომელთა შორის ძირითადია: 1.) საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარი მიზნის დაქვემდებარებულობა. 2) ორიენტაცია საინვესტიციო საქმიანობის მაღალ შედეგზე. 3) რეალურობა (მიღწევადობა).

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- *განმარტეთ რა არის საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგია?*
- *ჩამოაყალიბეთ საინვესტიციო სტრატეგიის მიზანი?*
- *ჩამოაყალიბეთ საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების პროცესის მნიშვნელობა და დაასახელეთ მისი ელემენტები.*
- *რატომაა აქტუალური საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება? დაასაბუთეთ.*
- *რა უდევს საფუძვლად საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავებას?*
- *როდიდან დაიწყეს სტრატეგიული დაგეგმვის კონცეფციის დანერგვა?*
- *ჩამოთვალეთ საწარმოს სტრატეგიული ინვესტიციური დონის მაფორმირებელი სისტემის ძირითადი ელემენტები.*
- *ჩამოთვალეთ სტრატეგიული მართვის ობიექტების სამი ჯგუფი.*
- *რა როლს ასრულებს საინვესტიციო სტრატეგია საწარმოს ეფექტიანი განვითარებისათვის?*
- *ჩამოთვალეთ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების ძირითადი პრინციპები და მოკლედ დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საწარმოს განხილვა თვითორგანიზების უნარის მქონე ღია სოციალურ-ეკონომიკურ სისტემად?*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის საბაზო სტრატეგიების გათვალისწინება.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: სამეწარმეო სტილზე უპირატესად ორიენტირებული საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მართვა.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საინვესტიციო საქმიანობის პერსპექტიული, მიმდინარე და ოპერატიული მართვის შეხამების უზრუნველყოფა.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: გარე საინვესტიციო სივრცის ფაქტორების ცვლილებასთან საინვესტიციო სტრატეგიის ადაპტირების უზრუნველყოფა.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: სტრატეგიული საინვესტიციო შერჩევის ალტერნატიულობის უზრუნველყოფა.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საინვესტიციო საქმიანობაში ტექნოლოგიური პროგრესის შედეგების მუდმივად გამოყენების უზრუნველყოფა.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საინვესტიციო რისკის დონის გათვალისწინება სტრატეგიულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესში.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საინვესტიციო მენეჯერების პროფესიულ აპარატზე ორიენტაცია საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციის პროცესში.*
- *რაში მდგომარეობს პრინციპი: საწარმოში შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის უზრუნველყოფა.*
- *საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის რა ეტაპებს განიხილავენ?*
- *რა მოთხოვნებს უნდა აკმაყოფილებდეს საინვესტიციო მიზნები?*
- *რა ნიშნების მიხედვით წარმოებს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების კლასიფიკაცია?*
- *დაასახელეთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიის ფორმირების ეტაპების შინაარსი და თანმიმდევრობა.*
- *დაასახელეთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიის „მიზნების ხის“ აგების პრინციპიალური სქემის სამი დონე.*

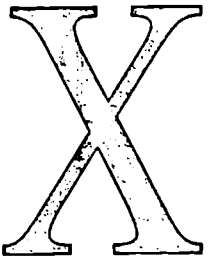
- ჩამოთვალეთ ინვესტორების ფორმების განსაზღვრაზე მოქმედი შიდა და გარე ფაქტორები.
- ჩამოთვალეთ და დახასიათეთ საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირების ძირითადი ეტაპები.
- რას ნიშნავს წარმოების საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დიფერსიფიკაცია და დარგის შეფასების რა პარამეტრებს იყენებენ ამასთან დაკავშირებით?
- რა არის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასების ძირითადი კლიენტები? დახასიათეთ თითოეული მათგანი.
- დახასიათეთ დარგების საინვესტიციო მიმზიდველობის ინტეგრალური მაჩვენებლების გაანგარიშების ეტაპები.
- საინვესტიციო რეგიონალური განვითარების განსაზღვრის რომელ ორ ძირითად პირობას იცნობთ?
- ჩამოთვალეთ რეგიონების საინვესტიციო მიზიდულობის შეფასების ძირითადი ელემენტები.
- რა პარამეტრების მიხედვით წარმოებს საინვესტიციო სტრატეგიის შედეგიანობის შეფასება?
- რატომ ვერ მიაღწიეს დასახულ მიზნებს სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის ლონისძიებებმა ეკონომიკის რეფორმირების პერიოდის დასაწყისში?
- რას უწოდებენ საინვესტიციო პროცესის დეცენტრალიზაციას?
- როგორაა საინვესტიციო პროცესში სახელმწიფოს მონაწილეობის პრინციპები?
- რა ფაქტორები განსაზღვრავს საინვესტიციო პროცესში სახელმწიფოს მონაწილეობის ხარისხს?
- რომელია საინვესტიციო პროცესში სახელმწიფოს მონაწილეობის ძირითადი ფორმები?
- რას უწოდებენ ინვესტირების სტრატეგიულ პრიორიტეტებს? რას უნდა ვეყრდნობოდეთ მათი განსაზღვრის დროს?
- რაში მდგომარეობს ინვესტიციების საბიუჯეტო დაფინანსების პრობლემები?
- როგორ ხორციელდება კერძო ინვესტიციების სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა?
- რა არის განვითარების ბიუჯეტი?
- რაში მდგომარეობს სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის არსი.
- როგორ განმარტავთ ინვესტიციური პროცესების სახელმწიფო რეგულირებას?
- რას ეწოდება ინვესტიციური მდგენელი?
- განმარტეთ ინვესტიციური პოლიტიკა.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციური პოლიტიკის განხორციელების ძირითადი მიმართულებები.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციების ინდიკატური რეგულირების ძირითადი პრინციპები და მათი განხორციელების ძირითადი ინსტრუმენტები.
- დაასახულეთ ინვესტიციური პოლიტიკის სახეები.
- რა არის ინვესტიციური მდგენელი და მისი სტრუქტურა.
- დასახულეთ ინვესტიციური მდგენელის შეფასების მარტივი ფაქტორული და სტრატეგიული მეთოდები.
- რას ნიშნავს ინვესტიციების მდგენელის მონიტორინგი და დაასახელეთ მისი სახეები.
- დაასახელეთ ინვესტიციური რისკის ანალიზის მაჩვენებლები.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციის ბაზრის ანალიზის ეტაპები.
- რა მოიაზრება სახელმწიფოს სტრუქტურული პოლიტიკის ქვეშ?
- ჩამოთვალეთ ინოვაციური ეკონომიკის თავისებურებები.
- როგორ დახასიათებდით თანამედროვე ეკონომიკური განვითარების ციკლურ ხასიათს?
- სამეცნიერო-ინოვაციური და საინჟინრო საქმიანობის რომელ ახალ ფორმებს იცნობთ?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციური პროცესების მოდელები.
- როგორ გესმით ინვესტიციური პროცესი სახელმწიფო პროტექციონიზმით დაცული ეკონომიკის სრული ლიბერალიზაციის პირობებში?
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციების საბაზრო რეგულირების დადებითი მხარეები.
- ჩამოთვალეთ ინვესტიციების საბაზრო რეგულირების უარყოფითი მხარეები.
- დაასახელეთ ინვესტიციური პროცესის მოდელი სრული ლიბერალიზაციის პირობებში.

- დაასახელეთ ინვესტიციური პროცესის მობილიზაციური მოდელი.
- დაასახელეთ ინვესტიციური პროცესის გუმპურ-გამანწილებელი მოდელი.
- დაასახელეთ ინვესტიციური პროცესის მოდელი შერეული ეკონომიკისათვის.
- როგორ გესმით მეურნეობის მართვის საბაზრო მექანიზმი.
- რა ძირითადი პირობები უნდა დაკმაყოფილონ საინვესტიციო პროექტებმა განვითარების ბიუჯეტის სახსრების მისაღებ კონკურსში დასაშვებად?
- დაახასიათეთ ფულის ნაკადების მიზნობრივი რეგულირების ის მეთოდები, რომლებიც წარმოების მხარდაჭერაზეა ორიენტირებული.
- როგორ მოქმედებს დეპოზიტების გარანტიების სისტემის შექმნა საკრედიტო სისტემის მდგომარეობაზე?
- როგორია აქტიური სამრეწველო და სტრუქტურული პოლიტიკის როლი ინვესტირების გააქტიურებაში?
- რას წარმოადგენს საინვესტიციო სავადასახადო კრედიტი?
- რა მიზეზები აქვს რეგიონების საინვესტიციო პოლიტიკის გააქტიურებას?
- რატომ უშლის ხელს რეგიონული საინვესტიციო რეჟიმების დიფერენცირებულობა ქვეყანაში საინვესტიციო პროცესის გააქტიურებას?
- რა როლს თამაშობს რეგიონული განვითარების ეკონომიკური და სოციალური პირობების დაბალანსებულობა საინვესტიციო განვითარების პრობლემების მოგვარებაში?
- რას მოიცავს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული საკითხების კომპლექსი?
- ჩამოაყალიბეთ ინვესტიციების მართვის, როგორც სისტემის განმარტება.
- დაასახელეთ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შედეგად საწარმოების საბაზრო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის ძირითადი მიმართულებები.
- როდის ჩამოყალიბდა საინვესტიციო მენეჯმენტი ცოდნის დამოუკიდებელ დარგად?
- საინვესტიციო მენეჯმენტს საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში რა ადგილი უკავია?
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ძირითადი პრინციპები.
- რა არის საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მთავარი მიზანი?
- როგორია კლასიკური ეკონომიკური თეორეტიკოსების შეხედულება საინვესტიციო საქმიანობის მთავარ მიზანზე?
- როგორ განსაზღვრავენ საინვესტიციო საქმიანობის მთავარ მიზანს მდგრადი ეკონომიკური ზრდის თეორიის მიმდევრები?
- თანამედროვე ეკონომიკური თეორიის მიხედვით როგორ არის ჩამოყალიბებული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზანი?
- ჩამოთვალეთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მთავარი მიზნების რეალიზაციაზე მიმართული ძირითადი ამოცანები.
- დაახასიათეთ მოკლედ თითოეული ამოცანა.
- დაასახელეთ საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტები.
- რა ნიშნების მიხედვით ხდება საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტების კლასიფიკაცია?
- დაასახელეთ საინვესტიციო მენეჯმენტის სუბიექტები და მათი შემადგენლობა.
- რა არის საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემის ფუნქციები?
- როგორ ჯგუფებად არის ეს ფუნქციები დაყოფილი?
- დაახასიათეთ საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი ფუნქციები ცალკეული მმართველობითი სისტემის და სპეციალური სფეროს ჯგუფების ჭრილში.
- ჩამოთვალეთ საწარმოს ინვესტიციების მართვის დეტალიზებული ფუნქციები.
- რა არის საინვესტიციო მენეჯმენტის მექანიზმი?
- რა ელემენტებს მოიცავს მისი მექანიზმი? დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.
- რა ადგილი უკავია საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკას ერთიანი ფინანსური სტრატეგიის შემადგენლობაში?

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. **გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული შემოკლებული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., 2001.
2. **გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ვ., ჩქავა ლ., კოშკელაშვილი ა.** ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე". 2001.
3. ფინანსები. ინვესტიციები. საბანკო საქმე. ენციკლოპედიური ტერმინოლოგია (ინგლისურ-რუსული-ქართული), შემდგენელი პროფ. ლ. ქოქიაური. თბ., 2009.
4. **ქოქიაური ლ.** ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: პოლიგრაფი, 2005.
1. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. საგ. ფირმა „სიახლე", 2002.
2. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბილისი, თსუ გამომცემლობა, 2007.
3. Бланк И.А. Управление инвестициями предприятия. К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. გვ.114.
4. Аакер Д. Стратегическое рыночное управление. Пер с англ._ СПб.: Питер 2002.
5. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента: Учеб. пособие. – М.:Финансы и статистика, 1997.
6. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х т. К.: Ника-Центр, Эльга-Н, 2008. т.I, გვ.325-382.
7. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. В 2-х т. КА.: Ника-Центр, Эльга-Н, 2006. т.I, გვ.175-264; т.П, გვ.11-53;
8. Игонина Н.В. Инвестиции. Организация, управление, финансирование. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005.
9. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. Пер. с англ. – М.: "РАГС", "Проспект". 2007.
10. Лахметина Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия. М.: Кно-Рус, 2007. გვ.15-62;
11. Ливенцев Н.Н., Костюнина Г.М. Международное движение капитала (инвестиционная политика зарубежных стран) М.: Экономист, 2004. გვ.5-24;
12. Маренков н.Л. Основы управления инвестициями. Едиториал УП, 2007. გვ. 3-35;
13. Томпсон А., Стрикленд А. Стратегический менеджмент. Пер. с англ. – М.: Инфра–М.: "Инфра-М", 2001.
14. Фабоцци Ф. Управление инвестициями. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000.
15. Analysis of Equity Investments: Valuation by **John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, and Dennis W. McLeavey** *(Hardcover - Aug 1, 2002).*
16. **Bodie Zvi., Kane A., Mercus A.J.** Essentials of investments. MCgraw-Hill. Irwin. Boston Burr Ridge, 2000.
17. **Denison D.R., Misha A.K.** Toward a Theory of Organizational Culture and Effectiveness // Organization Science. 1995. Vol. 6. 2. March-April.
18. Expert Financial Planning: Investment Strategies from Industry Leaders (J.K. Lasser Pro.) by **Robert C. Arffa** (Hardcover - Jan 19, 2001).
19. Fixed Income Analysis (CFA Institute Investment Series) by **Frank J. Fabozzi** (Hardcover - Jan 22, 2007).
20. Global Investment Risk Management by **Ezra Zask** (Hardcover - Oct 15, 1999).
21. **Goffee R., Jones G.** Character of a Corporation. Harper Bussiness, 1998.
22. **Handy C.** The Handy Guide to the Gurus of Management. BBC World Service, 2003.
23. Investment Analysis and Portfolio Management (with Thomson ONE - Business School Edition) by **Frank K. Reilly and Keith C. Brown** (Hardcover - Nov 18, 2005).

24. Information Technology Investment: Decision-Making Methodology by **Marc J.Schniederjans, Jamie L. Hamaker,** and **Ashlyn M. Schniederjans** (Hardcover - April 2004).
25. Investment Management by **Stephen Lofthouse** and **Jane Raybould** (Paperback - April 15, 2001).
26. Investment Science by **David G. Luenberger** (Hardcover - Jun 12, 1997).
27. **John Seely Brown, Paul Duguid.** Knowledge management // Hrvard Business Review. 2000. May-June.
28. **Levering R.A.** Great Place to Work: What Makes Some Employers So Good, - N.Y.: Random House, 1998.
29. **Malctz M.C., Nohria N.** Managing in the Whitespace // Harvard Business Review. 2001. February.
30. Managing the knowledge manager. McKinsey Quarterly. 2001. Strategy under uncertainly. McKeinsy Quarterly. 2000.
31. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises (Wiley Investment Classics) by **Charles P. Kindleberger, Robert Aliber,** and **Robert Solow** (Paperback - Oct 4, 2005).
32. Modern Investment Theory (5th Edition) by **Robert A. Haugen** (Paperback - Jun 8, 2000).
33. **Morten T. Hansen, Bolko von Oetieger.** Introducing T-shaped managers. Knowledge management's Next generation // Harvard Business Review. 2001. March.
34. Moran T. Foreign Direct Investment and Development. Washington (D.C.), USA, 1998.
35. **Parsons T., Turner B.S.** The Talcott Parsons Reader. Polity Press, 1999.
36. Pension Fund Investment Management, 2nd Edition by Frank J. Fabozzi (Hardcover - Aug 1997)
37. Strategies for Investment Success: Index Funds by Will McClatchy and IndexFunds.com (Hardcover - Nov 14, 2002).
38. The Great Investment: Balancing. Faith, Family and Finance to Build a Rich Spiritual Life by **T. D. Jakes** (Paperback - Feb 28, 2002).
39. **Treacy M., Wiersema F.** The discipline of market leaders. - N.Y.: Harper Collins, 1995.
40. **Waterman R. Jr., Peters T., Philips J.R.** Structure Is Not Organization // Business Horizons. 1980. Vol. 23. June.
41. Woelfel Charles J. Encyclopedia of Banking and Finance. A Banking Publication, Probus Publishing company Cambridge, Engaland. McCraw-Hill, 1997.



განყოფილება

საინვესტიციო მენეჯმენტი

აღნიშნულ განყოფილებაში თქვენ შეისწავლით:

- საინვესტიციო მენეჯმენტის ადგილს მართვის საერთო სისტემაში;
- საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტებსა და სუბიექტებს და მათი კლასიფიკაციას სხვადასხვა ნიშნის მიხედვით; საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითად ფუნქციებს;
- საწარმოს ინვესტიციების მართვის მრავალდონიან ფუნქციონალურ სისტემას;
- საინვესტიციო მენეჯმენტის რეგულირების საბაზრო მექანიზმს;
- საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის ფორმების ძირითად ეტაპებს;
- საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზის ხერხებსა და ჩატარების მეთოდებს;
- საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემებზე, საინვესტიციო იდეოლოგიას;
- საწარმოს საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგების პრინციპებსა და ჩატარების ძირითად ეტაპებს.
- ფულის ღირებულების შეფასების მექანიზმს დროის ფაქტორის გათვალისწინებით; ფულის ღირებულების დროში შეფასების პროცესში გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთის სახეების კლასიფიკაციას;
- ინფლაციის ფაქტორების გათვლის კონცეფციასა და მის ადგილს საინვესტიციო მენეჯმენტში;
- საინვესტიციო რისკების და მათი შეფასების კლასიფიკაციას; ფინანსური და საინვესტიციო რისკების ფაქტორის აღრიცხვის მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის გამოყენებას.

ოცდამეთექვსმეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტი

26.1. ინვესტიციების მართვის არსი

საინვესტიციო მენეჯმენტის წარმოშობის სათავეებთან

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული საკითხების კომპლექსი ინვესტირების პროცესში მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღების თეორიისა და პრაქტიკის ცოდნას მოითხოვს. საკითხთა ეს კომპლექსი ცოდნის შედარებით ახალ დარგს შეადგენს. მას „საინვესტიციო მენეჯმენტს“ უწოდებენ.

საწარმოს (ფირმის, კორპორაციის) დონეზე კაპიტალის ინვესტირებასთან დაკავშირებული მმართველური გადაწყვეტილებების მოშზადებისა და მიღების საკითხებს საწყის ეტაპზე განიხილავდნენ საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემის ერთ-ერთ განკერძოებულ მიმართულებად, რომელიც სპეციალიზებულ დარგად ჯერ კიდევ XIX— XX საუკუნეების მიჯნაზე ჩამოყალიბდა. მენეჯმენტის სისტემაში მათ განიხილავდნენ საწარმოს განვითარებასთან დაკავშირებულ გრძელვადიან საფინანსო გადაწყვეტილებებად.

საინვესტიციო მენეჯმენტი ცოდნის დამოუკიდებელ დარგად XX საუკუნის 50-იან წლებში ჩამოყალიბდა საპორტფელო ინვესტირების სფეროში მიმდინარე კვლევების ინტენსიობის გააქტიურებასთან ერთად.

პორტფელების თეორიის ჩამოყალიბებას უკავშირდება თვით „საინვესტიციო მენეჯმენტის“ ტერმინის გამოჩენაც, რასაც თავდაპირველად უწოდებდნენ საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების მართვის სისტემას. მოგვიანებით საინვესტიციო მენეჯმენტმა რეალური ინვესტირების სფეროს განხილვაც მოიცვა. ამჟამად საინვესტიციო მენეჯმენტი ცოდნის ერთ-ერთი ყველაზე უფრო დინამიკურად განვითარებადი დარგია. ბოლო ათწლეულებში მკვლევართა მნიშვნელოვანმა ნაწილმა ნობელის პრემია სწორედ საინვესტიციო მენეჯმენტის პრობლემების დამუშავებისთვის მიიღო (იხ. დანართი).

საწარმოს ინვესტიციების მართვის მრავალი ასპექტი, რომლებიც მართვის განხილული ფუნქციური სისტემის ძირითადი ობიექტებია, ჩვენს ქვეყანაში ჯერ კიდევ ჩამოყალიბების სტადიაშია. იგი გარდამავალი პერიოდის ობიექტურ ეკონომიკურ სირთულეებს, ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის არასრულყოფილებასა და რთულ ეკონომიკურ პირობებში მუშაობისთვის სპეციალისტების მომზადების არასაკმარის დონეს აწყდება. საბაზრო რეფორმების გაგრძელება და კრიზისული ეკონომიკური ტენდენციების დაძლევა შესაძლებელს გახდის თეორიული შედეგების სრულად გამოყენებას და საწარმოს ინვესტიციების მართვაში ჩვენში და საზღვარგარეთ დაგროვილი გამოცდილების გაზიარებას.

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული საკითხების კომპლექსი

გრძელვადიან პერსპექტივაში საწარმოს ეფექტიანი საქმიანობა, მათი განვითარების მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა და კონკურენტუნარიანობის ამაღლება საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება მათი საინვესტიციო აქტივობის დონით და საინვესტიციო საქმიანობის დიაპაზონით. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებასთან დაკავშირებული საკითხების კომპლექსი მოითხოვს საინვესტიციო პოლიტიკის დასაბუთების დარგში თეორიის საკმაოდ ღრმა ცოდნას და მმართველობითი გადაწყვეტილების მიღების პრაქტიკულ ჩვევებს, მისი უფრო ეფექტიანი მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევას, ფინანსური ინვესტიციების დასაბუთებული და მიზანმიმართული პორტფელის შემუშავებას.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, საკითხების ეს კომპლექსი წარმოადგენს ფინანსური მენეჯმენტის სპეციალიზირებულ მიმართულების საგანს — საწარმოს ინვესტიციების მართვას, რომელიც ხასიათდება როგორც მის განვითარებასთან დაკავშირებული „გრძელვადიანი ფინანსური გადაწყვეტილებები“. საწარმოს ინვესტიციებით მართვის ძირითადი საკითხები საკმაოდ ფართოა, საინვესტიციო გადაწყვე-

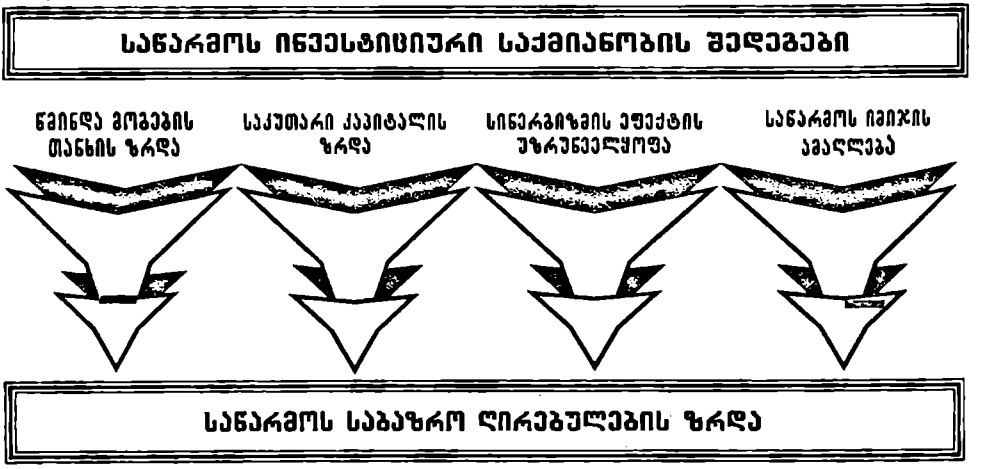
ტილებები დაკავშირებულია მის სამეურნეო საქმიანობის ყველა ძირითად მიმართულებებთან და მისი სასიცოცხლო ციკლის ყველა სტადიასთან, აყალიბებენ მის პერსპექტიულ სტრატეგიულ პოზიციას.

ბოლო ათწლეულში საწარმოს ინვესტიციების მართვა წარმოადგენს ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთ უფრო დინამიურად განვითარებად მიმართულებას. ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს ჩამოყალიბება, საინვესტიციო ბაზრის სეგმენტაციის გაღრმავება, საინვესტიციო პროდუქტების და ტექნოლოგიების არეალის გაფართოება, აგრეთვე სამამულო საწარმოების მზარდი საინვესტიციო შესაძლებლობები ფინანსური მენეჯერებისით წარმოადგენენ ფართო ასპარეზს ეფექტური სტრატეგიული და ოპერატიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მისაღებად.

ინვესტიციების მართვა წარმოადგენს საწარმოს საინვეს-ტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტის განხორციელებასთან დაკავშირებული მმართველობის (ან სამმართველოს) გადაწყვეტილებების შემუშავებისა და რეალიზაციის პრინციპებისა და მეთოდების სისტემას. იგი ორგანულად შედის ფინანსური მენეჯმენტის საერთო სისტემაში, გვეელინება მის ერთ-ერთ ძირითად ფუნქციონალურ ქვესისტემად, რომელიც უზრუნველყოფს უპირატესად სტრატეგიული გადაწყვეტილებების რეალიზაციას.

საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის ძირითადი მიმართულებები

ფინანსური მენეჯმენტის მთავარ მიზანს — საწარმოს მესაკუთრეების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფა მისი საბაზრო ღირებულების ზრდის ეფექტიანი მიმართულების ჩამოყალიბების (შექმნის) გზით — ინვესტიციების მართვა ახორციელებს უფრო აქტიური ხერხებითა და პარამეტრების ფართო დიაპაზონით. ეფექტიანი ინვესტიციური საქმიანობის განხორციელების შედეგად საწარმოების საბაზრო ღირებულების ზრდის უზრუნველყოფის ძირითადი მიმართულებები შემდეგნაირად შეიძლება ჩამოყალიბდეს (ნახ. 36.1):



ნახ. 36.1. საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის ძირითადი შედეგების გავლენა მისი საბაზრო ღირებულების ზრდაზე

საწარმოს წმინდა მოგების თანხების გაზრდა. საწარმოს ეფექტიანი საინვესტიციო საქმიანობის ერთ-ერთ ძირითად რეზულტატად გვეელინება მისი სამეურნეო საქმიანობის ეფექტის ზრდა, რომელიც გამოიხატება წმინდა მოგების თანხის მატებით. რეალური ინვესტირების პროცესში ეს ეფექტი მიიღწევა საწარმოს პროდუქციის რეალიზაციისგან მიღებული ოპერაციული მოგების ზრდის ანგარიშზე, ხოლო ფინანსური ინვესტირების პროცესში — ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის შემოსავლიანობის

ანგარიშზე საინვესტიციო საქმიანობის შედეგად საწარმოს მომგებიანობის ზრდა წარმოადგენს მისი საბაზრო ღირებულების ამაღლების მთავარ მიმართულებას.

საწარმოს საკუთარი კაპიტალის ზრდა. წმინდა მოგების ზრდის საინვესტიციო ფაქტორების ანგარიშზე საწარმო ღებულობს დიდი თანხის კაპიტალიზირების შესაძლებლობას თავის სადივიდენდო პოლიტიკის შეუცვლელად (წმინდა მოგების განაწილების პოლიტიკა). ეს უზრუნველყოფს საწარმოს წმინდა აქტივების ზრდას მისი შინაგანი რეზერვების ანგარიშზე, რაც ავტომატურად ზრდის მის საბაზრო ღირებულებას (მისი აქციების საკურსო ღირებულება).

სინერგიზმის ეფექტის უზრუნველყოფა. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებები მიმართულია მისი პროდუქციის დივერსიფიკაციაზე, დარგობირივი დივერსიფიკაციის სხვადასხვა ფორმებზე, მისი სპეციალიზებული ინფრასტრუქტურის განვითარებაზე და სხვა ფორმებზე, რომლებიც უზრუნველყოფენ სინერგიზმის ეფექტს. ასეთი ეფექტის ფორმირება არსებით გაულენას ახდენს საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდაზე.

საწარმოს იმიჯის ამაღლება. აქტიური საინვესტიციო საქმიანობა საწარმოზე აყალიბებს ერთგვარ წარმოდგენას, როგორც წარმატებით განვითარებად მეურნეობრივ სუბიექტზე. ეს საშუალებას აძლევს მას გააფართოოს თავისი კომერციული კავშირების წრე, ხელს უწყობს მის ფინანსურ მოქნილობას და ა.შ. საწარმოს დამატებითი იმიჯი შეიძლება შეუქმნას აგრეთვე იმ საინვესტიციო საქმიანობამ, რომელიც უზრუნველყოფს სოციალურ პროგრამებში მონაწილეობასთან დაკავშირებულ ეკოლოგიურ უსაფრთხოებას, და იზიდავს უცხოელ პარტნიორებს. ესეც აგრეთვე ხელს უწყობს საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდას.

მართვა თუ მენეჯმენტი?

ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში საქართველოში მოდური გახდა ცნება „მენეჯმენტი“ და არა ჩვენეული „მართვა“ მისი ტრადიციული გაგებით. არის თუ არა მათ შორის განსხვავება და თუკი არის, რამდენად პრინციპულია იგი? მენეჯმენტი (მართვა. გამგებლობა, ორგანიზაცია) განიმარტება, როგორც ფირმის მართვა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, რომელიც მიმართულია საუკეთესო ეკონომიკური შედეგების მიღების ოპტიმალური ხერხის შერჩევისაკენ. ამ დროს გამოყოფენ მენეჯმენტის შემდეგ პრინციპებსა და არსის ელემენტებს (იხ. ცხ. 36.1).

მენეჯმენტის პრინციპებისა და არსის ელემენტები

ცხრილი 36.1

მენეჯმენტის პრინციპები	მენეჯმენტის არსი
1. ფირმის მკვეთრი და ზუსტი სტრატეგია და მის ფარგლებში ძიების თავისუფლება 2. სპეციალიზებული ინფორმაციის შეგროვების, საგარეო კავშირების, პერსონალის გაცვლის სისტემის შექმნა, ახალი იდეების აქტიური ძიება. 3. შეფასების სისტემის შექმნა და ახალი იდეების რეალიზაცია 4. პირადი ინტერესებისა და ძიების მიზნების ინტეგრაცია	1. ფირმის მიზნებისა და ამოცანების განსაზღვრა 2. ამ მიზნების მიღწევის ყველაზე ეფექტიანი ხერხების მიღწევა 3. მმართველური გადაწყვეტილებების პრაქტიკული განხორციელება. 4. მიღებული შედეგების ანალიზი 5. აღრე მიღებული გადაწყვეტილებების კორექტირება, მათი ოპტიმიზაცია. 6. კადრების სწავლება და მომზადება

ეს პუნქტები მართალია, უამრავ კითხვას ბადებს, მაგრამ მაინც გარკვეულ წარმოდგენას გვაძლევს მენეჯმენტზე და, მაშასადამე, გვეხმარება ზემოთ დასმულ კითხვაზე პასუხის გაცემაში. თუმცა არ-

სებობს საქმის არსის კიდევ უფრო მარჯვედ და მოხერხებულად გადმოცემების ხერხებიც. მაგალითად, ფიქრობენ, რომ მენეჯმენტის, როგორც თავისებური ტიპის მართვის ძირითადი ნიშან-თვისებებია:

საქმიანობის სფერო — მართვის ობიექტის ეკონომიკური ქცევა;

საქმიანობის პირობები — ეკონომიკის განვითარების საბაზრო მექანიზმები;

მართვის ორგანიზაციული ფორმები — საკმაოდ მოქნილი და ფირმის საბაზრო ქცევის პროცესებთან ადაპტირებული;

მოთხოვნები მენეჯერისა და მართვის პერსონალისადმი — პროფესიონალიზმი;

ორგანიზაციული პრიორიტეტები — ადამიანისეული ფაქტორი;

მართვის სტილი — ეფექტიანი საქმიანობის მოტივირება;

პიროვნული ფაქტორი — მენეჯერის შემოქმედება და ხელოვნება;

გარემო — საბაზრო ეკონომიკა.[1]

თუკი ყურადღებას არ მივაქცევთ იმ ნიშან-თვისებებს, რომლის მოთხოვნის უფლებაც აქვთ ადამიანებს კარგად მოწყობილი ნებისმიერი მართვისაგან, მაშინ შეგვიძლია, დავასახელოთ ტრადიციული მართვისგან მენეჯმენტის განმასხვავებელი მთავარი ნიშნები (იხ. ცხრ. 36.2.).

ჩამოთვლილი ნიშან-თვისებებიდან მხოლოდ მეორე საჭიროებს ერთგვარ განმარტებას. როდესაც ამტკიცებენ, რომ მენეჯმენტის ცნება ორგანულად უკავშირდება საბაზრო ურთიერთობათა პირობებში განხორციელებულ მართვას, ამ დროს უშვებენ ეკონომიკური საქმიანობის საკმაოდ უხეშ გამარტივებას. საქმე ისაა, რომ ყველაზე უფრო განვითარებულ საბაზრო მეურნეობებშიც კი ეკონომიკის ყველა სექტორი და ყველა ეკონომიკური პროცესი როდია ნამდვილად საბაზრო, მართვა კი იქაც აუცილებელია. მაგალითად, საბაზრო არ შეიძლება იყოს საწარმოებისა და ორგანიზაციების ურთიერთობები სახელმწიფო მართვის ორგანოებთან, შიდასაწარმოო (შიდასაფირმო) ურთიერთობები, ზოგიერთი ჯგუფის ურთიერთობები საწარმოებსა და ორგანიზაციებს შორის. საბაზრო შინაარსს დიდდაა მოკლებული ურთიერთობები არამატერიალური წარმოების სფეროს ორგანიზაციებთან. საზოგადოდ, არ არსებობს წმინდა საბაზრო ან წმინდა არასაბაზრო ეკონომიკა. იგი ყოველთვის შერეულია (ე.ი. მასში ამა თუ ომ პროპორციით ყოველთვისაა საბაზრო და არასაბაზრო საწყისის მქონე ელემენტები). ამიტომ მართვა არ შეიძლება მხოლოდ ბაზრის სიგნალებზე იყოს ორიენტირებული.

ტრადიციული მართვისაგან მენეჯმენტის განმასხვავებელი ნიშნები

ცხრილი 36.2

[illegible]	[illegible]
1. ცალკეული სამეურნეო ერთეულის მართვა. 2. საბაზრო პირობებში 3. უპირატესობას ანიჭებენ ჰორიზონტალურ კავშირებს (თუმცა ამით არ იფარგლებიან)	1. როგორც ცალკეული სამეურნეო ერთეულის, ისე მთლიანად ქვეყნის (რეგიონის) ეკონომიკის მართვა. 2. მართვა ნებისმიერ მოცემულ პირობებში, საბაზრო პირობების ჩათვლით 3. განსაკუთრებულ უპირატესობას არაფერს ანიჭებენ (თუმცა პრაქტიკულად პირველ ადგილზე იდგა ვერტიკალური კავშირები).

დასახელებული მთავარი ნიშან-თვისებების შედარება გვიჩვენებს, რომ მენეჯმენტი სინამდვილეში მეტწილად იგივეა, რაც ჩვენთვის ჩვეული მართვა (ერთსაც და მეორესაც ცხადია, დახვეწა სჭირდება). და მაინც, ეს იგივეობრივი და ურთიერთშემცვლელი ცნებები არაა. ჩამოთვლილი ნიშან-თვისებების

[1] Коротков Э.М. Концепция менеджмента. М.: ДЕКА, 2006. გვ.40.

ანალიზიდან გამომდინარეობს, რომ მართვა, ტრადიციული ვარიანტით, უფრო ტევადი, პოტენციურად უფრო მდიდარი და ტექნოლოგიური მოვლენაა (და ცნება), რომელიც მოიცავს მენეჯმენტს, როგორც კერძო შემთხვევას. გასაგებია, რომ უაზრობაა „მართვაზე" უარის თქმა (თუ სხვა რამ დათქმული არაა, მაშინ შეიძლება სახელმძღვანელოს ტექსტში „მენეჯმენტის" ტერმინის გამოყენება. მაგრამ მისთვის რაიმე ისეთი კატეგორიობრივი მნიშვნელობის მიუნიჭებლად, რომელიც მას „მართვის" მნიშვნელობისგან განასხვავებს).

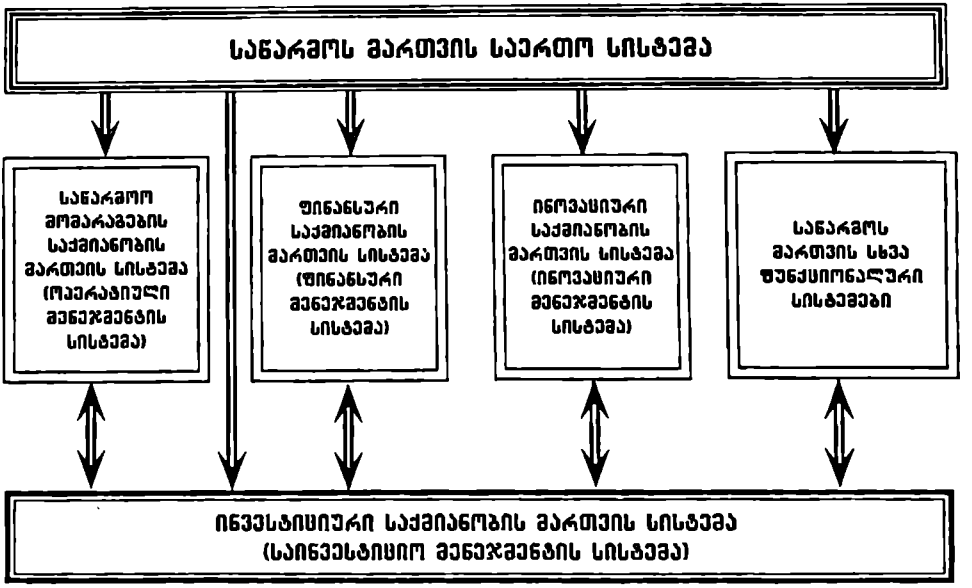
36.2 საინვესტიციო მენეჯმენტის არსი, მიზანი, ამოცანები და ფუნქციები

საინვესტიციო მენეჯმენტის ადგილი მართვის საერთო სისტემაში

საინვესტიციო მენეჯმენტი იმ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავებისა და რეალიზაციის პრინციპებისა და მეთოდების სისტემაა, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტის განხორციელებას უკავშირდება.

საწარმოს მართვის მთელ სისტემაში საინვესტიციო მენეჯმენტის ადგილი შეგვიძლია 36.2 ნახაზზე წარმოდგენილი სქემით ვაჩვენოთ.

როგორც სქემიდან ჩანს, საინვესტიციო მენეჯმენტი ორგანულად შედის საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში და მისი ერთ-ერთი ძირითადი ფუნქციური ნაწილია. იგი უპირატესად სტრატეგიული გადაწყვეტილებების განხორციელებას უზრუნველყოფს.

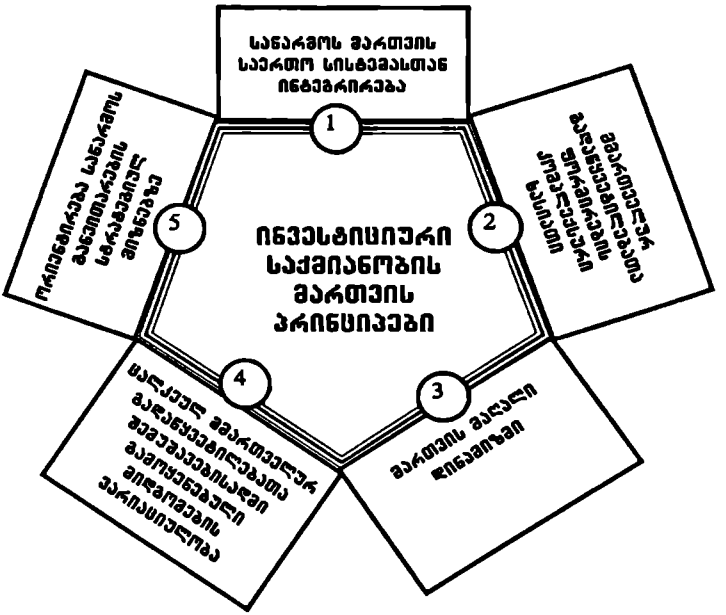


ნახ. 36.2. ინვესტიციური მენეჯმენტის ადგილი საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში და მისი კავშირი მართვის ძირითად ფუნქციონალურ სისტემებთან

მოყვანილი სქემიდან ჩანს ისიც, რომ საინვესტიციო მენეჯმენტი მჭიდრო კავშირშია საწარმოს მართვის ისეთ ძირითად ფუნქციურ სისტემებთან, როგორიცაა: ოპერაციული მენეჯმენტი, საფინანსო მენეჯმენტი, საინოვაციო მენეჯმენტი და სხვა. ოპერაციული მენეჯმენტის სისტემასთან ეს კავშირი განპირობებულია არასაბრუნავი ოპერაციული აქტივების ფორმირებისა და კვლავწარმოების ერთობლივი მართვით; საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემასთან — საკუთარი და ნასესხები წყაროების ხარჯზე საინვესტიციო რესურსების ფორმირების მართვით; საინოვაციო მენეჯმენტის სისტემასთან — ავტონომიური ინვესტიციების განვითარების მართვით (ინოვაციური ხასიათის მქონე მატერიალური და არამატერიალური აქტივების განვითარების მართვით).

საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ძირითადი პრინციპები

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანად მართვას უზრუნველყოფს მთელი რიგი პრინციპები, რომელთა შორის ყველაზე ძირითადია (ნახ. 36.3):



ნახ. 36.3. სწორი ინვესტიციური საქმიანობის მართვის ძირითადი პრინციპები

საწარმოს მართვის საერთო სისტემასთან ინტეგრირება

საწარმოს საქმიანობის ყველა სფეროს ეფექტიანობის უზრუნველყოფა პირდაპირ ან ირიბად უკავშირდება ინვესტირების მიმართულებებისა და ფორმების შერჩევას, ოპერაციული საქმიანობის ეფექტიანობის ზრდის უზრუნველყოფას, საინვესტიციო პროექტების ოპტიმალურად დაფინანსებას, ტექნოლოგიური პროგრესის მიღწევების დანერგვას და ა.შ. ეს აუცილებელს ხდის საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ორგანულად ინტეგრირებას სხვა ფუნქციურ მმართველურ სისტემებთან და საწარმოს მართვის საერთო სისტემასთან.

მმართველურ გადაწყვეტილებათა ფორმირების ოპერაციული ხასიათი

ინვესტიციების ფორმირებისა და რეალიზაციის დარგში მიღებული მმართველური გადაწყვეტილებები მჭიდრო კავშირშია და პირდაპირ ან ირიბად მოქმედებს მთლიანად საფინანსო საქმიანობის

საბოლოო შედეგებზე. ამიტომ ინვესტიციების მართვა კომპლექსურ ფუნქციურ მმართველობით სისტემად განიხილება, იგი ურთიერთდაკავშირებულ იმ მმართველური გადაწყვეტილებების შემუშავებას უზრუნველყოფს, რომელთაგან თითოეულ მათგანს თავისი წვლილი შეაქვს საწარმოს საქმიანობის საერთო შედეგიანობაში.

მართვის ზართო დინამიზმი

ინვესტიციების ფორმირებისა და განხორციელების სფეროში საწარმოში წინა პერიოდში შემუშავებული და განხორციელებული ყველაზე უფრო ეფექტიანი მმართველური გადაწყვეტილებებიც კი შეუძლებელია ყოველთვის გამოვიყენოთ ხელმეორედ, მისი საინვესტიციო საქმიანობის მომდევნო ეტაპებზე. ამას იწვევს, უპირველეს ყოვლისა, გარე ფაქტორების დიდი დინამიზმი საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის სტადიაზე და, პირველ რიგში — ფინანსების ან საქონლის ბაზრების კონიუნქტურის ცვლილება. გარდა ამისა, დროში იცვლება საწარმოს ფუნქციონირების შიდა პირობებიც, განსაკუთრებით მისი სიცოცხლის ციკლის მომდევნო სტადიებზე გადასვლის ეტაპებზე. ამიტომ საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სისტემას უნდა ახასიათებდეს ისეთი დინამიზმი, რომელიც გაითვალისწინებს გარე სივრცის ფაქტორების, ფინანსური რესურსების ფორმირების პოტენციალის, საწარმოო და საფინანსო საქმიანობის ორგანიზაციის ფორმირების, ფინანსური მდგომარეობის და საწარმოს ფუნქციონირების სხვა პარამეტრების ცვლილებას.

ცალკეული მმართველური გადაწყვეტილებების შემუშავებისადმი მიდგომების პარიაციულობა

ამ პრინციპის რეალიზაცია იმას გულისხმობს, რომ საწარმოს ინვესტიციებისა და საინვესტიციო რესურსების ფორმირების სფეროში ყოველი მმართველური გადაწყვეტილების მომზადება მოქმედებათა ალტერნატიულ შესაძლებლობებს უნდა ითვალისწინებდეს. ამ სფეროში მმართველურ გადაწყვეტილებათა ალტერნატიული პროექტების არსებობისას სარეალიზაციოდ მათი შერჩევა იმ კრიტერიუმების სისტემას უნდა ეფუძნებოდეს, რომლებიც განსაზღვრავენ მართვის ფუნქციური სისტემების სფეროში საწარმოს საინვესტიციო იდეოლოგიას, საინვესტიციო სტრატეგიას ან კონკრეტულ საინვესტიციო პოლიტიკას. ასეთი კრიტერიუმების სისტემას საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სფეროში თვითონ საწარმო აწესებს.

ორიენტაციის აღება საწარმოს განვითარების სტრატეგიულ მიზნებზე

საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში შემუშავებული, ერთი შეხედვით ძალიან ეფექტიანი მმართველურ გადაწყვეტილებათა პროექტებიც კი მიუღებელია, თუკი ისინი წინააღმდეგობაში ექცევიან საწარმოს მიზანთან (საქმიანობის მთავარ მიზანთან), მისი განვითარების სტრატეგიულ მიმართულებებთან და არღვევენ მომავალში ინვესტიციების ეფექტიანად განვითარების ეკონომიკურ საფუძველს.

ინვესტიციების მართვის ეფექტიანი სისტემა, რომელიც მოყვანილი პრინციპების გათვალისწინებითაა ორგანიზებული, საფუძველს უქმნის საწარმოს განვითარების მაღალ ტემპებს, მისი საინვესტიციო საქმიანობის აუცილებელი საბოლოო შედეგების მიღწევასა და მისი საბაზრო ღირებულების მუდმივად ზრდას.

ინვესტიციური საქმიანობის მართვის შინაარსისა და პრინციპების გათვალწინებით აყალიბებენ მის მიზნებსა და ამოცანებს.

ინვესტიციების თეორიის გენეზისი ეკონომიკური აზრის ევოლუციის პროცესში

საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მთავარ მიზანთან დაკავშირებით უნდა ითქვას, რომ იგი განუყოფელ კავშირშია მთლიანად საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის მთავარ მიზანთან და მასთან ერთად ერთიან კომპლექსში ხორციელდება. ინვესტიციების თეორიის განვითარებასთან ერთად იცვლებოდა ეკონომისტთა მიდგომებიც საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი მიზნის მიმართ. ამ პრობლემის გენეზისში შეგვიძლია გამოვყოთ სამი მთავარი მიდგომა.

კლასიკური პოლიტიკური ეკონომიის ინვესტიციების თეორიის პარადიგმა

კლასიკური ეკონომიკური თეორია ამტკიცებდა, რომ საწარმოს საინვესტიციო და სხვა სახის სამეურნეო საქმიანობის მთავარი მიზანია მოგების მაქსიმიზაცია. ეს მიზანი გამომდინარეობდა ა. სმითის იმ

დებულებიდან, რომ მეურნეობრიობის ცალკეული სუბიექტების მოგების მაქსიმიზაცია იწვევს მთელი საზოგადოების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას [overal economic welfare.]. პირველად იგი მკაფიოდ 1938 წელს ჩამოაყალიბა ფრანგმა ეკონომისტმა ა. კურნომ და შემდეგ იგი ნეოკლასიკური სკოლის წამომადგენლებმა განავითარეს. ამ მიზანს უზრუნველყოფდა საწარმოს ზღვრული დანახარჯებისა და ზღვრული შემოსავლის მაჩვენებლთა ტოლობის მიღწევა.

მაგრამ შემდგომში საწარმოს სამეურნეო (მათ შორის — საინვესტიციო) საქმიანობის მთავარი მიზნის ეს ფორმულირება მრავალმა ეკონომისტმა გააკრიტიკა. მაგალითად, დამტკიცდა, რომ მოგების მაქსიმიზაცია ყოველთვის როდი უზრუნველყოფს საწარმოს ეკონომიკური განვითარების საჭირო ტემპებს. მიღებული მაღალი დონის დიდი მოგება მთლიანად შეიძლება დაიხარჯოს მიმდინარე მოხმარებაზე, რის შედეგადაც საწარმო დაკარგავს მომავალში მისი განვითარებისათვის საჭირო საკუთარი ფინანსური რესურსების ფორმირების ძირითად წყაროს (განუვითარებელი საწარმო კი პერსპექტივაში კარგავს ბაზარზე მიღწეულ საკონკურენციო პოზიციებს, ამცირებს შიდა წყაროების ხარჯზე საკუთარი კაპიტალის მატების პოტენციალს, რაც საბოლოო ჯამში ამცირებს მის საბაზრო ღირებულებას).

გარდა ამისა, მოგების მაღალ დონეს საწარმომ შეიძლება მიაღწიოს საინვესტიციო რისკის მაღალი დონის შემთხვევაშიც, რაც გაკოტრების საფრთხეს ქმნის. ამიტომ საბაზრო პირობებში მოგების მაქსიმიზაცია საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ამოცანად ან მისი ინვესტიციების ცალკეული სახეების ეფექტიანობის შეფასების კრიტერიუმად შეიძლება მოგეეელინოს და არა საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარ მიზნად.

მოგების ეკონომიკური ზრდის თეორია

აღნიშნული თეორიის მიმდევრები საინვესტიციო საქმიანობის მთავარ მიზნად გამოყოფენ საწარმოს ფინანსური წონასწორობის უზრუნველყოფას მისი განვითარების პროცესში. მათი აზრით, ამ მიზნის რეალიზება უზრუნველყოფს საწარმოს უკრიზისოდ განვითარებას ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე და ინვესტირების პროცესში მისი სამეურნეო საქმიანობის მოცულობის თანდათან გაფართოებას. ამავე დროს, საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ეს მიზანი, რომელიც ახდენს ინვესტიციების განხორციელების პროცესთან დაკავშირებული საინვესტიციო რისკების დონის შემცირებას, არ იძლევა რენტაბელობის ზრდის ყველა რეზერვის სრულად გამოყენების შესაძლებლობას. ამასთან ამ მიზნის მიღწევის მექანიზმი საკმარისად არაა დაკავშირებული სასაქონლო და ფინანსების ბაზრების კონიუნქტურის რყევებთან, რომლებიც ცვლიან კონკრეტული საწარმოს ინვესტიციების ფორმირების პირობების პარამეტრებს მისი ეკონომიკური განვითარების დასახული ტემპების დროს. ზემოთქმულთან დაკავშირებით, ფინანსური წონასწორობის მიღწევა და შენარჩუნება არ შეიძლება განვიხილოთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარ მიზნად (თუმცა, იგი საინვესტიციო მენეჯმენტის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ამოცანაა).

თანამედროვე ეკონომიკური თეორია მენეჯმენტის შესახებ

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მთავარ მიზნად თანამედროვე ეკონომიკური თეორია ასახელებს საწარმოს მესაკუთრეების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფას, რისი გამოხატულებაცაა საწარმოს საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაცია. ამ დებულებას საინვესტიციო მენეჯმენტის სფეროს ყველა თანამდროვე თეორეტიკოსი იზიარებს, რადგან, მათი აზრით, იგი ყველაზე კარგად ახდენს საწარმოს მესაკუთრეთა ფინანსური ინტერესების რეალიზებას. ამ მთავარ ამოცანაში აისახება დროის, შემოსავლიანობისა და რისკის ფაქტორები, რაც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოტივაციის უფრო სრული ასახვაა.

ზემოთქმულის გათვალისწინებით, საინვესტიციო მენეჯმენტის მთავარი ამოცანაა საწარმოს მესაკუთრეთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფა მიმდინარე და პერსპექტიულ პერიოდებში.

36.3. ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲐᲛᲝᲪᲐᲜᲔᲑᲘ

თაეისი მთავარი ამოცანის რეალიზაციის პროცესში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვა შემდეგი შვიდი მთავარი ამოცანის გადაჭრას ემსახურება (ცხრ. 36.3.). მოკლედ მიმოვიხილოთ თითოეული მათგანი:

ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲔᲑᲘᲡ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲫᲘᲠᲘᲗᲐᲓᲘ ᲛᲘᲖᲜᲘᲡ ᲠᲔᲐᲚᲘᲖᲐᲪᲘᲐᲖᲔ ᲛᲘᲛᲐᲠᲗᲣᲚᲘ ᲫᲘᲠᲘᲗᲐᲓᲘ ᲐᲛᲝᲪᲐᲜᲔᲑᲘᲡ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲐ

ცხრილი 36.3.

ინვესტიციური საქმიანობის მართვის მთავარი მიზანი	ინვესტიციური საქმიანობის მართვის მთავარი ამოცანები, რომლებიც მიმართულია მათი მთავარი მიზნების რეალიზაციაზე
ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲡᲐᲬᲕᲝᲛᲘ ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘᲡ ᲙᲝᲜᲪᲔᲜᲢᲠᲘᲠᲔᲑᲘᲡ ᲛᲘᲖᲜᲘᲗ ᲛᲘᲡᲘ ᲤᲘᲜᲐᲜᲡᲣᲠᲘ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ ᲛᲘᲙᲖᲜᲘᲡᲙᲔᲜ ᲛᲝᲙᲚᲔ ᲞᲔᲠᲘᲝᲓᲨᲘ	1. ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲝᲞᲔᲠᲐᲪᲘᲣᲚᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲕᲘᲗᲐᲠᲔᲑᲘᲡ ᲛᲐᲦᲐᲚᲘ ᲢᲔᲛᲞᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲙᲛᲐᲠᲘᲡᲘ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲛᲮᲐᲠᲓᲐᲭᲔᲠᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ. 2. ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲪᲐᲚᲙᲔᲣᲚᲘ, ᲠᲔᲐᲚᲣᲠᲘ ᲓᲐ ᲤᲘᲜᲐᲜᲡᲣᲠᲘ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘᲗ ᲓᲐ ᲛᲗᲚᲘᲐᲜᲐᲓ ᲛᲘᲡᲘ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲣᲠᲘ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲛᲐᲥᲡᲘᲛᲐᲚᲣᲠᲘ ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲚᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ (ᲛᲝᲛᲒᲔᲑᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ) ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲠᲘᲡᲙᲘᲡ ᲒᲐᲗᲕᲐᲚᲘᲡᲬᲘᲜᲔᲑᲣᲚᲘ ᲓᲝᲜᲘᲡ ᲓᲠᲝᲡ. 3. ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲠᲔᲐᲚᲣᲠᲘ ᲓᲐ ᲤᲘᲜᲐᲜᲡᲣᲠᲘ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲓᲐ ᲛᲗᲚᲘᲐᲜᲐᲓ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲠᲘᲡᲙᲘᲡ ᲛᲘᲜᲘᲛᲘᲖᲐᲪᲘᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ ᲛᲐᲗᲘ ᲨᲔᲛᲝᲡᲐᲚᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ (ᲛᲝᲛᲒᲔᲑᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ) ᲒᲐᲗᲕᲐᲚᲘᲡᲬᲘᲜᲔᲑᲣᲚᲘ ᲓᲝᲜᲘᲡ ᲓᲠᲝᲡ. 4. ᲙᲐᲞᲘᲢᲐᲚᲘᲡ ᲡᲬᲠᲐᲤᲐᲓ ᲠᲔᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲠᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲡᲐᲫᲚᲔᲑᲚᲝᲑᲔᲑᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲔᲑᲘᲡ ᲝᲞᲢᲘᲛᲐᲚᲣᲠᲘ ᲚᲘᲥᲕᲘᲓᲣᲠᲝᲑᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲮᲝᲠᲪᲘᲔᲚᲔᲑᲘᲡ ᲨᲘᲓᲐ ᲓᲐ ᲒᲐᲠᲔ ᲞᲘᲝᲑᲔᲑᲘᲡ ᲪᲕᲚᲘᲚᲔᲑᲘᲡ ᲓᲠᲝᲡ. 5. ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲠᲔᲡᲣᲠᲡᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲙᲛᲐᲠᲘᲡᲘ ᲛᲝᲪᲣᲚᲝᲑᲘᲡ ᲤᲝᲠᲛᲘᲠᲔᲑᲘᲡᲐ ᲓᲐ ᲛᲐᲗᲘ ᲝᲞᲢᲘᲛᲐᲚᲣᲠᲘ ᲡᲢᲠᲣᲥᲢᲣᲠᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲡᲐᲞᲠᲝᲒᲜᲝᲖᲝ ᲛᲝᲪᲣᲚᲝᲑᲔᲑᲘᲡ ᲨᲔᲡᲐᲑᲐᲛᲘᲡᲐᲓ. 6. ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲜᲮᲝᲠᲪᲘᲔᲚᲔᲑᲘᲡ ᲞᲠᲝᲪᲔᲡᲨᲘ ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲤᲘᲜᲐᲜᲡᲣᲠᲘ ᲬᲝᲜᲐᲡᲬᲝᲠᲝᲑᲘᲡ ᲣᲖᲠᲣᲜᲕᲔᲚᲧᲝᲤᲐ. 7. ᲡᲐᲬᲐᲠᲛᲝᲡ ᲛᲝᲥᲛᲔᲓᲘ ᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲞᲠᲝᲒᲠᲐᲛᲘᲡ ᲒᲐᲜᲮᲝᲠᲪᲘᲔᲚᲔᲑᲘᲡ ᲓᲐᲩᲥᲐᲠᲔᲑᲘᲡ ᲒᲖᲔᲑᲘᲡ ᲫᲘᲔᲑᲐ.

ᲞᲘᲠᲕᲔᲚᲘ ᲐᲛᲝᲪᲐᲜᲐ

საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის განვითარების მაღალი ტემპებით საკმარისი საინვესტიციო მხარდაჭერის უზრუნველყოფა. ეს ამოცანა რეალიზდება ცალკეულ ეტაპებზე ოპერაციული საქმიანობის განვითარების სტრატეგიული მიზნების გადაჭრისათვის, არასაბრუნავი საოპერაციო აქტივების გაფართოებული კლავწარმოების მაღალი ტემპების უზრუნველყოფისათვის და მომავალ პერიოდში საწარმოს ეფექტიანი და დაბალანსებული საინვესტიციო პროგრამის ფორმებისათვის საჭირო ინვესტირების მოცულობაზე მოთხოვნების განსაზღვრის გზით.

ᲛᲔᲝᲠᲔ ᲐᲛᲝᲪᲐᲜᲐ

საწარმოს ცალკეული, რეალური და ფინანსური ინვესტიციებით და მთლიანად მისი საინვესტიციო საქმიანობის მაქსიმალური შემოსავლიანობის (მომგებიანობის) უზრუნველყოფა საინვესტიციო

რისკის გათვალისწინებული დონის დროს. ინვესტიციების შემოსაელიანობის მაქსიმიზაციას აღწევენ საწარმოს მიერ ყველაზე უფრო ეფექტიანი (წმინდა საინვესტიციო მოგების მაჩვენებლის მიხედვით) საინვესტიციო პროექტების და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტებით შერჩევით. ამ ამოცანის გადაჭრის დროს საჭიროა ვითვალისწინებდეთ იმას, რომ შემოსაელიანობის (წმინდა საინვესტიციო მოგების) დონის მაქსიმიზაცია აღწევენ, როგორც წესი, საინვესტიციო რისკების დონის არსებითად აწევისას, რადგან ამ ორ მაჩვენებელს შორის პირდაპირი კავშირი არსებობს. ამიტომ ინვესტიციების შემოსაელიანობით (მომგებიანობის) დონის მაქსიმიზაცია უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს. დასაშვები საინვესტიციო რისკის ფარგლებში. ამ უკანასკნელის კონკრეტულ დონეს საწარმოს მესაკუთრეები ან მესაკუთრეები ადგენენ, მათი საინვესტიციო ქცევის მენტალიტეტის (საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების დროს რისკის დონის მიმართ დამოკიდებულების) გათვალისწინებით.

მესამე ამოცანა

საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტიციების და მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის საინვესტიციო რისკის მინიმიზაციის უზრუნველყოფა მათი შემოსაელიანობის (მომგებიანობის) გათვალისწინებული დონის დროს. თუკი ინვესტიციების შემოსაელიანობის (მომგებიანობის) დონე წინასწარაა მოცემული ან დაგეგმილი, მაშინ დიდმნიშვნელოვანი ამოცანაა მთლიანად ამ შემოსაელიანობის (მომგებიანობის) უზრუნველმყოფი ცალკეული სახის ინვესტიციებისა და მთლიანად საინვესტიციო პროგრამის (ინვესტიციების პორტფელის) საინვესტიციო რისკის დონის შემცირება. საინვესტიციო რისკის დონის ამგვარი მინიმიზაცია შეიძლება უზრუნველვყოთ საინვესტიციო პროექტებისა და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების დივერსიფიკაციით; ცალკეული სახის საინვესტიციო რისკის თავიდან აცილებით და საინვესტიციო საქმიანობაში არსებულ სხვა პარტნიორებზე გადაცემით; მათი შიდა და გარე დაზღვევის ეფექტიანი ფორმებით.

მეოთხე ამოცანა

კაპიტალის სწრაფად რეინვესტირების შესაძლებლობებისა და ინვესტიციების ოპტიმალური ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შიდა და გარე პირობების ცვლილების დროს. ქვეყნის ცვალებადმა საინვესტიციო გარემომ, ინვესტიციების მთელი ბაზრის ან მისი ცალკეული სეგმენტების კონიუნქტურის ცვლილებებმა, საწარმოს განვითარების სტრატეგიული მიზნების ანდა ფინანსური პოტენციალის შეცვლამ შეიძლება დასცეს ცალკეული საინვესტიციო პროექტებისა და ინვესტორების ფინანსური ინსტრუმენტების შემოსაელიანობის (მომგებიანობის) მოსალოდნელი დონე. ამიტომ დიდი მნიშვნელობა აქვს კაპიტალის დროულად რეინვესტირებას ინვესტირების იმ ყველაზე უფრო შემოსაელიან (მომგებიან) ობიექტებში, რომლებიც მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის საჭირო დონეს უზრუნველყოფენ. კაპიტალის ამგვარად რეინვესტირების შესაძლებლობათა უზრუნველყოფის უმნიშვნელოვანეს პირობად გვევლინება საწარმოს მიერ შედგენილი საინვესტიციო პროგრამის (ინვესტიციების პორტფელის) ლიკვიდურობის დონის ოპტიმიზაცია, რომელიც მისი შემადგენელი საინვესტიციო პროექტების (ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების) ჭრილშია ფორმირებული. ამ შემთხვევაში საუბარია ოპტიმიზებაზე, რადგან საინვესტიციო პროგრამის (პორტფელის) ლიკვიდურობის დონის მაქსიმიზაციას, როგორც წესი, თან ახლავს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის დაქვეითება, მისი მინიმიზაცია კი დაბლა სწევს საინვესტიციო მანევრის შესაძლებლობებს და აქვეითებს გადახდისუნარიანობას ინვესტირების პროცესში საწარმოს ფინანსური წონასწოროების დარღვევის ფონზე.

მეხუთე ამოცანა

საინვესტიციო რესურსების საკმარისი მოცულობის ფორმირებისა და მათი ოპტიმალური სტრუქტურის უზრუნველყოფა საინვესტიციო საქმიანობის საპროგნოზო მოცულობების შესაბამისად.

ამ ამოცანას წყვეტენ რეალური და ფინანსური ინვესტირების სფეროში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საპროგნოზო მოცულობებთ ან ყველა ფორმით (ფულადი, საქონლური თუ არამატერიალური) მოზიდული საინვესტიციო რესურსების მოცულობის დაბალანსების გზით. ამაში დიდ როლს თამაშობს ცალკეული რეალური პროექტების დაფინანსების სქემების დასაბუთება და საწარმოს მთელი საინვესტიციო საქმიანობისთვის კაპიტალის მოზიდვის წყაროების სტრუქტურის ოპტიმიზაცია, აგრეთვე, გათვალისწინებული წყაროებიდან სხვადასხვა ფორმის საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვის ღონისძიებათა სისტემის შემუშავება.

მეექვსე ამოცანა

საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში საწარმოს ფინანსური წონასწორობის უზრუნველყოფა. ამ წონასწორობას ახასიათებს საწარმოს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის მაღალი დონე მისი განვითარების ამა თუ იმ ეტაპზე. იგი საწარმოს მიერ ეფექტიანი საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი პირობაა. ეს უკავშირდება დიდი ოდენობით ფინანსური რესურსების სახსრების მნიშვნელოვან მოცდენას ინვესტირების პროცესში და, როგორც წესი — ხანგრძლივი პრიოდით. გარდა ამისა, საინვესტიციო საქმიანობაში ფულადი ნაკადები არსებითი უთანაბრობით გამოირჩევა. ამიტომ ყველა ასპექტით საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებისას საწარმომ წინასწრ უნდა განჭვრიტოს, თუ რა გავლენას იქონიებს იგი საწარმოს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობაზე, და ამ მიზნით უნდა მოახდინოს ინვესტირებული კაპიტალის სტრუქტურისა და საინვესტიციო ფულადი ნაკადების ოპტიმიზება.

მეშვიდე ამოცანა

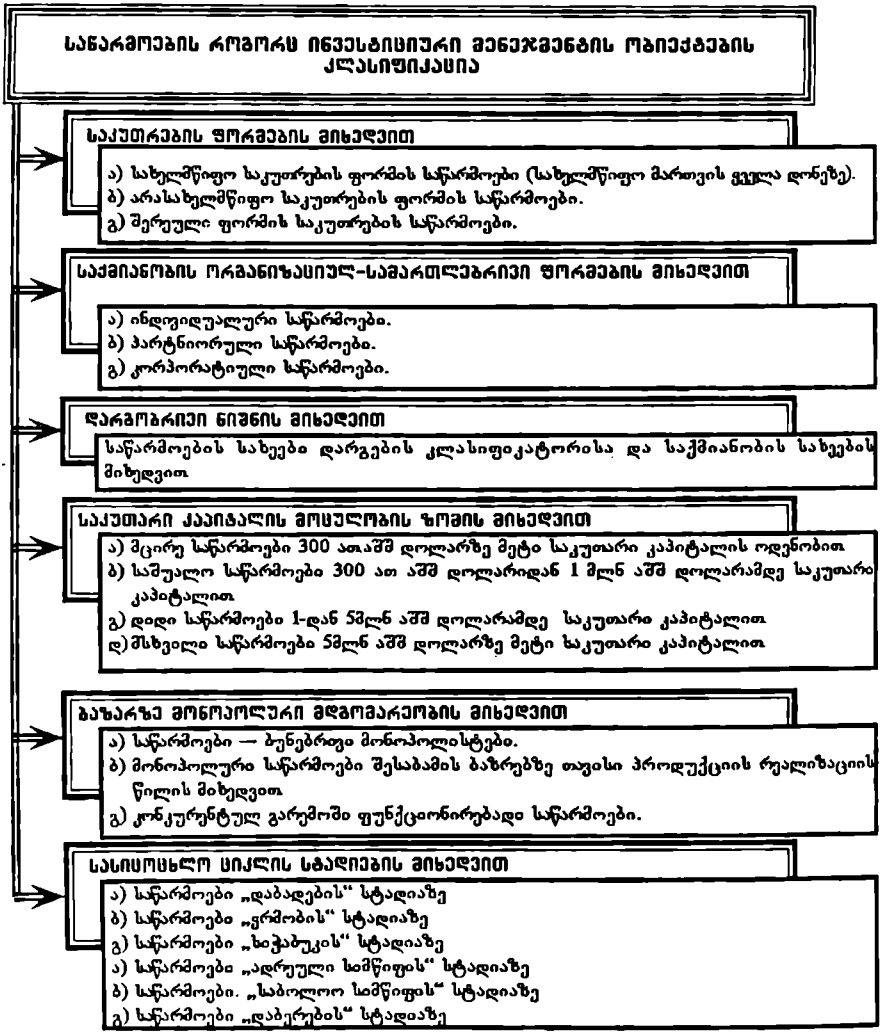
საწარმოს მოქმედი საინვესტიციო პროგრამის რეალიზების დამყარების გზების ძიება. საწარმოს საინვესტიციო პროგრამით გათვალისწინებული საინვესტიციო პროექტები რაც შეიძლება სწრაფად უნდა შესრულდეს შემდეგი მოტივებიდან გამომდინარე: უპირველეს ყოელისა, თითოეული საინვესტიციო პროექტის განხორციელების სწრაფი ტემპები ხელს უწყობს მთლიანად საწარმოს ეკონომიკური განვითარების დაჩქარებას; გარდა ამისა, მით უფრო სწრაფად იწყებს ჩამოყალიბებას საწარმოს დამატებითი წმინდა ფულადი ნაკადი წმინდა საინვესტიციო შოგებისა და საამორტიზაციო ანარიცხების სახით; საწარმოს საინვესტიციო პროგრამის რეალიზების დაჩქარება ამცირებს საკრედიტო რესურსების გამოყენების ვადებს (კერძოდ, იმ საინვესტიციო პროექტებისათვის, რომლებსაც მოზიდული კაპიტალის ხარჯზე აფინანსებენ); ბოლოს, საწარმოს საინვესტიციო პროგრამაში შეტანილი საინვესტიციო პროექტების სწრაფად რეალიზება ამცირებს ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის შეცვლით, ქვეყანაში შექმნილი საინვესტიციო გარემოს გაუარესებით, ინფლაციით და სხვა ფაქტორებით განპირობებულ საინვესტიციო რისკების დონეს.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ყველა განხილული ამოცანა მჭიდროდაა ერთმანეთთან დაკავშირებული, თუმცა ზოგიერთი მათგანი სხვადასხვა მიმართულების მქონეა (მაგალითად, ინვესტიციების მაქსიმალური შემოსაელიანობის უზრუნველყოფა საინვესტიციო რისკის მინიმიზების პარალელურად; საწარმოს ფინანსური წონასწორობის უზრუნველყოფა საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში და ინვესტიციების მაქსიმალური შემოსაელიანობის უზრუნველყოფა და ა.შ.) ამიტომ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესში მისი მთაავარი ამოცანის ეფექტიანად განხორციელებისათვის ცალკეული ამოცანები ერთმანეთს შორის უნდა იყოს ოპტიმიზებული. საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ცალკეული ამოცანების რანჟირებას ახდენენ თითოეული მათგანის მნიშვნელობის განსაზღვრის გზით და ამ დროს გამოდიან მათი პრიორიტეტულობიდან საწარმოს განვითარებისთვის და მისი მესაკუთრეებისა და მენეჯერების საინვესტიციო ქცევის მენტალიტეტიდან.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტები და მათი კლასიფიკაცია

ისევე, როგორც მართვის ყოველი სისტემა, საინვესტიციო მენეჯმენტიც გულისხმობს მართვის გარკვეული ობიექტის არსებობას. ესაა საწარმოს ინვესტიციები და მისი საინვესტიციო საქმიანობა.

საინვესტიციო რესურსების ფორმირების თავისებურებები, საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებები და ფორმები და მასთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადები არსებითად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან სხვადასხვა საწარმოში. ამიტომ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების თავისებურებათა პოზიციებიდან აუცილებელი ხდება საწარმოების როგორც საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტების კლასიფიცირება ცალკეული საკლასიფიკაციო ნიშან-თვისებების მიხედვით (ნახ. 36.4).



ნახ. 36.4. საწარმოების, როგორც ინვესტიციური მენეჯმენტის ობიექტების კლასიფიკაცია

საინვესტიციო მენეჯმენტის ობიექტების დაყოფა საკუთრების ფორმების მიხედვით

საინვესტიციო მენეჯმენტის პოზიციებიდან, მიღებულია საკუთრების ფორმების მიხედვით სახელმწიფო საკუთრების და არასახელმწიფო ფორმების საწარმოების გამოყოფა.

საკუთრების სახელმწიფო ფორმის საწარმოთა ძირითადმა მასამ (სახელმწიფო მართვის ყველა დონეზე) ჯერ კიდევ საბაზრო რეფორმების დაწყებამდე ჩამოაყალიბა თავისი კაპიტალი. მათი Kთავისებურებაა საკუთარი კაპიტალის მაღალი ხვედრითი წილი, უპირატესად ძირითად საშუალებებში ავანსირებულ მთლიან თანხაში. მათი მოძველებული პარკი და დატვირთვის დაბალი კოეფიციენტი წარმოების ეარდნის პირობებში განაპირობებს ამ საწარმოებში ინვესტირებული კაპიტალის გამოყენებისა და კაპიტალური აქტივების სწრაფი რენოვაციის საკმაოდ დაბალ ეფექტიანობას საკუთრების ალტერნატიული ფორმების მქონე საწარმოებთან შედარებით. სახელმწიფო საწარმოების მნიშვნელოვანი განმასხვავებელი ნიშანია (საინვესტიციო მენეჯმენტის პოზიციებიდან) ისიც, რომ საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პროცესში მათ გარკვეულ ნაწილს შეიძლება სახელმწიფო მხარდაჭერის იმედი ჰქონდეს (დაფინანსება ბიუჯეტის ხარჯზე, შეღავათიანი კრედიტების მიღება, სახელმწიფო გრანტების მოპოვება უცხოური სესხების მოზიდვის დროს და ა.შ.).

საკუთრებისარასახელმწიფოფორმისსაწარმოებიძირითადადამბოლოათწლეულისგანმავლობაშია შექმნილი. ამიტომ მათი კაპიტალური აქტივებისა და ინვესტირებული კაპიტალის სტრუქტურა უფრო ოპტიმალურადაა ჩამოყალიბებული. ამასთან, ეკონომიკის კრიზისულად განვითარების პირობებში პრაქტიკულად ნულამდეა დაყვანილი სახელმწიფოს მხრიდან მათი ფინანსური მხარდაჭერა. ეს საწარმოები, როგორც წესი, უფრო მეტადაა მორგებული გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში სამეურნეო საქმიანობას. ისინი უფრო ოპერატიულად რეაგირებენ საქონლისა და ინვესტიციების ბაზრების კონიუნქტურის ცვლილებაზე და ამიტომ ფულადი ნაკადების ინტენსიობაც უფრო მეტი აქვთ, საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაცია კი – უფრო ფართო, ვიდრე საკუთრების სახელმწიფო ფორმის მქონე საწარმოებს.

საკუთრების შერეული ფორმის საწარმოებში ინტეგრირებულია ორივე სახის საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის თავისებურებები.

საწარმოების დაყოფა საქმიანობის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმების მიხედვით

საქმიანობის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმების მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ საწარმოების სამ პრინციპულ სახეს: ინდივიდუალურს, პარტნიორულსა და კორპორაციულს.

ინდივიდუალური საწარმოები ჩვენი ქვეყნის თანამედროვე პირობებში ჯერ კიდევ საკმაოდ არაა განვითარებული, მაშინ, როდესაც საზღვარგარეთის პრაქტიკაში ისინი ყველაზე უფრო მასობრივია და საწარმოთა მთლიანი რაოდენობის 70-75%-ს შეადგენს. ამის მიზეზი ისაა, რომ პრივატიზაციის ამოცანებისა და პირობების შესაბამისად, სახელმწიფო საწარმოების უმრავლესობის პრივატიზება კოლექტიური ფორმით ხდებოდა, ახალი ინდივიდუალური საწარმოების შექმნას კი აფერხებს მეწარმეებში სასტარტო კაპიტალის უკმარისობა და კონიუნქტურის ეარდნა საქონლისა და მომსახურების ბაზრის სეგმენტების უმრავლესობაზე. ინდივიდუალური საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობა მინიმალურია და უფრო მეტად ძირითადი საშუალებების მიმდინარე რენოვაციით შემოიფარგლება.

თანამედროვე პერიოდში ყველაზე უფრო პარტნიორული საწარმოებია გავრცელებული. ამასთან, მათი უდიდესი უმრავლესობა შეზღუდული პასუხისმგებლობის საწარმოების ფორმითაა შექმნილი. ასეთი საწარმოების ფინანსური პოტენციალი მნიშვნელოვნად მეტია ინდივიდუალურ საწარმოებთან შედარებით, რაც განაპირობებს მათი საინვესტიციო საქმიანობის უფრო დივერსიფიცირებულ ფორმებს და საინვესტიციო მართვის ორგანიზაციულ დამოუკიდებლობას.

კორპორაციული საწარმოები ღია და დახურული სააქციო საზოგადოებების ფორმითაა შექმნილი. მათი ნაწილი უცხოური კაპიტალის მონაწილეობით მოქმედებს. ასეთი საწარმოების საინვესტიციო

საქმიანობის თავისებურებებია: გარე წყაროებიდან, აქციებისა და ობლიგაციების ემისიის გზით, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ფართო შესაძლებლობები, აქტიური საქმიანობა ფასიანი ქაღალდებისბაზარზე, საინვესტიციოოპერაციებისსახეებისფართოდდივერსიფიცირება, საინვესტიციო და სხვა სახის მოგების ხარჯზე სადივიდენდო ფონდის ფორმირების აუცილებლობა აქციონერებზე გასაცემად, საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ყველაზე უფრო ღრმა სპეციალიზაცია.

სანარმოთა ინვესტიციური საქმიანობის დაყოფა დარგობრივი ნიშნის მიხედვით

დარგობრივი ნიშნის მიხედვით საწარმოებს ყოფენ დარგების (საქმიანობის სახეების) მოქმედი კლასიფიკატორის შესაბამისად. საწარმოთა საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი თავისებურებები ხასიათდება პროდუქციის ხვედრითი კაპიტალტევადობის (წარმოებული და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების ერთეულზე დაბანდებული კაპიტალის მოცულობის და საბრუნავი და არასაბრუნავი აქტივების თანაფარდობის არსებითი განსხვავებით (მიმოქცევის სფეროს საწარმოებში ჭარბობს საბრუნავი აქტივების ხვედრითი წილი, მაშინ, როდესაც ეკონომიკის საწარმოო სექტორის საწარმოებში უპირატეს ხვედრით წილს არასაბრუნავი აქტივები შეადგენს); საოპერაციო და საინვესტიციო ციკლების ხანგრძლივობით (რომელიც განსაზღვრავს მთელი საინვესტიციო კაპიტალის მიმოქცევის განსხვავებულ სისწრაფეს).

სანარმოთა საქმიანობის დაყოფა საკუთარი კაპიტალის მოცულობის მიხედვით

საკუთარი კაპიტალის მოცულობის ზომის მიხედვით გამოყოფენ მცირე, საშუალო, დიდ და მსხვილ საწარმოებს. 36.4 ნახაზზე მოყვანილია ამ ნიშნით საწარმოთა კლასიფიკაციის რაოდენობრივი კრიტერიუმები, რომლებიც ოფიციალური არაა და დინამიკაშიც ცვალებადია. საწარმოს კაპიტალის ოდენობა განსაზღვრავს სასესხო წყაროებიდან მისი საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოტენციალს, მისი საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობასა და ფორმების დიეერსიფიკაციას, ინვესტიციების მართვის სპეციალიზაციას.

სანარმოთა კლასიფიკაცია ბაზარზე მონოპოლური მდგომარეობის მიხედვით

ბაზარზე მონოპოლიური მდგომარეობის მიხედვით არსებობს „ბუნებრივი მონოპოლიები“, საწარმოები, რომლებსაც მონოპოლიური მდგომარეობა უკავიათ შესაბამის ბაზარზე თავიანთი პროდუქციის რეალიზაციის ხვედრითი წილის კრეიტერიუმით; საწარმოები, რომლებიც თავიანთ საქმიანობას კონკურენტულ საბაზრო გარემოში ეწევიან. ჩამოთვლილი საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის მთავარი თავისებურებაა მონოპოლიური ფასწარმოქმნის მექანიზმის გამოყენებით მიღებული მოგების ხარჯზე საკუთარი საინვესტიციო რესურსების ჩამოყალიბების განსხვავებული პოტენციური შესაძლებლობები.

სანარმოების კლასიფიკაცია განვითარების სასიცოცხლო ციკლის სტადიების მიხედვით

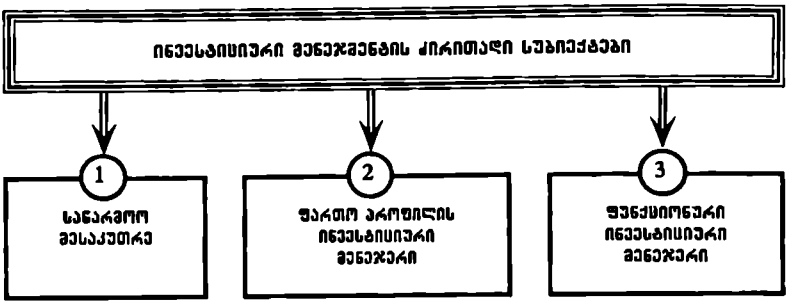
სასიცოცხლო ციკლის სტადიის მიხედვით გამოყოფენ ისეთ საწარმოებს, რომლებიც იმყოფებიან „დაბადების“, „ყრმობის“, „სიჭაბუკის“, „ადრეული სიმწიფის“, „საბოლოო სიმწიფისა“ და „დაბერების“ სტადიებზე. სასიცოცხლო ციკლის სხვადასხვა სტადიებზე მყოფი საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის თავისებურებები მდგომარეობს საინვესტიციო მოთხოვნათა განსხვავებულ დონეებში (და ამის შესაბამისად ფინანსური რესურსების მთელი მოცულობის მატების განსხვავებულ ტემპებშიც), სასესხო კაპიტალის მოზიდვის განსხვავებულ შესაძლებლობებში; საინვესტიციო და ოპერაციების დიეერსიფიკაციის განსხვავებულ დონეში; საინვესტიციო რისკის სხვადასხვა დონეში.

ცალკეული საწარმოების როგორც საინვესტიციო მართვის ობიექტის თავისებურებათა გათვალისწინება საინვესტიციო მენეჯმენტის უფრო ეფექტიანად წარმართვის საშუალებას იძლევა.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი სუბიექტების შემადგენლობა

საინვესტიციო მენეჯმენტს, როგორც მმართველ სისტემას ახასიათებს მართვის გარკეული სუბიექტების არსებობაც. საინვესტიციო მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკა ამ სუბიექტების სამ ძირითად ჯგუფს გამოყოფს (ნახ. 36.5):

1. საწარმოს მესაკუთრე დამოუკიდებლად ახორციელებს საინვესტიციო მენეჯმენტის ფუნქციებს, როგორც წესი, საინვესტიციო საქმიანობის მცირე მოცულობის მქონე მომცრო საწარმოებში. ამ შემთხვევაში საჭირო არაა ამ ფუნქციების შემსრულებელი სპეციალისტის დაქირავება.



ნახ. 36.5. ინვესტიციური მენეჯმენტის ძირითადი სუბიექტების შემადგენლობა

2. ფართო პროფილის საინვესტიციო მენეჯერი ის დაქირავებული სპეციალისტია, რომელიც საწარმოს საინვესტიციო მართვის პრაქტიკულად ყველა ფუნქციას ასრულებს. ასეთ სპეციალისტებს ძირითადად იყენებენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საერთო ხელმძღვანელობისთვის.

3. ფუნქციური საინვესტიციო მენეჯერი ისეთი დაქირავებული ვიწრო სპეციალისტია, რომელიც მართვის სპეციალიზებულ ფუნქციებს ასრულებს. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ერთ-ერთ სფეროში პრაქტიკაში გამოყოფილია ფუნქციური საინვესტიციო მენეჯერების სპეციალიზაციის შემდეგი ფორმები:

ა) საწარმოს რეალური ინვესტიციების მართვის მენეჯერი;

ბ) საწარმოს ფინანსური ინვესტიციების მართვის მენეჯერი;

გ) საინვესტიციო რესურსების ფორმირების და საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადების მართვის მენეჯერი; დ) საინვესტიციო რისკების მენეჯერი და სხვა.

საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობის გაფართოებასა და მისი დიეერსიფიკაციის მატებასთან ერთად ყველა დონის საინვესტიციო მენეჯერზე მოთხოვნილება იზრდება, მათი სპეციალიზაცია კი თანდათანობით უფრო ფართოვდება.

36.4. საინვესტიციო მენეჯმენტის ფუნქციები და მექანიზმი

საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემა თავისი მიზნისა და ძირითადი ამოცანების რეალიზებას გარკვეული ფუნქციების შესრულებით ახდენს. ეს ფუნქციები ორ მთავარ ჯგუფადაა დაყოფილი, რომლებსაც განსაზღვრავს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სისტემის კომპლექსური შინაარსი.

1. **საინვესტიციო მენეჯმენტის როგორც მმართველი სისტემის ფუნქციები.** ეს ფუნქციები მართვის ნებისმიერი პროცესის (ნებისმიერი მმართველური სისტემის) შემადგენელი ნაწილია საწარმოს საქმიანობის სახის, სიდიდის, საკუთრების ფორმის და ა.შ. მიუხედავად. მართვის თეორიაში ამ ფუნქციებს საერთო (ზოგად) ფუნქციებს უწოდებენ.

2. **საინვესტიციო მენეჯმენტის, როგორც საწარმოს მართვის სპეციალური სფეროს ფუნქციები.** ამ ფუნქციების შემადგენლობას განსაზღვრავს მოცემული მმართველური სისტემის კონკრეტული ობიექტი. მართვის თეორია მათ სპეციფიკურ ფუნქციებად განიხილავს.

ამ ჯგუფების ჭრილში საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი ფუნქციების შემადგენლობა ყველაზე ზოგადი სახით 36.6. ნახაზზეა წარმოდგენილი. განვიხილოთ საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი ფუნქციების შინაარსი ცალკეული ჯგუფების ჭრილში.

საინვესტიციო მენეჯმენტის, როგორც მმართველობითი სისტემის ფუნქციები

საინვესტიციო მენეჯმენტის, როგორც მმართველი სისტემის ფუნქციების ჯგუფში ძირითადია შემდეგი:

1. **საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში, საწარმოს ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიიდან და ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის პროგნოზიდან გამომდინარე, აყალიბებენ საინვესტიციო საქმიანობის მიზნებისა და მიზნობრივი მაჩვენებლების სისტემას გრძელვადიანი პერიოდისთვის; განსაზღვრავენ იმ პრიორიტეტულ ამოცანებს, რომლებიც უახლოეს პერსპექტივაში უნდა გადაწყდეს; ამუშავებენ საწარმოს საქმიანობის პოლიტიკას მისი ინვესტირების ძირითადი ფორმების მიხედვით. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიას განიხილავენ როგორც მისი ეკონომიკური განვითარების საერთო სტრატეგიის განუყოფელ ნაწილს.

2. **საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ასპექტის მიხედვით მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებისა და რეალიზაციის უზრუნველმყოფი ორგანიზაციული სტრუქტურების შექმნა.** ასეთ სტრუქტურებს აგებენ ფუნქციური ან იერარქიული ნიშნით და გამოყოფენ კონკრეტულ „პასუხისმგებლობის ცენტრებს". საინვესტიციო მენეჯმენტის ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში საჭიროა საწარმოს ფუნქციონირების ცვალებადი პირობებისა და საინვესტიციო საქმიანობის ცვალებადი მიმართულებების მიმართ ამ ორგანიზაციული სტრუქტურების მუდმივი ადაპტირებული უზრუნველყოფა.

3. **საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ალტერნატიული ვარიანტების დასაბუთების უზრუნველმყოფი ეფექტიანი საინფორმაციო სისტემების ფორმირება.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში უნდა განისაზღვროს საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო მოთხოვნილებათა მოცულობები და შინაარსი; ჩამოყალიბდეს ინფორმაციის ის შიდა და გარე წყაროები, რომლებიც ამ მოთხოვნილებებს აკმაყოფილებენ; მოეწყოს საწარმოს საინვესტიციო პოზიციის და ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის მუდმივი მონიტორინგი.

4. **საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტის ანალიზის განხორციელება.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში ტარდება ცალკეული საინვესტიციო ოპერაციების ექსპრეს—ანალიზი. ინვესტიციების ეფექტიანობის ძირითადი მაჩვენებლების დინამიკისა და დონის კვლევა მათი ცალკეული ფორმებისა და "პასუხისმგებლობის ცენტრების" მიხედვით; ხორციელდება იმ ფაქტორების ფუნდამენტური ანალიზი, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეულ მაჩვენებლებზე მოქმედებენ განსახილველ პერიოდში.

5. **საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დაგეგმვის განხორციელება მისი ძირითადი მიმართულებების მიხედვით.** ამ ფუნქციის რეალიზება უკავშირდება მიმდინარე გეგმებისა და ოპერატიული ბიუჯეტების სისტემის შედგენას საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებების, ფორმებისა და სახეების და მთელი საწარმოს მიხედვით. ასეთი დაგეგმვის საფუძველია შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგია, რომელსაც დაკონკრეტება ესაჭიროება დასახული სტრატეგიული მიზნისკენ საწარმოს თანდათანობით სვლის ყოველ ეტაპზე.

6. **საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში მიღებული მმართველური გადაწყვეტილებათა რალიზაციის სტიმულირების ქმედითი სისტემის შემუშავება.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში ყალიბდება წახალისებისა და სანქციების სისტემა საწარმოს ცალკეული სტრუქტურული ქვედანაყოფების ხელმძღვანელებისა და მენეჯერების ჭრილში, რომლებიც ითვალისწინებს დადგენილი მიზნობრივი მაჩვენებლების, საინვესტიციო ნორმატივებისა და საგეგმო დავალებათა შესრულება — არშესრულებას.

სტიმულირების სისტემის ინდივიდუალიზაციას უზრუნველყოფს საწარმოში ხელმძღვანელებისა და საინვესტიციო მენეჯერების შრომის ანაზღაურების საკონტრაქტო ფორმის დანერგვა.

7. საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში მიღებულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა რეალიზაციის ეფექტიანი კონტროლის განხორციელება. საინვესტიციო მენეჯმენტის ამ ფუნქციის განხორციელება უკავშირდება საწარმოში შიდა კონტროლის სისტემის შექმნას; ცალკეული სამსახურებისა და საინვესტიციო მენეჯერების მაკონტროლებელი მოვალეობების დანაწილებას; საკონტროლო მაჩვენებლებისა და პერიოდების სისტემის განსაზღვრას; განხორციელებული კონტროლის შედეგებზე ოპერატიულად რეაგირებას.

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲛᲔᲜᲔᲯᲛᲔᲜᲢᲘᲡ ᲠᲝᲒᲝᲠᲪ ᲛᲐᲠᲗᲕᲘᲡ ᲡᲞᲔᲪᲘᲐᲚᲣᲠᲘ ᲡᲤᲔᲠᲝᲡ ᲤᲣᲜᲥᲪᲘᲔᲑᲘ

საინვესტიციო მენეჯმენტის როგორც საწარმოს მართვის სპეციალური სფეროს ფუნქციების ჯგუფში ძირითადია:

1. **რეალური ინვესტიციების მართვა.** ამ მართვის ფუნქციებია მოქმედ ძირითად საშუალებებზე და არამატერიალურ აქტივებზე, აგრეთვე, ახლად ფორმირებული კაპიტალური აქტივების მოცულობასა და სტრუქტურაზე არსებული მოთხოვნილების გამოკვლევა; ცალკეული რეალური პროექტების ძიება და მათი საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება, შემდეგ კი — ყველაზე უფრო ეფექტიანი პროექტების ამორჩევა; საწარმოს რეალური ინვესტიციების საინვესტიციო პროგრამის შედგენა და მისი რეალიზაციის უზრუნველყოფა.

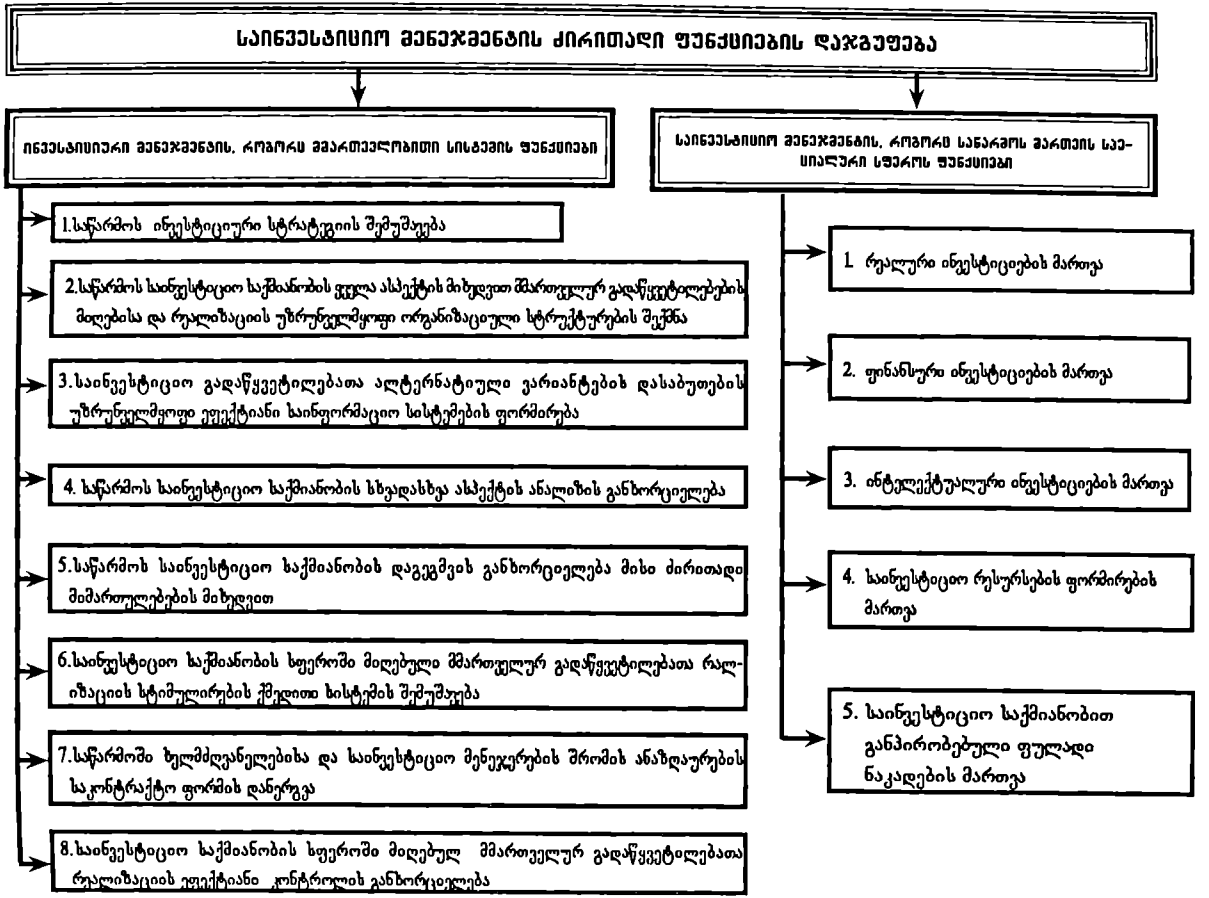
2. **ფინანსური ინვესტიციების მართვა.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში განსაზღვრავენ ფინანსური ინვესტიციების მიზნებს; აფასებენ ინვესტიციების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო თვისებებს და ირჩევენ მათ შორის ყველაზე უფრო ეფექტიანებს; ადგენენ ფინანსური ინვესტიციების პორტფელს მისი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდურობის კრიტერიუმების მიხედვით; დროულად ახდენენ ამ პორტფელი რესტრუქტურიზაციას.

3. **ინტელექტუალური ინვესტიციების მართვა** იწყება მას შემდეგ, რაც მოხდება მისი იდენტიფიცირება, მისი პარამეტრების ინდექსაცია და მისი განეითარებისათვის, მართვისა და შეძენისათვის ღონისძიებების განსაზღვრა. აღნიშნული პროცესი თავის თავში მოიცავს ღონისძიებათა შედ სახეს, რომლებიც ცალ-ცალკე ქვემოთ არის აღნიშნული.

4. **საინვესტიციო რესურსების ფორმირების მართვა.** ამ ფუნქციის რეალიზაციის პროცესში ადგენენ შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზაციისთვის საჭირო საინვესტიციო რესურსებზე საერთო მოთხოვნილების პროგნოზს მისი განხორციელების ცალკეული ეტაპების მიხედვით; განსაზღვრავენ საკუთარი წყაროების ხარჯზე (მოგება, საამორტიზაციო ანარიცხები და ა.შ.) საინვესტიციო რესურების ფორმირების შესაძლებლობებს; ფინანსურ ბაზარზე სიტუაციიდან გამომდინარე (უპირველეს ყოვლისა, სასესხო პროცენტის ნორმა) განსაზღვრავენ საინვესტიციო მიზნით სასესხო კაპიტალის მოზიდვის მიზანშეწონილობას. საინვესტიციო რესურსების წყაროების ოპტიმიზების პროცესში უზრუნველყოფენ საკუთარი და ნასესხები კაპიტალების რაციონალურ თანაფარდობას და ინვესტიციების დაფინანსების ნასესხები წყაროების დივერსიფიკაციას ცალკეული კრედიტორების ჭრილში, საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში საწარმოს ფინანსური მდგრადობის უზრუნველყოფის მიზნით.

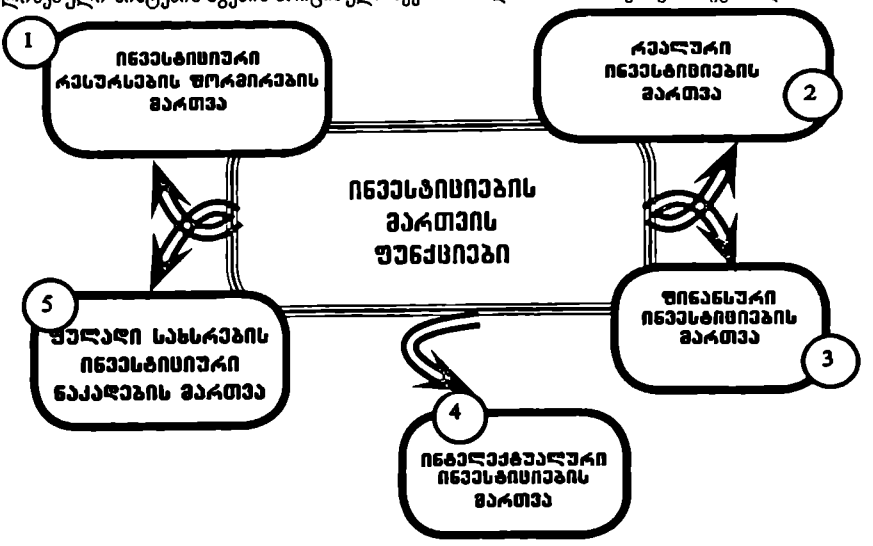
5. **საინვესტიციო საქმიანობით განპირობებული ფულადი ნაკადების მართვა.** ამ ფუნქციის შესრულებას უზრუნველყოფენ საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ფულადი სახსრების მიღება-ხარჯვის პროგნოზირებით, მათი მოცულობების დაბალანსებითა და ფულადი ნაკადების სინქრონიზებით დროში.

საინვესტიციო მენეჯმენტის, როგორც საწარმოს მართვის სპეციალური დარგის ძირითადი ფუნქციები ყველაზე უფრო აგრეგირებული სახითაა განხილული. ცალკეული საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის სპეციფიკის გათვალისწინებით შესაძლებელია თითოეული ამ ფუნქციის დაკონკრეტება უფრო მიზანმიმართულად. ამ დაკონკრეტების პროცესში ყოველ საწარმოში



ნახ. 36.6. საინვესტიციო მენეჯმენტის ძირითადი ფუნქციების დახასიათება ცალკეული ჯგუფების ჭრილში

შეიძლება აიგოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მრავალდონიანი ფუნქციური სისტემა. ასეთი დეტალიზებული სისტემის აგების პრინციპული სქემა 36.7 და 36.8 ნახაზებზეა მოყვანილი.



ნახ. 36.7. საწარმოს ინვესტიციების მართვის ძირითადი ფუნქციები

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲛᲔᲜᲔᲯᲛᲔᲜᲢᲘᲡ ᲛᲔᲥᲐᲜᲘᲖᲛᲘ ᲓᲐ ᲛᲘᲡᲘ ᲡᲢᲠᲣᲥᲢᲣᲠᲐ

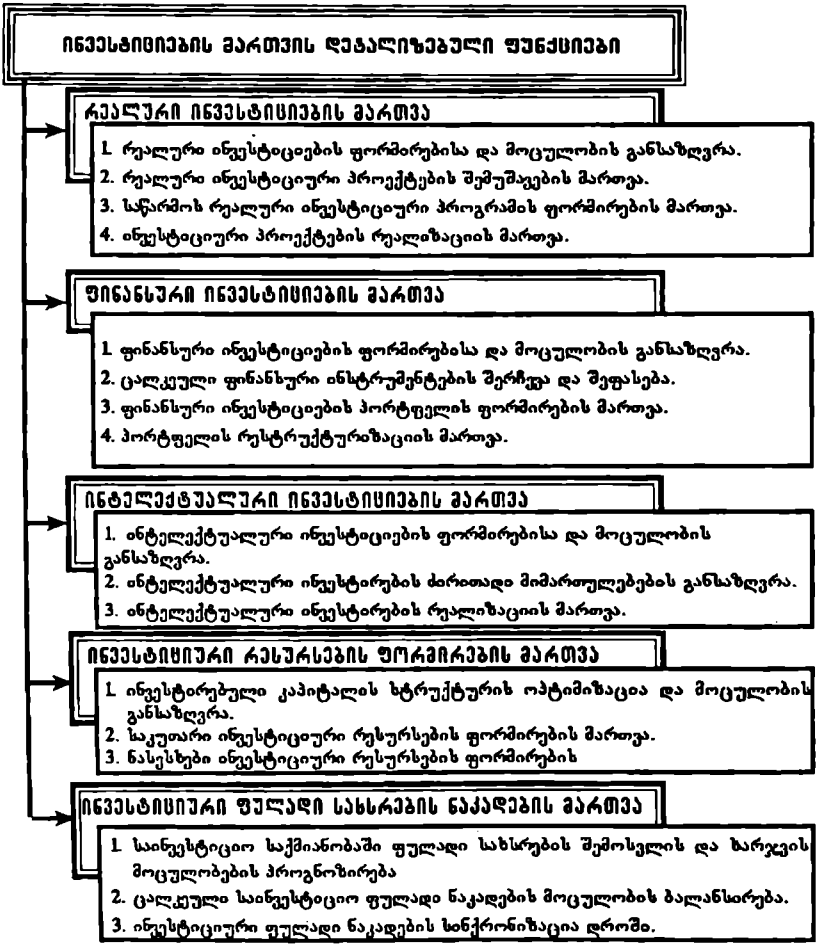
საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესი გარკვეულ მექანიზმს ეყრდნობა. საინვესტიციო მენეჯმენტის მექანიზმი არის იმ ძირითადი ელემენტების სისტემა, რომლებიც არეგულირებენ საწარმოს საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შემუშავებისა და რეალიზაციის პროცესს. საინვესტიციო მენეჯმენტის მექანიზმის სტრუქტურაში შემდეგი ელემენტები შედის (ნახ. 36.9).

1. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების საბაზრო მექანიზმი. ეს მექანიზმი ყალიბდება, უპირველეს ყოვლისა, ინვესტიციის ბაზრის (პირველ რიგში — ფასიანი ქაღალდების ბაზრის), აგრეთვე, საქონლის ბაზრის (პირველ რიგში — წარმოების საშუალებების, წარმოების საგნების და მზა პროდუქციის ბაზრის) სფეროებში, მათი ცალკეული სეგმენტების ჭრილში. ამ ბაზრებზე მოთხოვნა და მიწოდება აყალიბებს ცალკეულ კაპიტალურ საქონელსა და ფინანსურ ინსტრუმენტებზე ფასებისა და კოტირების დონეს, განსაზღვრავენ ინვესტირების ცალკეული ინსტრუმენტების შემოსავლიანობის საშუალო ნორმასა და საინვესტიციო რისკის საშუალო საბაზრო დონეს. საბაზრო ურთიერთობების გაღრმავებასთან ერთად საწარმოთა საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების საბაზრო მექანიზმის როლი გაიზრდება.

2. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფო ნორმატიულ — სამართლებრივი რეგულირება. საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში ამ სფეროში საწარმოთა საქმიანობის სირთულე და მრავალწახნაგოვნება აუცილებელს ხდის მის სახელმწიფოებრივ რეგულირებას. როგორც მსოფლიო გამოცდილება მოწმობს, ასეთი მრავალასპექტიანი სახელმწიფოებრივი რეგულირება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ყველა ქვეყანაში ხორციელდება, რაც არ ეწინააღმდეგება ინვესტირების მიმართულებისა და ფორმების შერჩევაში საწარმოთა ფართო დამოუკიდებლობას.

აღსანიშნავია, რომ ჩვენს ქვეყანაში საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის რეგულირების სფეროში ჯერ კიდევ არ დასრულებულა. სახელმწიფო ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის ჩამოყალიბება და იგი შემდგომ განვითარებას საჭიროებს.

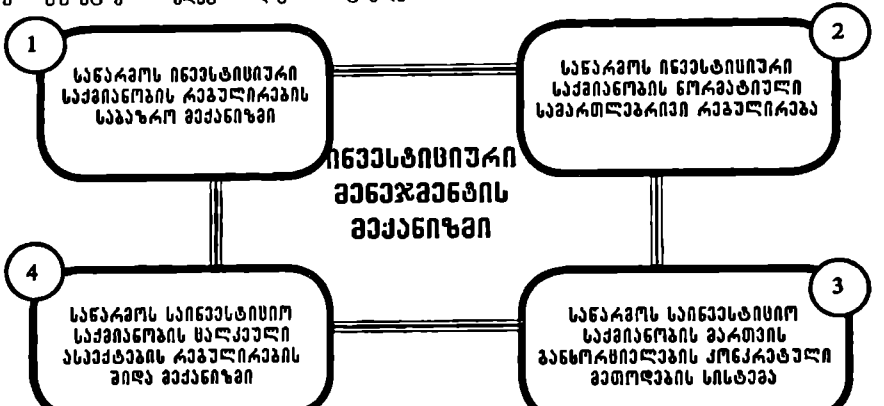
3. **საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების რეგულირების შიდა მექანიზმი.** ასეთი რეგულირების მექანიზმი თვით საწარმოს ფარგლებში ყალიბდება და, შესაბამისად, ახდენს მისი ინვესტიციების ეფექტიანობის ამა თუ იმ საკითხებზე ოპერატიული მმართველური გადაწყვეტილებების რეგლამენტირებას. მაგალითად, საინვესტიციო საქმიანობის მთელ რიგ ასპექტებს არეგულირებს საწარმოში შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგია და ინვესტირების ცალკეული მიმართულებების მიხედვით მიღებული მიზნობრივი საინვესტიციო პოლიტიკა.



ნახ. 36.8. საწარმოს ინვესტიციების მართვის მრავალდონიანი ფუნქციონალური სისტემა

4. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის განხორციელების კონკრეტული მეთოდების სისტემა. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზის, დაგეგმვისა და კონტროლის პროცესში იყენებენ მეთოდების ფართო სისტემას, რომელთა მეშვეობითაც აღწევენ საჭირო შედეგებს. მათგან ძირითადია: ტექნიკური-ეკონომიკურ გაანგარიშებათა მეთოდი; ეკონომიკურ-სტატისტიკური და ეკონომიკურ-მათემატიკური მეთოდები, შედარებები და სხვა.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ეფექტიანი მექანიზმი მთლიანად საწარმოს წინაშე მდგარი მიზნებისა და ამოცანების რეალიზების საშუალებას იძლევა და ხელს უწყობს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ფუნქციების შედეგიანად განხორციელებას.



ნახ. 36.9. საინვესტიციო მენეჯმენტის რეგულირების საბაზრო მექანიზმი

36.5. საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკა და მისი ადგილი ერთიანი ფინანსური სტრატეგიის შემუშავებაში

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ადგილი ერთიანი ფინანსური სტრატეგიის შემადგენლობაში

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა ექვემდებარება მისი განვითარების გრძელვადიან მიზნებს და ამიტომ უნდა განხორციელდეს წინასწარ შემუშავებული საინვესტიციო პოლიტიკის შესაბამისად. ასეთი პოლიტიკა ყალიბდება საწარმოს ერთიანი ფინანსური სტრატეგიის შემადგენლობაში როგორც მისი დამოუკიდებელი ბლოკი. ეს ბლოკი წარმოადგენს ღერძს, რამდენადაც იგი მიმართულია საწარმოს არა მხოლოდ ფინანსური, არამედ კორპორაციული სტრატეგიის რეალიზაციაზე — საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის არასრული და არაეფექტიანი რეალიზაცია საშიშროების ქვეშ აყენებს მის მთელ სტრატეგიულ ხაზს.

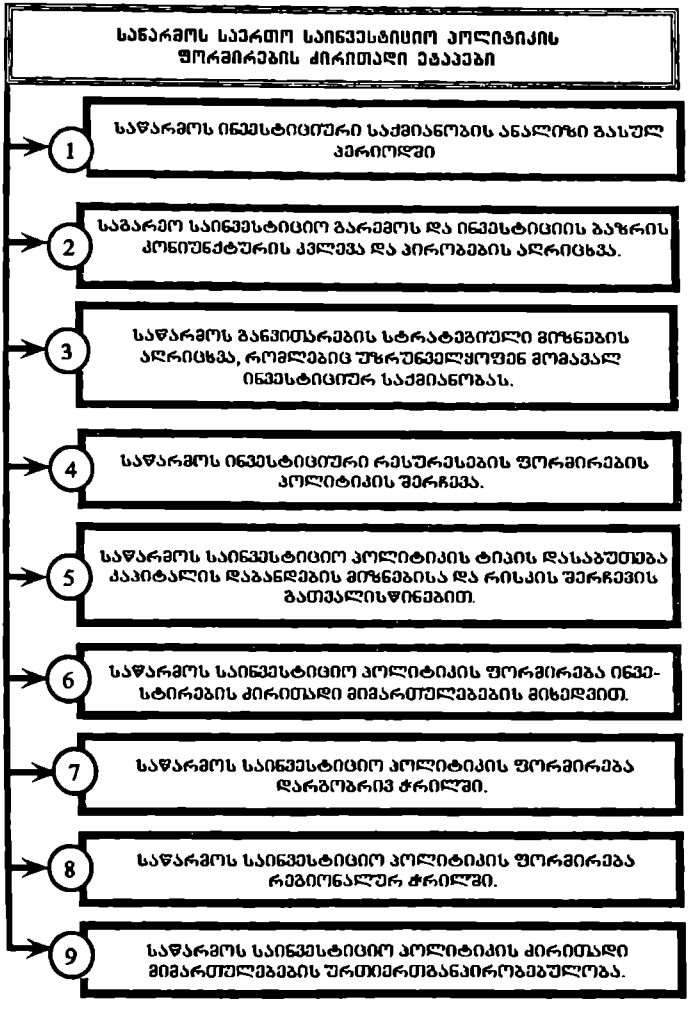
საინვესტიციო პოლიტიკა წარმოადგენს საწარმოს საერთო ფინანსური სტრატეგიის ნაწილს, მისი რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტიციების უფრო ეფექტიანი ფორმების შერჩევასა და განხორციელებაში, მისი მაღალი ტემპებით განვითარებისა და საბაზრო ღირებულების მუდმივად ზრდის მიზნით.

საწარმოს საერთო საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავება მოიცავს შემდეგ ძირითად ეტაპებს (ნახ. 36.10.)

სანარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ანალიზი გასულ პერიოდში

ასეთი ანალიზის ძირითად მიზანს წარმოადგენს საწარმოს შინაგანი საინვესტიციო პოტენციალისა და მისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ყოველმხრივი შეფასება.

ანალიზის პირველ სტადიაზე შეისწავლება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საერთო მოცულობა განხილული პერიოდის ცალკეულ ეტაპზე, ამ მაჩვენებლის დინამიკის ტემპები შედარებულია ოპერაციული აქტივების ერთობლივი თანხის, საკუთარი კაპიტალის და პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის განვითარების ტემპებთან.



ნახ. 36.10. საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების ძირითადი მიმართულებები

ანალიზის მეორე სტადიაზე იკვლევენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიმართულებების — მისი რეალური, ფინანსური და ინტელექტუალური ინვესტირების მოცულობების თანაფარდობას. ხდება ინვესტირების ამ მოცულობების დინამიკის ტემპების ერთმანეთში შეჯერება, განისაზღვრება ინვესტირების თითოეული მიმართულების ხვედრი წონა, იკვლევენ მათ როლს საწარმოს განვითარებაში.

ანალიზის მესამე სტადიაზე განიხილება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციის დონე დარგობრივი და რეგიონალური თვალსაზრისით, განისაზღვრება მისი ოპერაციული საქმიანობის განვითარების დარგობრივი და რეგიონალური პოლიტიკის დონეების შესაბამისობის ხარისხი.

ანალიზის მეოთხე სტადიაზე შეისწავლება საწარმოს საინვესტიციო რესურსების შემადგენლობისა და მოცულობის დინამიკა, მათი შესაბამისობა კაპიტალის ფორმირების საერთო პოლიტიკასთან. ამ სტადიის პროცესში განისაზღვრება საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის ღირებულება ცალკეული წყაროებიდან; საკუთარი და საინვესტიციო მიზნით მოზიდული სესხის კაპიტალის შესაბამისობა; ცალკეული წყაროებიდან საინვესტიციო რესურსების მოზიდვის მოცულობის შესაძლებლობის გაზრდა.

ანალიზის მეხუთე სტადიაზე განისაზღვრება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობა განხილულ პერიოდში. ამ მიზნით გამოიყენება საინვესტიციო საქმიანობის რენტაბელობის მაჩვენებლების სისტემა, მათ შორის ინვესტირების მიმართულებების მიხედვით; წარმოებას ამ მაჩვენებლების შედარება აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობასთან; განიხილება საინვესტიციო რესურსების ბრუნვადობის მაჩვენებლები; ფაქტორული ანალიზის მეთოდებით ადგენენ საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ცალკეული მაჩვენებლების გაელენის ხარისხს საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდაზე.

საგარეო საინვესტიციო გარემოს და ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის კვლევა და პირობების აღრიცხვა

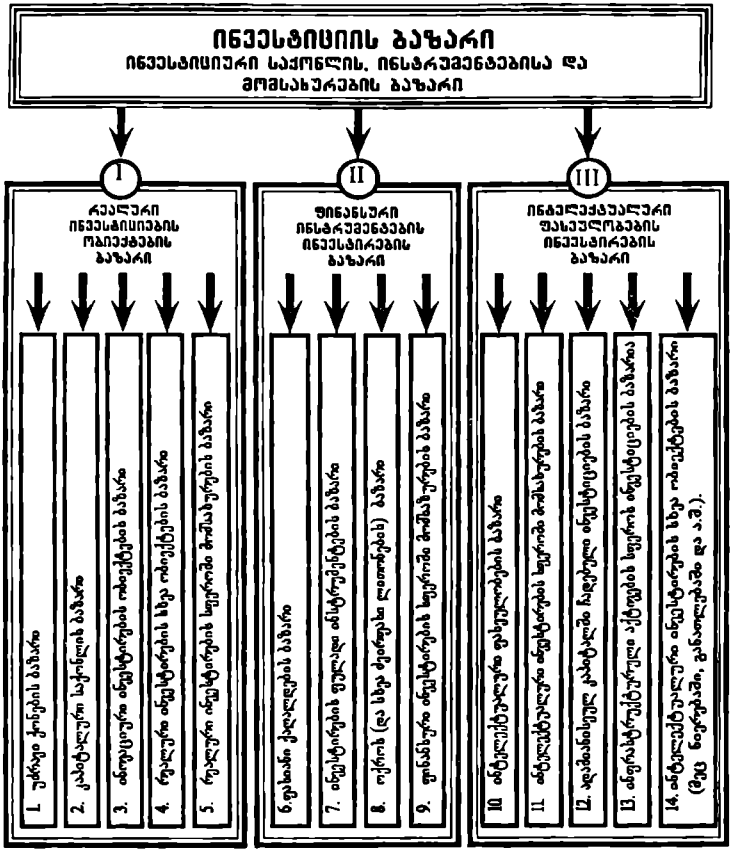
ამგვარი გამოკვლევის პროცესში შეისწავლება მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის და ინვესტირების ცალკეული ფორმის ჭრილში სამართლებრივი პირობები („საინვესტიციო კლიმატი"). ანალიზი უკეთდება საინვესტიციო ბაზრის მიმდინარე კონიუნქტურას და მის განმსაზღვრელ ფაქტორებს; პროგნოზი უკეთდება საინვესტიციო ბაზრის უახლოეს კონიუნქტურას მისი ცალკეული სეგმენტის ჭრილში, რომლებიც დაკავშირებულია საწარმოს საქმიანობასთან. საინვესტიციო ბაზრის კონიუნქტურის კვლევის პროცესში მხედველობაში უნდა მივიღოთ, რომ ეს შედგება არა მარტო ფინანსური ბაზრის ცალკეული სახეებისგან (ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზარი, ოქროსი და სხვა ძვირფასი მეტალების ბაზარი), არამედ აგრეთვე რეალური ინვესტირების ობიექტების ბაზრის ცალკეული სახეებისაგან, რომელთა შორის მთავარ როლს ასრულებენ შემდეგი ბაზრები (ნახ. 36.11.):

უძრავი ქონების ბაზარი. ბაზრის ეს სახე საწარმოების გარდაქმნას განიხილავს როგორც მთლიან ქონებრივ კომპლექსებს; პრივატიზაციის ობიექტებს, რომლებიც მთლიანად აუქციონებზე იყიდება, კონკურსით ან მთლიანად გამოისყიდიან შრომითი კოლექტივები (პრივატიზებული ობიექტების ის ნაწილი, რომლებიც დასაწყისში აუქციონზე გააქვთ, შემდეგ კი რეალიზდება აქციების პაკეტების სახით, წარმოადგენენ ფინანსური ინვესტირების ობიექტებს); დაუმთავრებელი მშენებლობების საწარმოო ობიექტები; ოფისები, საწარმოს თანამშრომელთა ბინები, მიწის ნაკვეთები და ა.შ.

კაპიტალური საქონლის ბაზარი. თანამედროვე საინვესტიციო პრაქტიკაში ბაზრის ამ სახეს მიეკუთვნება საწარმოო — ტექნიკური დანიშნულების საქონლის გარდაქმნა (მანქანები, მექანიზმები, საწარმოო აღჭურვილობა), საკომუნიკაციო და კავშირის საშუალებები, კომპიუტერული ტექნიკა, აგრეთვე სამშენებლო დანიშნულების საქონლის ფართო ნომენკლატურა (სამშენებლო მასალები).

ინოვაციური ინვესტირების ობიექტების ბაზარი. ყიდვა-გაყიდვის ობიექტებად ამ ბაზარზე ითვლება პატენტები გამოგონებებსა და აღმოჩენებზე, ლიცენზიები მათი გამოყენების უფლებებზე,

ნოუ-ჰაუ, სავაჭრო მარკები, სავაჭრო ნიშნები და სხვა უფლებები. ეს ბაზარი ნებას რთავს საწარმოებს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში შექმნან აუცილებელი არამატერიალური აქტივები.



ნახ. 36.3. ინვესტიციის ბაზარი და მისი მდგენელები

რეალური ინვესტორების დანარჩენი სხვა ობიექტების ბაზარი. ამ ბაზარზე ბრუნვის საგნად გვევლინება სხვა დანარჩენი საქონელი, რომლებიც არ შედიან ზემოთ განხილულ ჯგუფებში, გამოიყენებიან რეალური ინვესტიციების განხორციელების პროცესში საწარმოს გარე ბრუნვისა და ოპერაციულ აქტივებში.

მომსახურების ბაზარი რეალური ინვესტიციების სფეროში. ამ ბაზარზე ბრუნვის ობიექტებად გამოდიან მომსახურების ისეთი სახეები, როგორიცაა: რეალური საინვესტიციო პროექტების ბიზნეს-გეგმების მოშზადება (ან კონსულტაციები მისი დასაბუთების ცალკეული განყოფილებების მიხედვით); ცალკეული ობიექტების და ტექნოლოგიური პროცესების დაპროექტება, სამშენებლო — სამონტაჟო სამუშაოების განხორციელება და ა.შ.

საინვესტიციო ბაზრის საგარეო საინვესტიციო საშუალებებისა და კონიუნქტურების გამოკვლევა ხორციელდება სტრატეგიული, ტექნიკური და ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებით.

საწარმოს განვითარების სტრატეგიული მიზნების აღრიცხვა, რომლებიც უზრუნველყოფენ მის მომავალ საინვესტიციო საქმიანობას

საწარმოების კორპორაციული და ფინანსური სტრატეგიების მიზნების ხასიათი, რომელიც საჭიროებს საინვესტიციო მხარდაჭერას, უნდა განიხილებოდეს როგორც საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების სისტემა. აღნიშნული უნდა აისახებოდეს მის საინვესტიციო პოლიტიკაში. ამისათვის მისაღებია ის ფაქტი, რომ, საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის მიმართულების განსაზღვრულ ობიექტურ ფაქტორად გამოდის სასიცოცხლო ციკლის სტადია, რომელშიც იმყოფება საწარმო. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მიზნების დიფერენციაციის ხასიათის დამოკიდებულება მის სასიცოცხლო ციკლის კონკრეტულ სტადიაზე შეიძლება ილუსტრირებული იქნეს მოცემული ცხრილში 36.4.

ინვესტიციური საქმიანობის სტრატეგიული მიზნების დიფერენციაცია საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის სტადიებზე დამოკიდებულებით

ცხრილი 36.4

საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის სტადიები	საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი სტრატეგიული მიზნები
1 „ბავშვობა“	• რეალური ინვესტირების მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა; • საინვესტიციო საქმიანობის არაწმგებიანობის უზრუნველყოფა;
2. „სიყმაწვილე“	• რეალური ინვესტირების მოცულობების გაფართოება; • რალური ინვესტირების მიმართულებების დივერსიფიკაცია; • მიმდინარე საინვესტიციო მოგების მინიმალური ნორმის უზრუნველყოფა.
3. „ადრეული სიმწიფის პერიოდი“	• „ინვესტიციის კრიტიკული მასაზე“ გასვლის უზრუნველყოფა; • რეალური ინვესტირების ფორმების დივერსიფიკაცია; • ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება; • ინვესტირებული კაპიტალის ზრდის აუცილებელი ტემპების უზრუნველყოფა.
4. „სრული სიმწიფე“	• „ინვესტიციის კრიტიკული მასის“ შენარჩუნება; • რეალური და ფინანსური ინვესტირების ფორმების ფართო დივერსიფიკაცია • საინვესტიციო შემოსავლის საშუალო ნორმის უზრუნველყოფა; • არაეკონომიკური მიზნების თანმდევი რეალური ინვესტიციების განვითარება.
5. „დაბერება“	• ამორტიზებული აქტივების დროული რენოვაციის უზრუნველყოფა; • ფინანსური ინვესტირებადი პორტფელის „შეკუმშვა“ მისი შემოსავლიანობის დონის ამაღლების მიზნით; • დაბალრენტაბელური საინვესტიციო ობიექტებიდან კაპიტალის დეინვესტირება დანაკარგების მინიმალური ოდენობით; • კაპიტალის რეინვესტირება საოპერაციო საქმიანობის აუცილებელი მოცულობის შენარჩუნების მიზნით.

საწარმოს საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოლიტიკის შერჩევა

საწარმოს ზოგადი საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების ამ ეტაპზე დგება საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოტენციური შესაძლებლობის პროგნოზი საკუთარი ფინანსური წყაროების ხარჯზე (ფინანსური რესურსების საერთო თანხის სავარაუდო განაწილების გათვალისწინებით

საწარმოს საქმიანობის ცალკეული მიმართულების ჭრილში). გარდა ამისა, მიღწეული სტრატეგიული ფინანსური პოზიციების და კაპიტალის ბაზარზე პროგნოზირებული სიტუაციების გათვალისწინებით განისაზღვრება საინვესტიციო საქმიანობისათვის სასესხო ფინანსური სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობა და მიზანშეწონილობა.

საინვესტიციო რესურსების წყაროების სტრუქტურის ოპტიმიზაციის პროცესში ჟალიბდება მომავალი გადასახადების ნაკადებისა და ცალკეული კრედიტორების მიხედვით დაფინანსების საკუთარი და ნასესხები წყაროების რაციონალური შესაბამისობა, მომავალში საწარმოს ფინანსური სიმტკიცის და გადახდისუნარიანობის შემცირების თავიდან აცილების მიზნით. საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პროცესში საწარმოო რისკების დონეების გათვალისწინებით განასხვაებენ პოლიტიკის სამ ძირითად ტიპს:

საინვესტიციო რესურსების ფორმირებების კონსერვატიული პოლიტიკა ორიენტირებულია უპირატესად მათი მოზიდვის საკუთარ შინაგან რესურსებზე. ნასესხები ფინანსური რესურსები საინვესტიციო საქმიანობისათვის მინიმალური მოცულობით მოიზიდება მხოლოდ იმისათვის, რათა უზრუნველყოფილ იქნას „ინვესტიციის კრიტიკული მასა" (საინვესტიციო საქმიანობის მინიმალური მოცულობა, რომელიც საშუალებას უქმნის საწარმოს მიიღოს წმინდა საოპერაციო მოგება). ასეთი პოლიტიკა უზრუნველყოფს საწარმოს ფინანსური უსაფრთხოების მაღალ დონეს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში, თუმცა არსებითად ზღუდავს მისი საინვესტიციო განვითარების შესაძლებლობებს.

საინვესტიციო რესურსების ფორმირების ზომიერი პოლიტიკა ორიენტირებულია მთლიანად საწარმოში კაპიტალის მიზნობრივ სტრუქტურაზე. ეს უკანასკნელი წარმოადგენს საწარმოს ფინანსური განვითარების სტრატეგიულ მიზნობრივ ნორმატივს. კაპიტალის ასეთი მიზნობრივი სტრუქტურა განისაზღვრება ფინანსური ლევერიჯის მექანიზმის საფუძველზე. იგი აწონასწორებს საწარმოს განვითარების ტემპებსა და მისი ფინანსური უსაფრთხოების მაჩვენებლებს საშუალო დარგობრივ დონეზე.

საინვესტიციო რესურსების აგრესიული პოლიტიკა ორიენტირებულია უპირატესად მათი მოზიდვის ნასესხებ წყაროებზე. ასეთი პოლიტიკის დროს საწარმოს მაღალ საინვესტიციო აქტივობას თან ახლავს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ფინანსური სიმტკიცის დაკარგვის რისკის გენერირება.

საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოლიტიკის ტიპის კონკრეტული შერჩევა განისაზღვრება საწარმოს ფინანსური მოქნილობის დონით, მისი სასიცოცხლო ციკლის სტადიებით, ცალკეული საინვესტიციო პროექტების განხორციელების მზადყოფნის ხარისხით, მათი მოსალოდნელი ეფექტიანობის დონით და რიგი სხვა ფაქტორებით.

ზემოთ განხილული პოლიტიკის შერჩეული ტიპის მიხედვით პროგნოზირებული საინვესტიციო რესურსების მოცულობა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საერთო მოცულობის ობიექტურ ზედა ზღვარს წარმოადგენს მომავალ პერიოდში; ამ მაჩვენებლის ობიექტური ქვედა ზღვარია „ინვესტიციის კრიტიკული მასა".

საინვესტიციო პოლიტიკის ტიპის დასაბუთება კაპიტალის ჩადების მიზნით რისკების უპირატესობის გათვალისწინებით

საწარმოს ზოგადი საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების ამ ეტაპზე განისაზღვრება მისი საინვესტიციო საქმიანობის მიზნობრივი ფუნქცია შემოსავლიანობის და რისკის დონეების შესაბამისობის კრიტერიუმების მიხედვით. ასეთი კრიტერიუმი ემყარება საწარმოს სტრატეგიულ გეგმებში შემავალ ფინანსური მართვის ზოგად ფილოსოფიას.

ინვესტორის მიერ შერჩეული რისკის კრიტერიუმის მიხედვით ფინანსური მენეჯმენტის თეორიაში გამოყოფენ ჩვეულებრივ საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის სამ ტიპს: კონსერვატიულს, ზომიერს ან აგრესიულს.

კონსერვატიული საინვესტიციო პოლიტიკა მიმართულია საინვესტიციო რისკის მინიმიზაციისაკენ და ეს პრიორიტეტული მიზანია. ამ პოლიტიკის განხორციელებისას ინვესტორი არ ისწრაფვის არც

ინვესტიციისგან მიმდინარე შემოსავლის სიდიდის, არც კაპიტალის მატების მაქსიმიზაციისაკენ (და შესაბამისად საწარმოს საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაციისაკენ), არამედ ზრუნავს კაპიტალის დაბანდების უსაფრთხოებაზე. ასეთი პოლიტიკის რეალიზაციის ფორმას წარმოადგენს კონსერვატიული საინვესტიციო პროგრამების შექმნა (კომპრომისული საინვესტიციო პორტფელი).

ზომიერი (კომპრომისული) საინვესტიციო პოლიტიკა მიმართულია ინვესტირებისათვის ისეთი ობიექტების შერჩევაზე, რომლებშიც მიმდინარე შემოსავლიანობის დონე, კაპიტალის ზრდის ტემპები და რისკის დონე შედარებით მეტად უახლოვდება საშუალო ბაზრის დონეს. ამ პოლიტიკის რეალიზაციისას საწარმო არ ესწრაფვის თავისი საინვესტიციო შემოსავლის მაქსიმიზაციას და ერიდება კაპიტალის ჩადებას ინვესტირების მაღალრისკიან ობიექტებში, ერთდროულად თავს არიდებს დაბალშემოსაველიან საინვესტიციო პროექტებს და ინვესტირების ფინანსურ ინსტრუმენტებს. ასეთი პოლიტიკის განხორციელების ფორმად გვევლინება ზომიერი საინვესტიციო პროგრამების შექმნა (ზომიერი საინვესტიციო პორტფელი).

აგრესიული საინვესტიციო პოლიტიკა მიმართულია ჩადებული კაპიტალის მიმდინარე შემოსავლის მაქსიმიზაციაზე უახლოეს პერიოდში. ამ პოლიტიკის განხორციელებისას საინვესტიციო რისკის დონის შეფასებას, აღრიცხვასა და საწარმოს საბაზრო ღირებულების ზრდის შეაძლებლობებს შორეულ პერსპექტივაში მიეკუთვნებათ დამხმარე როლი. შესაბამისად, ასეთი საინვესტიციო პოლიტიკის დროს საწარმო თავს არიდებს კაპიტალის ჩადებას რეალურ პროექტებში დიდი საინვესტიციო ციკლით, დაბალი დონის დივიდენდების აქციებში, შორეული პერიოდით დაფარვის ობლიგაციებში და ა.შ. ასეთი პოლიტიკა რეალიზდება აგრესიული საინვესტიციო პროგრამების გზით (აგრესიული საინვესტიციო პორტფელი).

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ტიპის არჩევა კაპიტალის დაბანდების მიზნით მისი მესაკუთრეების და მენეჯერების სარისკო უპირატესობის გათვალისწინებით ხორციელდება შემდეგი ფაქტორების გათალისწინებით:

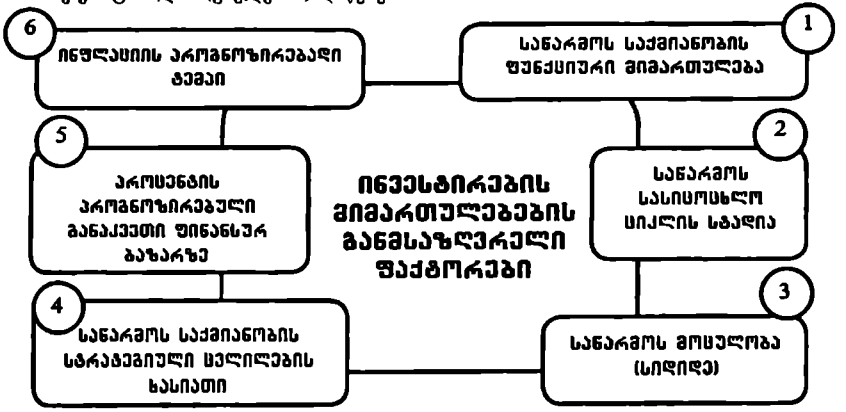
- საწარმოს ფინანსური ფილოსოფია;
- საწარმოს კორპორაციული და ფინანსური სტრატეგიის ტიპის შერჩევა;
- რეალური ინვესტირების პროექტების და ფინანსური ინსტრუმენტების ინვესტიციის ბაზარზე შერჩევის აუცილებლობა;
- საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმები ინვესტირების ძირითადი მიმართულებების მიხედვით

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების ამ ეტაპზე განისაზღვრება რეალური და ფინანსური ინვესტირების მოცულობის თანაფარდობა მისი მომავალი საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში. ამ თანაფარდობის ოპტიმიზაცია ემყარება მთელ რიგ საგარეო და საშინაო ობიექტური ფაქტორების გათვალისწინებას, რომელთა შორის ძირითადს წარმოადგენს (ნახ. 36.12).

— საწარმოს საქმიანობის ფუნქციური მიმართულება არსებითად გაელენას ახდენს რეალური და ფინანსური ინვესტირების მიმართულებების თანაფარდობაზე. საწარმოები — ინსტიტუციური ინვესტორები თავიანთ საინვესტიციო საქმიანობას ახორციელებენ უპირატესად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. მაშასადამე, მათი ხანგრძლივი საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებები იქნება ინვესტირება აქციებში, ობლიგაციებში, საშემნახველო სერთიფიკატებსა და სხვა საფონდო ინსტრუმენტებში. ასეთი საწარმოების რეალური ინვესტირების ხვედრი წონა ამ ჯგუფის ყოველი ინვესტორისათვის შეიძლება მერყეობდეს კანონმდებლობით ნებადართულ ფარგლებში. ამავე დროს მწარმოებელი საწარმოებისათვის ინვესტირების უპირატესი მიმართულებები იქნება რეალური დაბანდებები (კაპიტალური დაბანდებების, საპრივატიზაციო ობიექტების შესყიდვის და სხვა ფორმებით). სახელდობრ, ინვესტირების ეს მიმართულება ასეთ საწარმოებს საშუალებას აძლევს განვითარდეს უფრო მაღალი ტემპებით, აითვისოს პროდუქციის ახალი სახეები, შეაღწიოს ახალ

სასაქონლო და რეგიონალურ ბაზრებში. ასეთი საწარმოების ფინანსური ინვესტიციები, როგორც წესი, დაკავშირებულია დროებით თავისუფალ ფულადი სახსრების მოკლევადიან დაბანდებებთან ან ხორციელდებიან ცალკეული ფირმების (საწარმო – პარტნიორები; საწარმო-კონკურენტები და სხვა) საქმიანობაზე კონტროლის (გავლენის) დაწესების მიზნით.



ნახ. 36.12. ძირითადი ფაქტორების სისტემა, რომლებიც განსაზღვრავენ საწარმოს ინვესტირების მიმართულებების თანაფარდობას

- საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის სტადია განსაზღვრავს ინვესტირების სხვადასხვა მიმართულების საჭიროებისა და შესაძლებლობის განხორციელებას. ასე, სტადიებზე „ბავშვობა“ და „სიყმაწვილე“ საწარმოების მიერ განხორციელებული ინვესტიციების უმეტესობა ატარებს რეალურ ფორმას; სტადიაზე „ადრეული სიმწიფე“ ინვესტიციის ეს მიმართულება კიდევ გაბატონებულია; მხოლოდ სტადიაზე „სიმწიფის დასასრული“ საწარმოს შეუძლია ფინანსური ინვესტიციების ხვედრი წილის არსებითი გაფართოება.

  საწარმოს ზომები გავლენას ახდენენ რეალური და ფინანსური ინვესტირების მიმართულებების თანაფარდობაზე უშუალოდ საინვესტიციო რესურსების მეშვეობით. მცირე და საშუალო საწარმოებს, რომლებსაც სასესხო ფინანსური რესურსები შეზღუდული აქვთ, უძნელდებათ საოპერაციო საქმიანობის რენტაბელური განვითარებისათვის „ინვესტიციის კრიტიკული მასის“ ჩამოყალიბება. აქედან გამომდინარე, მცირე და საშუალო საწარმოები, საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობა კონცენტრირებულია უპირატესად რეალურ ინვესტირებაზე. მათ ფინანსური ინვესტიციის განხორციელებაზე ხელი არ მიუწვდებათ. ამასთან უნდა აღინიშნოს, რომ მსხვილ საწარმოებს ფინანსური მოქნილობის დონე (დაფინანსების გარეშე წყაროები ხელწიფებათ) მეტად მაღალი აქვთ. ეს მათ აძლევს საშუალებას განახორციელონ ფინანსური ინვესტირება უფრო ფართო მასშტაბებით.
- ოპერაციული საქმიანობის სტრატეგიული ცვლილების ხასიათი განსაზღვრავს საინვესტიციო რესურსების ფორმირებისა და გამოყენების ციკლურობას, და შესაბამისად, საინვესტიციო პროცესზე მათი ზემოქმედების ფორმებს. როგორც ცნობილია, თანამედროვე ლიტერატურაში გამოიყოფა საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის სტრატეგიული ცვლილების ორი პრინციპული მახასიათებელი — თანდათანობითი და წყვეტილი ცვლილებები. თანდათანობითი სტრატეგიული ცვლილებებისათვის დამახასიათებელია ოპერაციული საქმიანობის დინამიკის შინაგანი ლოგიკა. სტრატეგიული პერიოდის ცალკეული ინტერვალების განვითარებით დიდად არ განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან. წყვეტილი სტრატეგიული ცვლილებები ოპერაციული

საქმიანობის მოცულობის ზრდის ტრადიციული ეექტორისაგან მნიშვნელოვნად გადაიზრება და ნახტომისებურად ხორციელდება.

ოპერაციული საქმიანობის თანდათანობითი სტრატეგიული ცელილებების დროს საწამროს მიერ შექმნილი საინვესტიციო რესურსები გამოიყენება, როგორც წესი, სტრატეგიული პერიოდის თითოეული ინტერვალის ჩარჩოებში რეალური ინვესტირების საჭიროებისათვის. ასეთ პირობებში ფინანსური ინვესტირება ატარებს დროებითი თავისუფალი საინვესტიციო რესურსების გამოყენების მოკლევადიან ხასიათს და ხორციელდება მცირე მოცულობებით. საოპერაციო საქმიანობის წყვეტილი სტრატეგიული ცელილებების დროს საწარმოს უგროვდება დროებით გამოუყენებელი საინვესტიციო რესურსების საკმაოდ მნიშვნელოვანი მოცულობა, რომელიც შეიძლება გამოყენებულ იქნას როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიანი ფინანსური ინვესტირების პროცესში.

- ფინანსურ ბაზარზე პროგნოზირებული პროცენტის განაკვეთი გავლენას ახდენს საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტირების მიმართულებების თანაფარდობაზე წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმის ფორმირების მექანიზმის გზით. რეალურ ინვესტირებაში პროცენტის განაკვეთის ზრდა იწვევს წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმების შემცირებას, ისე როგორც სხვა თანაბარ პირობებში ზრდის მოზიდული საინვესტიციო რესურსების ღირებულებას. ფინანსურ ინვესტირებაში შეინიშნება საპირისპირო ტენდენცია — პროცენტის განაკვეთის ზრდით წმინდა საინვესტიციო მოგების ნორმა ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით ხშირ შემთხვევაში იზრდება.

  ინფლაციის პროგნოზირებადი ტემპები გავლენას ახდენს საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტირების მიმართულებების თანაფარდობაზე ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) ინფლაციის საწინააღმდეგო დაცვის სხვადასხვა დონესთან დაკავშირებით. რეალურ ინვესტიციებს აქვთ ინფლაციის საწინააღმდეგო დაცვის მაღალი დონე, მაშინ როცა რეალური ინვესტირების ობიექტებზე ფასები ჩვეულებრივ ინფლაციის ტემპის პირდაპირპროპორციულად იზრდება. ამავე დროს ინვესტირების უმრავლესი ფინანსური ინსტრუმენტის ინფლაციის საწინააღმდეგო დაცვის დონე ძალიან დაბალია — ინფლაციის პროცესში უფასურდება მოსალოდნელი საინვესტიციო მოგების არა მხოლოდ სიდიდე, არამედ თვითონ ინვესტირების ინსტრუმენტების ღირებულებაც (რაც ქვემოდებარება შემდგომ გადახდას). შესაბამისად, ინფლაციის ტემპების პროგნოზირებადი ზრდა გამოიწვევს რეალური ინვესტირების წილის ამაღლებას, როგორც ამავე დროს ინფლაციის ტემპების პროგნოზირებული შემცირება განაპირობებს საწარმოს ფინანსური ინვესტირების გააქტიურებას.

ინვესტირების რეალური და ფინანსური მიმართულებების შემდგომი შერჩევის ალტერნატიულობა მომავალი პერიოდის ცალკეულ ეტაპზე შეიძლება განისაზღვროს სოციალური, ეკოლოგიური, იმიჯური და სხვა ინსტიტუციონალური ფაქტორებით. საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების პროცესში ამ ფაქტორების გათვალისწინებით ინვესტირების სხვადასხვა მიმართულებები დიფერენცირდება მომავალი პერიოდის ცალკეული ინტერვალის მიხედვით.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირება დარგობრივ ჭრილში

საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი მიმართულებების განსაზღვრა საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების რთულ ამოცანას წარმოადგენს. საწარმოს განვითარების ზოგად კორპორაციულ სტრატეგიასთან ერთად ის საინვესტიციო საქმიანობის პორგნოზირებისადმი თანმიმდევრულ მიდგომას მოითხოვს.

პირველი სტადია

პირველ სტადიაზე საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი კონცენტრაციის ან დივერსიფიკაციის მიზანშეწონილობის გამოკვლევა წარმოებს. როგორც წესი, საწარმოს საქმიანობის საწყისი ეტაპები ინვესტორისათვის უკეთ ცნობილ ერთ დარგზე კონცენტრირდება. დასაწყეთის პრაქტიკის მიმოხილვა გვიჩვენებს, ბევრმა მეტად იღბლიანმა ინვესტორმა კეთილდღეობის მაღალ დონეს მიაღწია სტრატეგიული კონცენტრაციის გამოყენებით, განსაკუთრებით ამის მაგალითს გვაძლევს მეცნიერებატევადი პროდუქციების წარმოება (კომპიუტერული ტექნიკა, კომპიუტერული პროგრამები და ა.შ.), ანუ პროდუქცია,

რომელიც აკმაყოფილებს მომხმარებელთა ფართო წრის ახალ მოთხოვნებს. ამაღე დროს უნდა აღინიშნოს, რომ ამ სტრატეგიის ინვესტორებშიც ადგილი აქვს გაბანკროტებას. ეს განპირობებულია იმითაც, რომ კონცენტრაცია დაკავშირებულია საინვესტიციო რისკის საკმაოდ მაღალ დონესთან.

დარგობრიეი კონცენტრაციის სტრატეგია (თუ მას მაღალი რისკის მიუხედავად მაინც ირჩევენ ინვესტორები), შეიძლება გამოყენებული იქნეს საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის პირველ სამ სტადიაზე მაინც. ეს აიხსნება იმით, რომ ხელსაყრელი გარემოების პირობებში იგი უზრუნველყოფს საწარმოს განვითარების საკმაოდ მაღალ ტემპებს და კაპიტალის გაზრდას. საწარმოს სასიცოცხლო ციკლის შემდგომ სტადიებზე მომხმარებლის ძირითადი კონტიგენტის პორდუქციაზე მოთხოვნილების დაკმაყოფილების შესაბამისად შეიძლება დაინერგოს საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დივერსიფიკაციის სტრატეგია.

მეორე სტადია

მეორე სტადიაზე გამოიკვლევა საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დივერსიფიკაციის სხვადასხვა ფორმის მიზანშემიმართულობა. ასეთი კვლევა შეიძლება ჩატარდეს სასოფლო — სამეურნეო წარმოების, კვების მრეწველობის, ტრანსპორტის და სხვა დარგებში. დარგობრიეი დივერსიფიკაცია საშუალებას აძლევს ინვესტორს უფრო ფართოდ გამოიყენოს მარკეტინგის, საწარმოო ტექნოლოგიის და სხვა სფეროებში დაგროვილი გამოცდილება. შედეგად წინასწარ გათვალოს ინვესტიციების ეფექტიანობა. გარდა ამისა, დარგობრიეი დივერსიფიკაციის გამოყენება ასეთ შეზღუდულ ჩარჩოებშიც კი ხელს უწყობს საინვესტიციო რისკის დონის არსებითად შემცირებას.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაცია დარგების განსაზღვრული ჯგუფის ჩარჩოებში დაკავშირებულია „მეურნეობის მართვის სტრატეგიული ზონის“ ფორმირებასთან (ასეთი ფორმირება ხორციელდება კომპანიის ეკონომიკური განვითარების ზოგადი სტრატეგიის პროცესში). მეურნეობის მართვის სტრატეგიულ ზონას სრული პასუხისმგებლობა ეკისრება კონკურენტუნარიანი პროდუქციის ასორტიმენტის, ეფექტიანი გასაღების სტრატეგიის, აგრეთვე მათი უზრუნველმყოფი საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავებაზე.

ამასთან ერთად, საინვესტიციო საქმიანობის ზემოთხსენებული სტრატეგია არ გამორიცხავს ნაკლოვანებებსაც. მათ შორის ძირითადი მდგომარეობს იმაში, რომ მომიჯნავე დარგებს მათი განსაზღვრული ჯგუფის ჩარჩოებში გააჩნიათ ანალოგიური დარგობრიეი სასიცოცხლო ციკლი; ეს აძლიერებს საინვესტიციო რისკს, განსაკუთრებით ეკონომიკის ტრადიციულ დარგებში. გარდა ამისა, ასეთი დარგების პროდუქცია განიცდის დროის მიხედვით მსგავსი კონიუნქტურული ციკლების გავლენას. ეს გარემოება უფრო მეტად აძლიერებს საინვესტიციო რისკს ცალკეულ არახელსაყრელ პერიოდში. ამის გამო საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციის სტრატეგიით სარგებლობა ეფექტიანია დარგების განსაზღვრული ჯგუფის ფარგლებში, მხოლოდ შესაბამისი სასაქონლო ბაზრების კონიუნქტურის ხელსაყრელი პროგნოზის პირობებში.

მესამე სტადია

მესამე სტადიაზე შეისწავლება საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციის სხვადასხვა ფორმის მიზანშეწონილობა სხვადასხვა დარგების ჭრილში, რომლებიც ერთმანეთთან არიან დაკავშირებულნი. ასეთი სტრატეგიის გამოყენების აუცილებლობა განისაზღვრება იმით, რომ ბევრი მსხვილი და საშუალო კომპანიისათვის, რომლებიც თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ ხანგრძლივ პერიოდში, ტრადიციული დარგები (ცალკეული ან განსაზღვრული ჯგუფის ფარგლებში) ანელებენ პერსპექტიული განვითარების ტემპებს, ინვესტიციებიდან მაღალი უკუგების მიღებას; ასეთმა საწარმოებმა განვითარების ახალი შესაძლებლობები ინვესტირების დარგების სხვა ალტერნატიულ ჯგუფებში უნდა ეძიონ.

საინვესტიციო საქმიანობის ამგვარი დივერსიფიკაციის განხორციელების პირობად გეეული-ნება ეგრეთ წოდებული „მეურნეობის გაძღოლის სტრატეგიული ცენტრის“ ფორმირება. მის შემადგენლობაში

შედის მეურნეობის გაძღოლის რამდენიმე სტრატეგიული ზონა (მეურნეობრიობის ასეთი სტრატეგიული ცენტრის სისტემა პირველად რეალიზებული იქნა ამერიკულ ფირმა „ჯენერალ ელექტრიკში", რამაც ხელი შეუწყო მისი საინვესტიციო და სამეურნეო საქმიანობის ეფექტიანობის მნიშვნელოვნად ამაღლებას). მეურნეობის გაძღოლის სტრატეგიულ ცენტრში მუშავდება საინვესტიციო სტრატეგია, რომელიც წარმოადგენს კომპანიის საინვესტიციო პოლიტიკის დამოუკიდებელ შემადგენელ ელემენტს. სასიცოცხლო ციკლის განსხვავებული სტადიების მქონე დარგების შერჩევის და მათ პროდუქციაზე კონიუნქტურის დროში განსხვავებული მერყეობის გამო არსებითად მცირდება საინვესტიციო რისკის დონე.

საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაცია, რომელიც ხორციელდება საინვესტიციო პოლიტიკის დარგობრივი მიმართულებების შემუშავების მეორე და მესამე ეტაპების პროცესში, ხელს უწყობს მიიღონ სინერგიზმის ეფექტი. ამ დროს საწარმოს მრავალდარგობრივი საქმიანობის ზოგადი ეფექტი მნიშვნელოვნად მეტია, ვიდრე მისი ცალკეული დარგების ქვეგანყოფილებების ეფექტი. საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივი დივერსიფიკაციის პროცესში სინერგიზმის ეფექტის მისაღებად საწარმოს შეუძლია აირჩიოს შეტევითი საინვესტიციო პოლიტიკა, როცა ინვესტირების ობიექტების ძიების კრიტერიუმად გამოიყენება დარგობრივი კონგლომერატის მომავალი უპირატესობა, ან თავდაცვითი საინვესტიციო პოლიტიკა, როცა ინვესტირების ობიექტების ძიება მიმართულია ცალკეული დარგობრივი წარმოების ნაკლოვანებების აღმოფხვრაზე.

ამგვარად, საინვესტიციო საქმიანობის დარგობრივ შერჩევასთან დაკავშირებულია ორი პრინციპული საინვესტიციო პოლიტიკა — კონკურენტული, რომელიც მიმართულია საინვესტიციო მოგების მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფაზე ერთი დარგის ფარგლებში, და პორტფელური, რომელიც ხელს უწყობს საინვესტიციო მოგების მაქსიმიზაციას (საინვესტიციო რისკის დონის იმავდროული დაწევის დროს) დარგთაშორისი მიმართულებების სწორი შერჩევის ანგარიშზე. საინვესტიციო პოლიტიკის დარგობრივი დივერსიფიკაცია ხორციელდება ცალკეული დარგების (ან მათი ჯგუფების) პროგნოზირებული განვითარების საფუძველზე.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირება რეგიონალურ ძრილში

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავების ამ ეტაპის განხორციელების აუცილებლობა განისაზღვრება ორი ძირითადი პირობით.

პირველ პირობას წარმოადგენს საწარმოს ზომები. მცირე ფირმების დიდი უმრავლესობა და საშუალო საწარმოების მნიშვნელოვანი ნაწილი თავიანთ საქმიანობას ახორციელებენ ინვესტორის საცხოვრებელი ადგილის მიხედვით ერთი რეგიონის ფარგლებში. ასეთი ფირმებისათვის საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონალური დივერსიფიკაციის შესაძლებლობანი (განსაკუთრებით რეალური ინვესტიციის ნაწილში) შეზღუდულია საინვესტიციო რესურსების არასაკმარისი მოცულობის და საინვესტიციო და სამეურნეო საქმიანობის მართვის არსებითი გართულების გამო. რეგიონალური დივერსიფიკაცია პრინციპულად შესაძლებელია მხოლოდ ფინანსური ინვესტიციების დროს არა შემუშავებული პოლიტიკის ჩარჩოებში, არამედ საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას (ე.ი. საინვესტიციო საქმიანობის ტაქტიკური მართვის სტადიაზე).

მეორე პირობას წარმოადგენს საწარმოს ფუნქციონირების ხანგრძლივობა. მისი სასიცოცხლო ციკლის პირველ სტადიებზე, როგორც წესი, სამეურნეო და საინვესტიციო საქმიანობა თავს იყრიან ერთი რეგიონის ჩარჩოში. საწარმოს შემდგომი განვითარების კვალობაზე წარმოიშობა საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონალური დივერსიფიკაცია.

საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონალური მიმართულებების შემუშავების საფუძველს წარმოადგენს ქვეყნის ცალკეული რეგიონის საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება.

საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულების ურთიერთკავშირი

ამ ეტაპის პროცესში ხდება საწარმოს საინვესტიციო პოლიტიკის ცალკეული მიმართულების შეთანხმებულობა მოცულობის განხორციელების დროის და სხვა პარამეტრების მიხედვით. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დიდი მოცულობის დროს მისი საინვესტიციო პოლიტიკა დიფერენცირდება რეალური და ფინანსური ინვესტირების განხრით.

ოცდამეჩვიდმეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტის უზრუნველყოფის სისტემის აგების მეთოდოლოგიური საფუძვლები

37.1. საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემა

საინვესტიციო მენეჯმენტის უზრუნველყოფის სისტემის არსი

საინვესტიციო მენეჯმენტის წარმატებით ფუნქციონირებას დიდად განსაზღვრავს მისი ორგანიზაციული უზრუნველყოფის ეფექტიანობა. საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემა საწარმოს იმ შიდა სტრუქტურული სამსახურებისა და ქვედანაყოფების ურთიერთდაკავშირებული ერთობლიობაა, რომლებიც უზრუნველყოფენ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავებასა და მიღებას მისი საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით და პასუხს აგებენ ამ გადაწყვეტილებათა შედეგებზე.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის საფუძველია საწარმოში ჩამოყალიბებული მისი საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურა, რომლის ელემენტებადაც გვევლინებიან ცალკეული მენეჯერები, სამსახურები და მართვის აპარატის სხვა ორგანიზაციული ქვედანაყოფები. რადგან საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემა საწარმოს მართვის საერთო სისტემის შემადგენელი ნაწილია, ამიტომ მისი საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურა ინტეგრირებული უნდა იყოს მართვის საერთო ორგანიზაციულ სტრუქტურასთან. ამგვარი ინტეგრირება საშუალებას იძლევა შემცირდეს მართვის ხარჯების საერთო დონე, უზრუნველყოფილ იქნას საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემის მოქმედებათა კოორდინირება საწარმოს მართვის სხვა სისტემებთან, ამაღლდეს მიღებულ გადაწყვეტილებათა რეალიზაციის კონტროლის კომპლექსურობა და ეფექტიანობა.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული სტრუქტურის ფორმირების პროცესში ამოსავალი ფაქტორებია: საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობა, მისი ძირითადი ფორმები, საინვესტიციო პროცესის ფუნქციები, რეგიონული დიფერსიფიკაცია და სხვა. გარდა ამისა, ამ ორგანიზაციული სტრუქტურის აგების დროს უზრუნველყოფილი უნდა იყოს ეფექტიანი კავშირები, ერთი მხრივ, საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სამსახურის სხვადასხვა ორგანიზაციულ ქვედანაყოფებსა და, მეორე მხრივ, საინვესტიციო მენეჯმენტის ქვედანაყოფებსა და საწარმოს მართვის სხვა ფუნქციურ სისტემებს შორის.

მართვის აპარატის ცალკეულ რგოლებს შორის კავშირების იმ სისტემას, რომელიც საწარმოს მართვის სტრუქტურაში ყალიბდება, ჰორიზონტალურ და ვერტიკალურ კავშირებად ყოფენ. ჰორიზონტალურ კავშირებს აგებენ როგორც ერთდონიან, ვერტიკალურს კი — როგორც მრავალდონიან კავშირებს, რომლებიც მართვის იერარქიულობას უზრუნველყოფენ.

საწარმოს მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურის ფორმირების ზოგადი პრინციპები

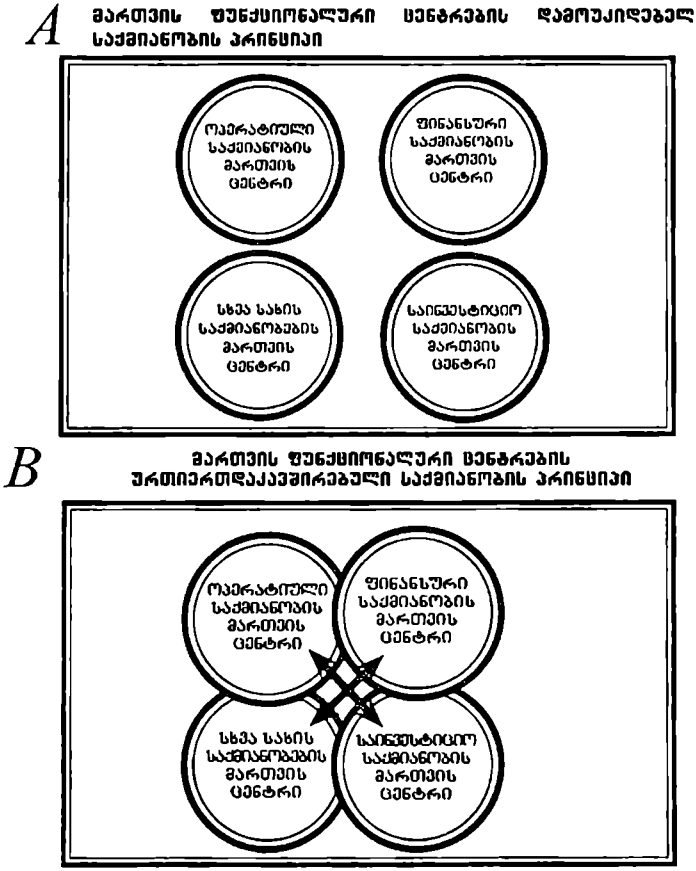
საწარმოს მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურის (რომელშიც საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურებიცაა ინტეგრირებული) ფორმირების ზოგადი პრინციპები ითვალისწინებენ ორი ტიპის მართვის ცენტრის — იერარქიულისა და ორგანულის შექმნას.

საწარმოს მართვის სტრუქტურების იერარქიული ტიპი ითვალისწინებს მმართველურ გადაწყვეტილებათა და საინფორმაციო ნაკადების მოძრაობას მხოლოდ და მხოლოდ ვერტიკალის გასწვრივ, რომელშიც მართვის ქვემდგომ ორგანოს ზემდგომი მართავს და აკონტროლებს. შესაბამისად, ეს ითვალისწინებს მართვის სხვადასხვა დონის გამოყოფას. იერარქიული ტიპის სისტემაში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული მართვის ხაზოვანი, ხაზოვან-ფუნქციური და დივიზიონური სტრუქტურები.

საწარმოს მართვის სტრუქტურების ორგანულ ტიპს ახასიათებს იერარქიის უქონლობა და ჩამოყალიბებული ქვედანაყოფების ხელმძღვანელთა სრული პასუხისმგებლობა საქმიანობის საბოლოო შედეგებზე. ასეთი ქვედანაყოფების შექმნა ეურდნობა კომპლექსურად გადასაწყვეტი ცალკეული პრობლემების ხასიათს, რაც ამაღლებს მართვის სტრუქტურის მოქნილობას და უზრუნველყოფს მის კარგად

მორგებას საწარმოს საქმიანობის ცვალებად შიდა და გარე პირობებზე. ორგანული ტიპის სისტემაში ყველაზე უფრო ფართოდაა გაურცელებული მართვის საპროექტო და მატრიცული სტრუქტურები.

იერარქიული და ორგანული ტიპის სტრუქტურების უმრავლესობაში საინვესტიციო საქმიანობის მართვის იერარქიული და ორგანული ტიპის ცენტრებს ქმნიან საწარმოს სხვა სახის საქმიანობის მართვის ცენტრების პარალელურად. მართვის ცენტრების პარალელურად მართვის ცენტრების ფუნქციების გამიჯვნის დონისადმი ორი ძირითადი მიდგომა არსებობს (ნახ. 37.1).



ნახ. 37.1. საწარმოს მართვის ცენტრების ფუნქციების გამიჯვნის დონის პრინციპიალური სქემები

პირველი მიდგომის შესაბამისად, მართვის ფუნქციურ ცენტრებს აგებენ დამოუკიდებელი საქმიანობის პრინციპების საფუძველზე, სხვა ფუნქციურ ქვედანაყოფებთან მათი კონტაქტები კი მხოლოდ საინფორმაციო ნაკადებითაა შემოფარგლული. მეორე მიდგომის შესაბამისად, მართვის ფუნქციურ ცენტრებს აგებენ ურთიერთდაკავშირებული საქმიანობის პრინციპების საფუძველზე, რომლის დროსაც მართვის კონკრეტული ფუნქციის ფარგლებში მმართველური გადაწყვეტილებასა უმრავლესობას

ისინი დამოუკიდებლად იღებენ, კომპლექსურად გადასაწყვეტ მმართველურ გადაწყვეტილებებს კი საწარმოს სხვა ფუნქციურ სამსახურებთან ერთად ამუშავებენ. ასეთი კომპლექსური მმართველური გადაწყვეტილებებისჩამონათვალს, ჩვეულებრივ, წინასწარ ადგენენ ხოლმე (საწარმოს ხელმძღვანელობის ცალკეული დავალებები მას ოპერატიული წესითაც შეიძლება დაემატოს).

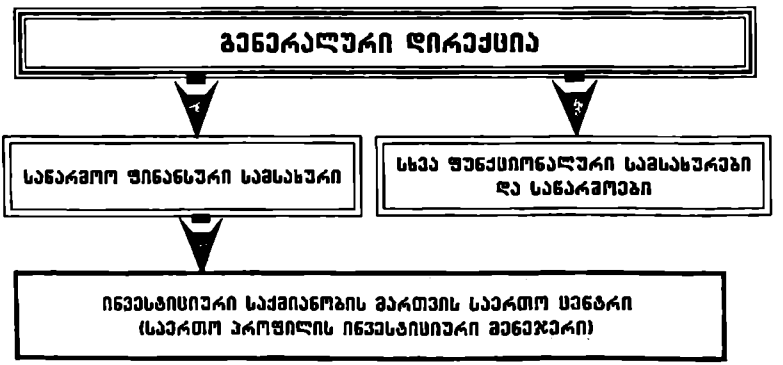
სხვა მმართველ სისტემებთან ურთიერთქმედების ფარგლებში საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფა ნებისმიერი ჩამოთვლილი მიდგომის საფუძველზე შეიძლება იყოს ინტეგრირებული საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში. ამასთან, თვით საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემაში მხოლოდ და მხოლოდ მისი მართვის შიდა ფუნქციური ცენტრების ურთიერთდაკავშირებული საქმიანობის პრინციპს იყენებენ. ამას იწვევს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მჭიდრო ურთიერთკავშირი, რომელიც აუცილებელს ხდის იმ სფეროში მრავალი საინვესტიციო გადაწყვეტილების შემუშავებისადმი კომპლექსურ მიდგომას.

საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ცენტრების ფუნქციური აგებულება

საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ცენტრების ფუნქციური აგებულება არსებითად განსხვავებულია სხვადასხვა ზომის და მართვის გამოყენების საერთო ორგანიზაციული სტრუქტურების მქონე საწარმოებში.

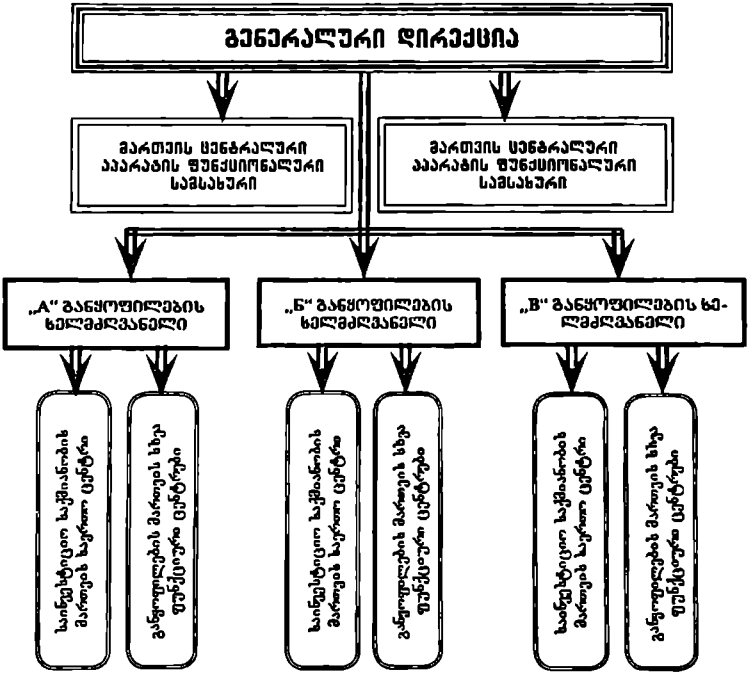
იმ საწარმოებში, რომლებიც მართვის მარტივ ხაზოვან ორგანიზაციულ სტრუქტურას იყენებენ (მცირე საწარმოებს ახასიათებს), საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ფუნქციურ ცენტრებს, როგორც წესი, არ ქმნიან. საინვესტიციო საქმიანობის მცირე მოცულობის გამო ამ მართვის ფუნქციებს, ჩვეულებრივ, მცირე საწარმოს მესაკუთრეს (მფლობელს) ან მის დირექტორს აკისრებენ ხოლმე (თუკი მესაკუთრე საერთო ხელმძღვანელობისთვის დაქირავებულ მენეჯერს არ იყენებს).

იმ საწარმოებში, რომლებიც მართვის წრფივ — ფუნქციურ ორგანიზაციულ სტრუქტურას იყენებენ (იგი საშუალო საწარმოებს ახასიათებს), საინვესტიციო მართვის ფუნქციებს აკისრებენ სპეციალურ საინვესტიციო მენეჯერს ან საწარმოს საფინანსო სამსახურის შემადგენლობაში მოქმედ საინვესტიციო საქმიანობის მართვის საერთო ცენტრს. ასეთი საინვესტიციო ცენტრი (მენეჯერი) ახორციელებს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ძირითადი ასპექტის მართვას და კოორდინაციას უწევს საწარმოს საოპერაციო და საფინანსო საქმიანობის მართვის ცენტრებთან მის თანამშრომლობას. საწარმოს მართვის ხაზოვან-ფუნქციური ორგანიზაციული სტრუქტურის (საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ჩათვლით) პრინციპული ორგანიგრამა 37.2. ნახაზზეა მოყვანილი.



ნახ. 37.2. საწარმოს მართვის ხაზოვან-ფუნქციონალური სტრუქტურის ფარგლებში ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პრინციპიალური ორგანიგრამა.

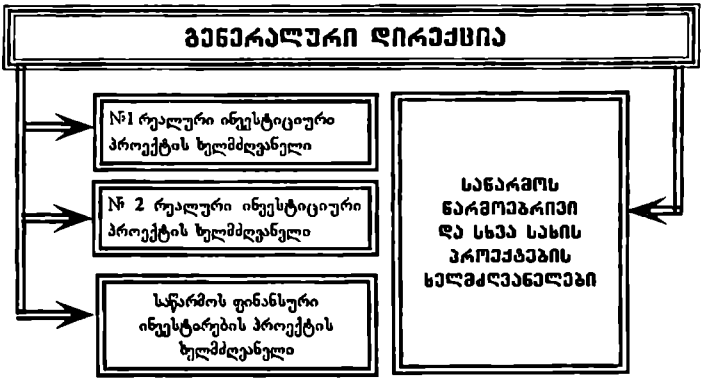
იმ საწარმოებში, რომლებიც მართვის დივიზიონურ ორგანიზაციულ სტრუქტურას იყენებენ, საინვესტიციო საქმიანობის ფუნქციებს აკისრებენ ყოველი დივიზიონის (კომპანიის განყოფილების) შემადგენლობაში ჩამოყალიბებულ საინვესტიციო მართვის ცენტრებს (იგი დამახასიათებელია ფართოდ დივერსიფიცირებული საწარმოო ან რეგიონალური საქმიანობის დიდი და მსხვილი საწარმოებისათვის). ასეთი სტრუქტურის საფუძველია მართვის დეცენტრალიზაცია ამა თუ იმ ნიშნით — რეგიონულით, საქონლურით და ა.შ., ფართოდ დივერსიფიცირებული საწარმოო ან რეგიონული საქმიანობის მართვის სისტემას ამ შემთხვევაში დეცენტრალიზებული ხასიათი აქვს — მართვაში წამყვან როლს თამაშობენ არა ცენტრალური აპარატის მენეჯერები, არამედ შესაბამისი საწარმოო ქვედანაყოფების ხელმძღვანელები. საწარმოს მართვის დივიზიონური ორგანიზაციული სტრუქტურის სისტემაში საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პრინციპული ორგანიგრამა 37.3 ნახაზზეა მოყვანილი.



ნახ. 37.3. საწარმოს მართვის დივიზიონური ორგანიზაციული სტრუქტურის სისტემაში საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პრინციპიალური ორგანიგრამა

იმ საწარმოებში, რომლებიც მართვის საპროექტო ორგანიზაციულ სტრუქტურას იყენებენ (იგი, როგორც წესი, საშუალო და დიდ საწარმოებს ახასიათებს), საინვესტიციო მართვის ფუნქციები დიფერენცირებულია ცალკეული ქვედანაყოფების — იმ საპროექტო გუნდის ჭრილში, რომლებსაც დასახული ამოცანების გადაჭრაში კომპლექსური უფლებამოსილებები აქეთ მინიჭებული. ასეთი ქვედანაყოფები საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემაში იქმნება ცალკეული რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციისთვის, აგრეთვე, ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის

მართვისათვის — ასეთი საპროექტო ქვედანაყოფების ხელმძღვანელები, როგორც წესი, უშუალოდ დირექტორს ან ფინანსების საკითხებში მის მოადგილეს ექვემდებარებიან. საინვესტიციო საქმიანობის მართვის შემსრულებელი საპროექტო ქვედანაყოფები, როგორც წესი, დროებით იქმნება კონკრეტული ამოცანების ფარგლებში. ასეთი მართვის პრინციპული ორგანიგრამა 37.4 ნახაზზეა წამოდგენილი.



ნახ. 37.4. ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პრინციპიალური ორგანიგრამა საწარმოს საპროექტო მართვის ორგანიზაციულ სტრუქტურაში

იმ საწარმოებში, რომლებიც მართვის მატრიცულ ორგანიზაციულ სისტემას იყენებენ (იგი, როგორც წესი, დიდ და მსხვილ საწარმოებს ახასიათებს), საინვესტიციო საქმიანობის მართვის საპროექტო პრინციპს ფუნქციურ პრინციპსაც უმატებენ. ამ შემთხვევაში საწარმოში ორგანიზებულია საინვესტიციო მენეჯერების ორმაგი დაქვემდებარება — ისინი, ერთი მხრივ, ექვემდებარებიან მართვის ცენტრალური აპარატის შესაბამისი ფუნქციური სამსახურების უშუალო ხელმძღვანელებს (საკითხთა გარკვეულ წრეში), ხოლო, მეორე მხრივ, შესაბამისი პროექტის უშუალო ხელმძღვანელს. საწარმოს მართვის მატრიცულ ორგანიზაციულ სისტემაში საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პრინციპული ორგანიგრამა 37.5 ნახაზზეა წარმოდგენილი.

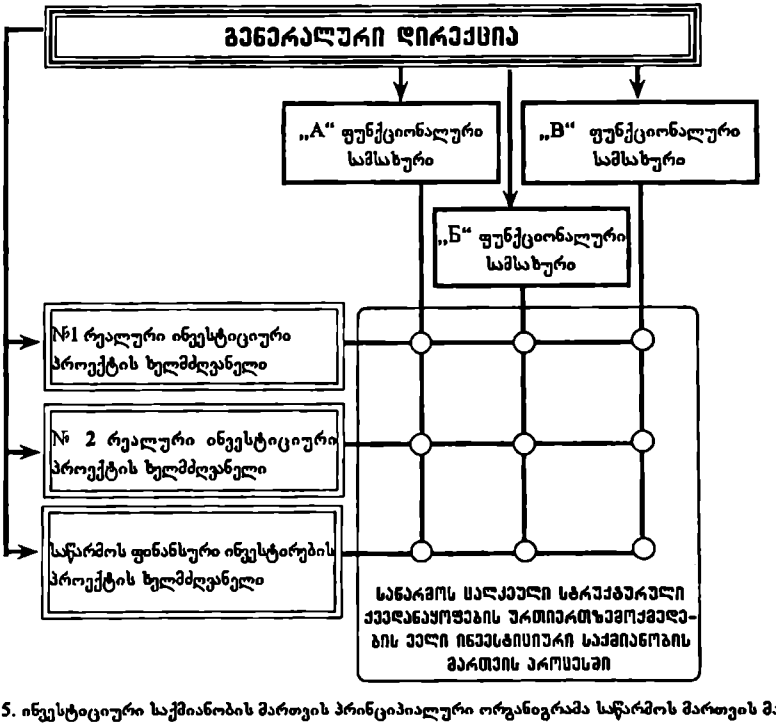
საწარმოს მართვის ორგანიზაციული სტრუქტურის ფარგლებში მისი მართვის საერთო სისტემასთან საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურების ტრადიციულ ინტეგრაციასთან ერთად ბოლო წლებში ამგვარი ინტეგრაციის სხვა, უფრო პროგრესულ ფორმებსაც იყენებენ. ერთ-ერთი მათგანია „პასუხისმგებლობის ცენტრების“ საფუძველზე საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მართვის კონცეფცია.

ჯ.ჰიგინსის კონცეფცია „პასუხისმგებლობის ცენტრების“ შესახებ და მისი ალგორითმი

ამერიკელი ეკონომისტი ჯ. ჰიგინსის მიერ შემუშავებულ ამ კონცეფციას ფართოდ იყენებენ მოგების ფორმირების, ფულადი რესურსების, ინვესტიციების და საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის სხვა ასპექტების მართვაში.

პასუხისმგებლობის ცენტრი საწარმოს ისეთი სტრუქტურული ქვედანაყოფია, რომელიც მთლიანად აკონტროლებს სამეურნეო საქმიანობის ამა თუ იმ ასპექტს, ხოლო მისი ხელმძღვანელი დამოუკიდებლად იღებს მმართველურ გადაწყვეტილებებს ამ ასპექტების ფარგლებში და მთლიანად აგებს პასუხს მასზე გადაცემული საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლების შესრულებაზე. როგორც ამ განმარტებიდან ჩანს, პასუხისმგებლობის ცენტრის (ქვედანაყოფის) ხელმძღვანელობის უფლებები პარიტეტულადაა კორესპონდირებული მისი პასუხისმგებლობის სიდიდესთან მართვის ზემდგომი სტრუქტურის (ორგანოს) მხრიდან კონტროლის პირობებში.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვისთვის შექმნილი პასუხისმგებლობის ცენტრის ერთ-ერთი ფორმაა „ინვესტიციების ცენტრი“. ესაა საწარმოს ისეთი სტრუქტურული ქვედანაყოფი, რომლის ხელმძღვანელიც პასუხს აგებს მისთვის გამოყოფილი საინვესტიციო რესურსების გამოყენებაზე და საინვესტიციო საქმიანობიდან სათანადო მოგების მიღებაზე. ამ დროს ძირითადი საკონტროლო მაჩვენებელია ინვესტირებულ კაპიტალზე მიღებული მოგების დონე. ინვესტიციების ცენტრის ნიმუშია საწარმოს შეილობილი ფირმა ან საწარმოს შემადგენლობაში გამოყოფილი ისეთი სპეციალური სტრუქტურული ქვედანაყოფი, რომელიც მხოლოდ და მხოლოდ საინვესტიციო საქმიანობას ახორციელებს.

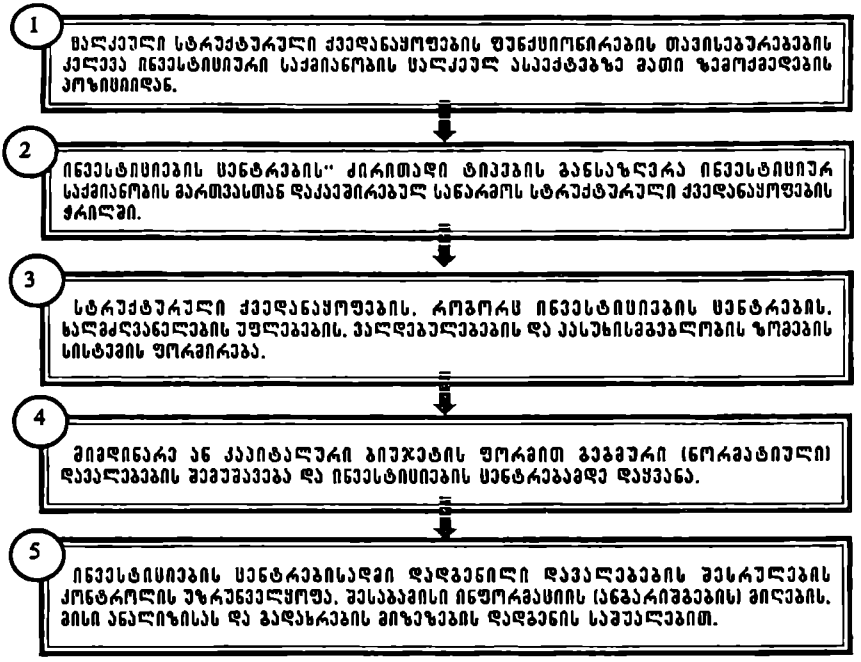


ნახ. 37.5. ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პრინციპიალური ორგანოგრამა საწარმოს მართვის მატრიცულ ორგანიზაციულ სტრუქტურაში.

ინვესტიციების ცენტრების საფუძველზე საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის ფორმირება მოქმედებათა შემდეგ ალგორითმს ითვალისწინებს (ნახ. 37.6).

ამა თუ იმ ტიპის ინვესტიციების ცენტრების შექმნის გზით საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის აგება დამოკიდებულია მრავალ ფაქტორზე — საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობაზე, ამ საქმიანობის მრავალფუნქციურობის დონეზე, პერსონალის რიცხოვნობაზე, საწარმოს ორგანიზაციულ სტრუქტურაზე, საქმიანობის ორგანიზაციულ – სამართლებრივ ფორმაზე და ა.შ. ამიტომ ინვესტიციების ცენტრების რიცხოვნობისა და შემადგენლობის განსაზღვრა ყველა საწარმოსთვის ინდივიდუალურ კვლევას მოითხოვს. ინვესტიციების შექმნილი ცენტრები ისეთი კვალიფიციური მენეჯერებით უნდა იყოს დაკომპლექტებული, რომლებსაც შეეძლებათ

არამარტო დადგენილი დავალებების შესრულება, არამედ მათ მიერ გასაკონტროლებელი საკითხების ფარგლებში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შემდგომი განვითარებისა და მისი ეფექტიანობის ამაღლების საინვესტიციო წინადადებების მოშზადებაც მართვის ზემდგომი ორგანოებისთვის.



ნახ. 37.6. საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის ფორმირების ძირითადი ეტაპები

37.2. საინვესტიციო მენეჯმენტის ინფორმაციული უზრუნველყოფის სისტემა

ახალი დებულება „ინფორმაცია ფულია".

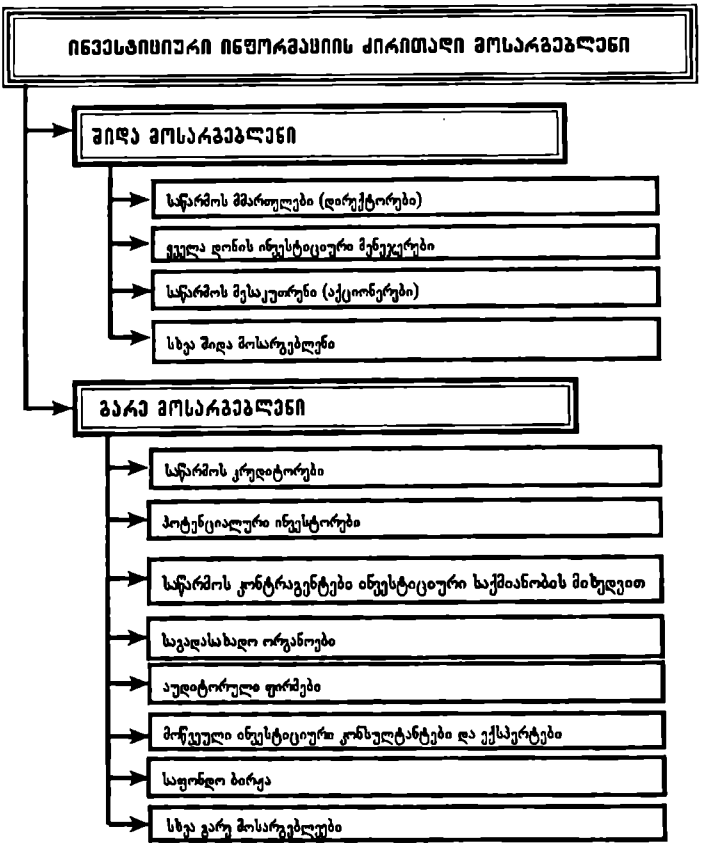
ყოველი მმართველი სისტემის ეფექტიანობა დიდადაა დამოკიდებული მის საინფორმაციო უზრუნველყოფაზე. საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პირობებში ცნობილ ფორმულას „დრო ფულია" ემატება მისი ანალოგიური ფორმულა — „ინფორმაცია ფულია". საინვესტიციო მენეჯმენტში ეს ფორმულა პირდაპირ მნიშვნელობას იძენს, რადგან მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებისას გამოყენებული ინფორმაციის ხარისხზე მნიშვნელოვანწილადაა დამოკიდებული საინვესტიციო რესურსების ხარჯვის მოცულობა, საინვესტიციო მოგების დონე, საწარმოს საბაზრო ღირებულება, საინვესტიციო პროექტებისა და ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების შერჩევის ალტერნატიულობა, საწარმოს მფლობელთა კეთილდღეობის დონე და ამ საწარმოს ეკონომიკური განვითარების

ტემპები. რაც უფრო მეტ კაპიტალს აბანდებს საწარმო და უფრო დივერსიფიცირებულია მისი საინვესტიციო საქმიანობა, მით უფრო ფართოვდება იმ ხარისხიანი ინფორმაციის როლი, რომელიც ამ საქმიანობის ეფექტიანობის ასამაღლებელი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისთვისაა საჭირო.

საინფორმაციო სისტემის მოსარგებლეთა შემადგენლობა და მისი დახასიათება

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემა (ან ინფორმაციული უზრუნველყოფის სისტემა) ამ შესაბამისი საინფორმაციო მაჩვენებლების უწყვეტად და მიზნამიმართულად შერჩევის პროცესია, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ასპექტზე ეფექტიანი ოპერატიული გადაწყვეტილებების ანალიზის, დაგეგმვისა და მომზადებისთვისაა საჭირო.

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემამ საჭირო ინფორმაციით უნდა უზრუნველყოს არამარტო მმართველი პერსონალი და თვით საწარმოს მფლობელები, არამედ მის გარეშე მოსარგებლეთა ფართო წრის ინტერესებიც უნდა დააკმაყოფილოს. საინვესტიციო ინფორმაციით ძირითად მოსარგებლეთა წრე 37.7 ნახაზზეა წარმოდგენილი.



ნახ. 37.7. საწარმოს ინვესტიციური ინფორმაციის ძირითადი მოსარგებლების შემადგენლობის დახასიათება

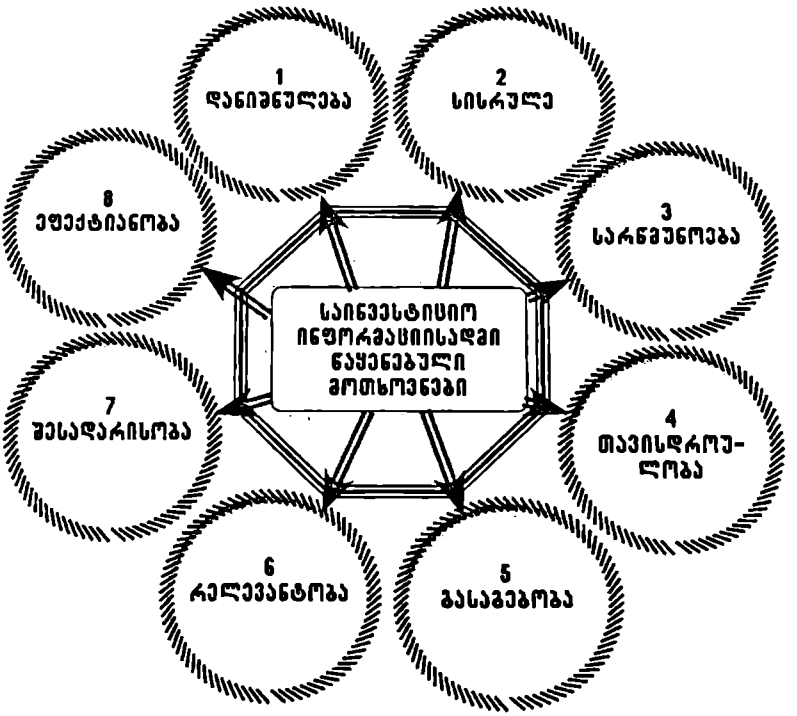
საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემაში შემავალი ინფორმაციით მოსარგებლეთა შემადგენლობას რომ ვახასიათებთ, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ამ ინფორმაციის შიდა და გარეშე მოსარგებლეთა ინტერესების წრე არსებითად განსხვავდება ერთმანეთისგან.

გარეშე მოსარგებლენი ინფორმაციის მხოლოდ იმ ნაწილს იყენებენ, რომელიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებს და საინვესტიციო პოზიციაზე მის გაჯანსაღებას ახასიათებს. ამ ინფორმაციის უდიდესი ნაწილი საწარმოს მიერ წარდგენილ ოფიციალურ ანგარიშგებაშია მოცემული.

შიდა მოსარგებლენი, გარდა ზემოაღნიშნულისა, საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შესახებ იმ ინფორმაციის მნიშვნელოვან მოცულობასაც იყენებენ, რომელიც კომერციული საიდუმლოებაა. ამასთან, შიდა მოსარგებლეები საინვესტიციო გარემოსთან დაკავშირებული ისეთი მაჩვენებლების მნიშვნელოვან წრესაც იყენებენ, რომლებსაც გარე წყაროები აყალიბებენ და რომლებიც ასევე შედიან საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემაში.

საინფორმაციო სისტემაში შემავალი ინფორმაციის ძირითადი მახასიათებლები

ეფექტიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მომზადებასა და მიღებაში საინვესტიციო ინფორმაციის დიდი მნიშვნელობა შესაბამისად დიდ მოთხოვნებს უყენებს მის ხარისხს საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემის ფორმირების დროს. მაგალითად, ამ სისტემაში შემავალ ინფორმაციას შემდეგ ძირითად მოთხოვნებს უყენებენ (ნახ. 37.8):



ნახ. 37.8. ინვესტიციური მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემაში ჩართული წარმოდგენილი ინფორმაციისადმი ძირითადი მოთხოვნების შემადგენლობა

1. **დანიშნულება,** რომელიც განსაზღვრავს, თუ რამდენად მოქმედებს მოპოვებული ინფორმაცია მიღებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა შედეგებზე, პირველ რიგში — საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირების, საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეულ ასპექტებზე მიზანმიმართული პოლიტიკის შემუშავებისა და მიმდინარე და ოპერატიული გეგმების მოშზადების პროცესში.

2. **სისრულე,** რომელიც ახასიათებს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ასპექტზე ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა ანალიზის, დაგეგმვისა და მიღებისთვის საჭირო საინფორმაციო მაჩვენებლების წრის სისავსეს.

3. **სარწმუნოობა,** რომელიც განსაზღვრავს, თუ რამდენად: ადეკვატურად ასახსნის თავმოყრილი ინფორმაცია საინვესტიციო საქმიანობის რეალურ მდგომარეობასა და შედეგებს, სისწორით ახასიათებს გარე საინვესტიციო სორცეს, ნეიტრალურია ყველა კატეგორიის პოტენციური მოსარგებლეებისთვის და შესაძლებელია მისი შემოწმება.

4. **თავისდროულობა,** რომელიც ახასიათებს მოპოვებული ინფორმაციის შესაბამისობას მასზე არსებულ მოთხოვნილებასთან ამ ინფორმაციის გამოყენების პერიოდის მიხედვით. საინვესტიციო მენეჯმენტში გამოყენებული ცალკეული სახის საინფორმაციო მაჩვენებლები მის საინფორმაციო სისტემაში უცვლელი რაოდენობრივი გამოხატულებით მხოლოდ ერთ დღეს „ცოცხლობენ" (მაგალითად, უცხოურ ვალუტათა კურსები, ინვესტიციების ბაზრის ცალკეული საფონდო და ფულადი ინსტრუმენტების კურსები), სხვები — ერთ თვეს, ერთ კვარტალს და ა.შ.

5. **გასაგებობა,** რომელსაც განსაზღვრავს მისი აგების სიმარტივე, წარმოდგენის გარკვეულ სტრატეგიებთან შესაბამისობა და მოსარგებლეთა იმ კატეგორიის გაგებისთვის ხელმისაწვდომობა (და, შესაბამისად, მისი განმარტების ადეკვატურობა), რომლისთვისაც იგია განკუთვნილი. მაგრამ მოსარგებლეთა გარკვეული კატეგორიისთვის ინფორმაციის გასაგებობის მოთხოვნა არ უნდა აურიოთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მონაწილის მიერ გაგებისადმი უნიერსალურად ხელმისაწვდომობაში, რადგან ზოგიერთ მათგანს შესაძლოა კვალიფიკაციის დონე არ ყოფნიდეს მისი ადეკვატურად ინტერპრეტაციისთვის.

6. **რელევანტობა** (ანუ არრევითობა), რომელიც განსაზღვრავს თავმოყრილი ინფორმაციის გამოყენებადობის საკმაოდ მაღალ დონეს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესში. საინვესტიციო მენეჯმენტის „ინფორმაციული გადატვირთვა" ართულებს კონკრეტული მმართველური გადაწყვეტილებების მომზადებისთვის საჭირო საინფორმაციო მონაცემების შერჩევის პროცესს, იწვევს ამ გადაწყვეტილებათა ნაკლებად არსებითი ალტერნატიული პროექტების გაჩენას, აძვირებს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის საინფორმაციო უზრუნველყოფის პროცესს.

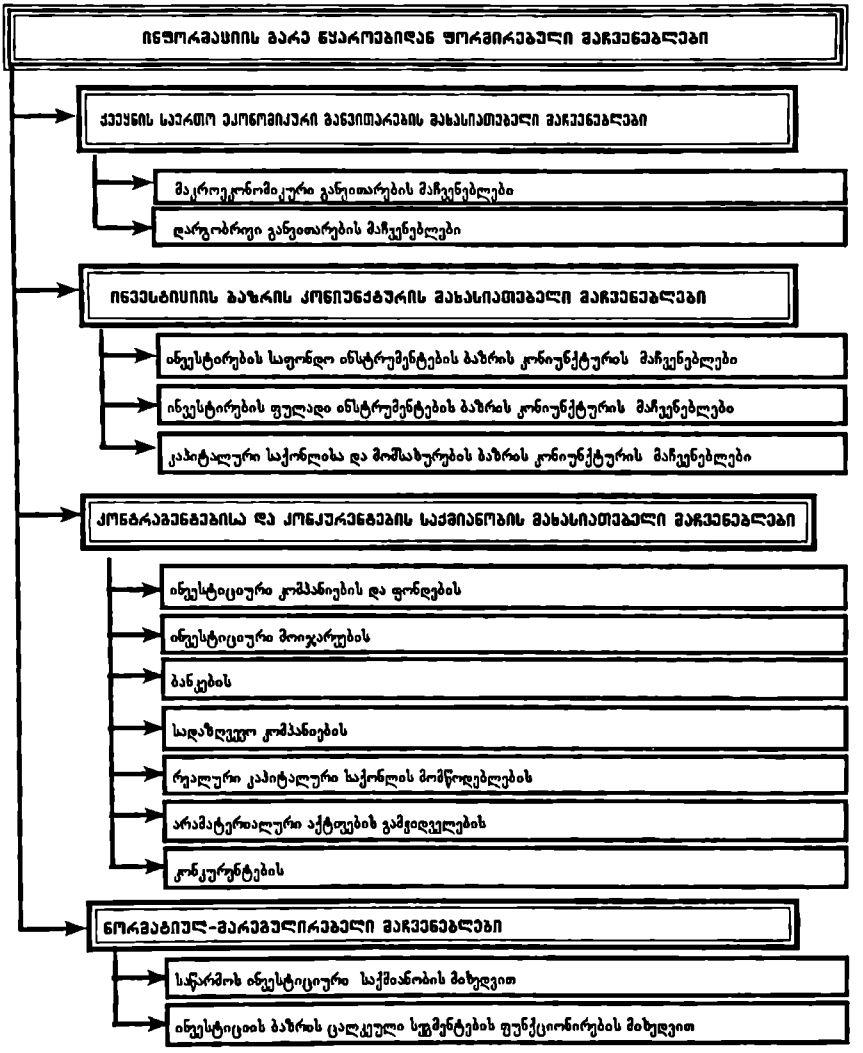
7. **შესადარისობა,** რომელიც განსაზღვრავს ცალკეული საინვესტიციო აქტივების ღირებულებისა და საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების შედარებითი შეფასების შესაძლებლობას დროში, ანალოგიური მეურნე სუბიექტებიანი საწარმოს შედარებითი საინვესტიციო ანალიზის ჩატარების შესაძლებლობას და ა.შ. ასეთ შესადარისობას უზრუნველყოფს ცალკეული საინფორმაციო მაჩვენებლებისა და მათი ზომის ერთეულების იდენტიფიკაცია, საფინანსო ანგარიშგების ეროვნული და საერთაშორისო სტანდარტების გამოყენება, საწარმოში გამოყენებული ეკონომიკური მაჩვენებლების აღრიცხვის მეთოდების თანმიმდევრობა და სტაბილურობა.

8. **ეფექტიანობა საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემის** ფორმირებასთან მიმართებაში იმას ნიშნავს, რომ გარკვეული საინფორმაციო მაჩვენებლების მოპოვების ხარჯები არ უნდა აღემატებოდეს შესაბამისი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მომზადებასა და განხორციელებაში მათი გამოყენების შედეგად მიღებულ ეფექტს.

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო უზრუნველყოფის სისტემის შინაარსს, მის სიღრმესა და სორცეს განსაზღვრავს საწარმოთა საქმიანობის დარგობრივი თავისებურებები, მათი ფუნქციონირების ორგანიზაციულ — სამართლებრივი ფორმა, საინვესტიციო საქმიანობის დივერსიფიკაციის ხარისხი და მთელი რიგი სხვა ფაქტორები. ამ სისტემის კონკრეტულ მაჩვენებლებს აყალიბებს ინფორმაციის

როგორც გარე (საწარმოს გარეთ არსებული), ისე შიდა წყაროები. ამ წყაროების თითოეული ჯგუფის ჭრილში წინასწარ ახდენენ იმ მაჩვენებელთა მთელი ერთობლიობის კლასიფიცირებას, რომლებიც საინვესტიციო მენეჯმენტის საინვესტიციო სისტემაშია შესული.

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო უზრუნველყოფის იმ მაჩვენებელთა სისტემას, რომლებსაც გარე წყაროები აყალიბებს, ოთხ ძირითად ჯგუფად ყოფენ (ნახ. 37.9).



ნახ. 37.9. გარე წყაროების ხარჯზე ფორმირებული ინვესტიციური მენეჯმენტის ინფორმაციული უზრუნველყოფის მაჩვენებელთა სისტემა

მაჩვენებლები, რომლებიც ქვეყნის საერთო ეკონომიკურ განვითარებას ახასიათებენ

ამ ჯგუფის საინფორმაციო მაჩვენებლების სისტემა საინვესტიციო საქმიანობის (რეალური და ფინანსური ინვესტიციების, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების პოლიტიკის, საინვესტიციო მენეჯმენტის პერსპექტიული მიზნობრივი მაჩვენებლების სისტემის შემუშავების) დარგში სტრატეგიულ გადაწყვეტილებათა მიღებისას საწარმოს გარე საინვესტიციო სფეროს პირობების ანალიზისა და პროგნოზირების ჩატარების საფუძველია. ამ ჯგუფის მაჩვენებლთა სისტემის ფორმირება ეყრდნობა სახელმწიფო სტატისტიკის გამოქვეყნებულ მონაცემებს.

პირველი ჯგუფის შემადგენლობაში შემავალი მაჩვენებლები ორ ბლოკად იყოფა.

პირველ ბლოკში — მაკროეკონომიკური განვითარების მაჩვენებლები — შედის ის შემდეგი ძირითადი საინფორმაციო მაჩვენებლები, რომლებიც ქვეყნის საინვესტიციო გარემოს ახასიათებენ და რომლებსაც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესში იყენებენ.

ა) მშპ-ის და ეროვნული შემოსავლის ზრდის ტემპი;

ბ) ეროვნული შემოსავლის განაწილება მოხმარებასა და დაზოგვაზე;

გ) კაპიტალურ დაბანდებათა მოცულობა;

დ) ძირითადი საშუალებების ამოქმედება;

ე) ინფლაციის ინდექსი;

ვ) ცენტრალური ბანკის სააღრიცხვო პროცენტი და სხვა.

მეორე ბლოკში — დარგის განვითარების მაჩვენებლები — შედის იმ დარგის შემდეგი საინფორმაციო მაჩვენებლები, რომელსაც საწარმო ეკუთვნის:

ა) წარმოებული (რეალიზებული) პროდუქციის მოცულობა, მისი დინამიკა;

ბ) კაპიტალურ დაბანდებათა მოცულობის დინამიკა;

გ) საწარმოთა აქტივების, მათ შორის — არასაბრუნავის, მთლიანი ღირებულება, მათი ასაკი;

დ) საწარმოთა საკუთარი კაპიტალის თანხა;

ე) საწარმოთა საბალანსო მოგების თანხა, მათ შორის — ძირითადი (საოპერაციო) და საინვესტიციო საქმიანობიდან;

ვ) ძირითადი და საინვესტიციო საქმიანობიდან მიღებული მოგების დაბეგვრის განაკვეთი;

ზ) განხილულ პერიოდში დარგის პროდუქციაზე ფასების ინდექსი და სხვა.

მაჩვენებლები, რომლებიც ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურას ახასიათებენ

ამ ჯგუფის საინფორმაციო მაჩვენებლების სისტემა ემსახურება მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებას რეალური ინვესტირების პროგრამისა და გრძელვადიანი ფინანსური ინვესტიციების პორტფელის ფორმირების, მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდების განხორციელების და საინვესტიციო საქმიანობის ზოგიერთი სხვა ასპექტის დარგში. ამ ჯგუფის მაჩვენებლთა სისტემის ფორმირება ეყრდნობა პერიოდული და კომერციული გამომცემლობების, საფონდო და სავალუტო ბირჟების პუბლიკაციებს, აგრეთვე, ინფორმაციის შესაბამის ელექტრონულ წყაროებს.

მეორე ჯგუფის შემადგენლობაში შემავალი მაჩვენებლები სამ ბლოკად იყოფა.

პირველ ბლოკში — საფონდო ინსტრუმენტების ბაზრის კონიუნქტურის მახასიათებელი მაჩვენებლები — შემდეგ ძირითად საინფორმაციო მონაცემებს შეიცავს:

ა) საბაჟო და საბირჟო საფონდო ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი ძირითადი საფონდო ინსტრუმენტების (აქციების, ობლიგაციების, დერივატივების და ა.შ.) სახეები;

ბ) ძირითადი სახის საფონდო ინსტრუმენტების მოთხოვნისა და მიწოდების კოტირებადი ფასები;

გ) ძირითადი სახის საფონდო ინსტრუმენტებზე დადებულ გარიგებათა მოცულობები და ფასები;

დ) საფონდო ბაზარზე ფასების დინამიკის კრებითი ინდექსი.

მეორე ბლოკში — ინვესტირების ფულადი ინსტრუმენტების ბაზრის კონიუნქტურის მახასიათებელი მაჩვენებლები — შედის შემდეგი ძირითადი საინფორმაციო მონაცემები:

ა) ცალკეული კომერციული ბანკების საკრედიტო განაკვეთი, რომელიც დიფერენცირებულია ფინანსური კრედიტის გაცემის ვადების მიხედვით;

ბ) ცალკეული კომერციული ბანკების სადეპოზიტო განაკვეთი, რომელიც დიფერენცირებულია ფინანსური კრედიტის გაცემის ვადების მიხედვით;

გ) იმ ცალკეული ვალუტების ოფიციალური კურსი, რომლებითაც ოპერირებას ახდენს საწარმო საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის პროცესში;

დ) ანალოგიური სახის ვალუტების ყიდვა — გაყიდვის კურსი, რომელსაც კომერციული ბანკები ადგენენ.

მესამე ბლოკში — კაპიტალური საქონლისა და მომსახურების ბაზრის კონიუნქტურის მახასიათებელი მაჩვენებლები — შედის შემდეგი ძირითადი საინფორმაციო მონაცემები:

ა) საქონლის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი კაპიტალური საქონლის (რომელიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობას უკავშირდება) ძირითადი სახეები;

ბ) შესაბამის კაპიტალურ საქონელზე მოთხოვნის და მიწოდების კოტირებადი ფასები;

ა) შესაბამისი სახის კაპიტალურ საქონელზე დადებულ გარიგებათა მოცულობა და ფასები;

დ) საწარმოს მიერ გაწეული საინვესტიციო მომსახურების (სამშენებლო – სამონტაჟო და სხვა სამუშაოები) საშუალო ფასები.

მაჩვენებლები, რომლებიც კონტრაქტებისა და კონკურენტების საქმიანობას ახასიათებენ

ამ ჯგუფის საინფორმაციო მაჩვენებელთა სისტემას ძირითადად იყენებენ საინვესტიციო პროცესის ცალკეულ ასპექტებზე ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებისათვის. ეს მაჩვენებლები, ჩვეულებრივ, ყალიბდება შემდეგი ბლოკების ჭრილში: „საინვესტიციო კომპანიები, ფონდები და სხვა შუამავლები“, „საინვესტიციო მეიჯარეები“, „ბანკები“, „სადაზღვეო კომპანიები“, „რეალური კაპიტალური საქონლის მომწოდებლები“, „არამატერიალური აქტივების გამყიდველები“, „კონკურენტები“. ამ ჯგუფის მაჩვენებლების ფორმირების წყაროა პრესაში გამოქვეყნებული საანგარიშგებო მასალები (ცალკეული სახის მეურნე სუბიექტებისთვის ასეთი პუბლიკაციები საჯაროდ ხელმისაწვდომია), აგრეთვე, ცალკეული საინფორმაციო კომპანიების მიერ შემოთავაზებული ფასიანი ბიზნეს-ცნობარები (ასეთი ინფორმაციის მიღება მხოლოდ ლეგალური ხერხებით შეიძლება).

თითოეული ბლოკის საინფორმაციო მაჩვენებელთა შემადგენლობას განსაზღვრავს ინვესტიციების მართვის კონკრეტული ამოცანები, საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობა, პარტნიორულ ურთიერთობათა ხანგრძლივობა და სხვა პირობები.

ნორმატიულ-მარეგულირებელი მაჩვენებლები

ამ მაჩვენებელთა სისტემას იმ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მომზადების პროცესში იყენებენ, რომლებიც საწარმოთა საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირების თავისებურებებს უკავშირდება. ამ მაჩვენებლებს, როგორც წესი, ორი ბლოკის ჭრილში უყრიან თავს: „ნორმატიულ-მარეგულირებელი მაჩვენებლები საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტის მიხედვით“ და „ნორმატიულ- მარეგულირებელი მაჩვენებლები ინვესტიციის ბაზრის ცალკეული სეგმენტების ფუნქციონირების საკითხების მიხედვით“. ამ ჯგუფის მაჩვენებლების ფორმირების წყაროა სახელმწიფო მართვის სხვადასხვა ორგანოს მიერ მიღებული ნორმატიულ-სამართლებრივი აქტები.

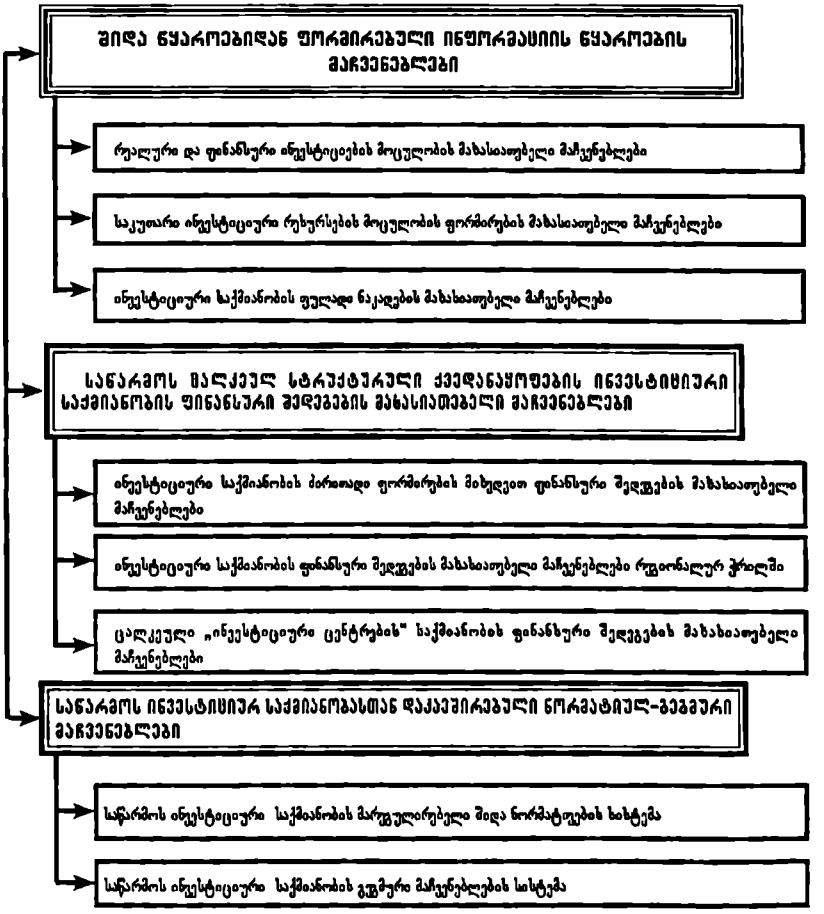
საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო უზრუნველყოფის იმ მაჩვენებელთა სისტემა, რომლებიც შიდა წყაროებიდან იქმნება, სამ ჯგუფად იყოფა (ნახ. 37.10).

მაჩვენებლები, რომლებიც ახასიათებენ მთლიანად სანარმოს საინვესტიციო აქტივობის დონეს

ამ ჯგუფის საინფორმაციო მაჩვენებლების სისტემას ფართოდ იყენებენ როგორც შიდა, ისე გარეშე მოსარგებლეები საწარმოს საინვესტიციო პოზიციის შეფასების დროს. მას იყენებენ საინვესტიციო ანალიზისა და კონტროლის პროცესში; საინვესტიციო საქმიანობის ძირითად ასპექტებზე საინვესტიციო სტრატეგიისა და საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებისას; იგი წარმოდგენას გვიქმნის საწარმოს

ფინანსური მდგრადობის დონეზე საინვესტიციო საქმიანობის გაულენის შესახებ. ამ ჯგუფის მაჩვენებლთა სისტემის ფორმირება საწარმოს ფინანსური აღრიცხვის მონაცემებს ეყრდნობა.

ამ ჯგუფის მაჩვენებელთა უპირატესობა მათი უნიფიცირებაა, რადგან ისინი აღრიცხვის საყოველთაოდ მიღებულ სტანდარტიზებულ პრინციპებს ეყრდნობა (ეს საშუალებას გვაძლევს გამოვიყენოთ საინვესტიციო გაანგარიშებათა ტიპური ტექნოლოგიები და ალგორითმები, აგრეთვე, სხვა ანალოგიურ საწარმოებს შეეუდაროთ ეს მაჩვენებლები); ფორმირების მკაფიო რეგულარობა (დადგენილ ნორმატიულ კლასებში); საიმედოობის მაღალი დონე (ფინანსური აღრიცხვის ბაზაზე შესრულებული ანგარიშგება გარეშე მომხმარებლებს გადაეცემა და გარე აუდიტს გადის).



ნახ. 37.10. ინვესტიციური მენეჯმენტის შიდა წყაროებიდან ფორმირებული ინფორმაციული უზრუნველყოფის მაჩვენებელთა სისტემა

ამასთან, ფინანსური აღრიცხვის საფუძველზე ჩამოყალიბებულ საინფორმაციო ბაზას გარკვეული ნაკლოვანებებიც აქვს, რომელთაგან მთავარია; საინფორმაციო მაჩვენებლების ასახვა მხოლოდ მთელი საწარმოს მიხედვით (ეს საშუალებას არ გვაძლევს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეულ სფეროებს თუ ინვესტიციების ცენტრებში მმართველურ გადაწყვეტილებათა გამოსატანად გამოვიყენოთ იგი); შემუშავების მოკლე პერიოდულობა (როგორც წესი, კვარტალში ერთხელ, ანგარიშგების ცალკეული ფორმები კი — წელიწადში ერთხელ); მხოლოდ ღირებულებითი მაჩვენებლების გამოყენება (რაც ართულებს ინვესტიციებისა და საინვესტიციო რესურსების მოცულობითი მაჩვენებლების ფორმირებაზე ფასების ცვლილების გავლენის ანალიზს).

ამ ჯგუფის შემადგენლობაში შემავალ მაჩვენებლებს სამ ძირითად ბლოკად ყოფენ.

პირველ ბლოკში შედის ის მაჩვენებლები, რომლებიც „საწარმოს ბალანსშია“ ასახული. წმინდა ინვესტიციები აქ ასახულია როგორც აქტივების ზრდა. ეს ბალანსი ორ ძირითად განყოფილებას მოიცავს — „აქტივსა“ და „პასივს“.

ბალანსის აქტივის შემადგენლობაში ასახავენ შემდეგი სამი განყოფილების მაჩვენებლებს:

1. არასაბრუნავი აქტივები; 2. საბრუნავი აქტივები; 3. მომავალი პერიოდების აქტივები.

ბალანსის პასივის შემადგენლობაში ასახავენ შემდეგი ოთხი განყოფილების მაჩვენებლებს:

1. საკუთარი კაპიტალი; 2. გრძელვადიანი ვალდებულებები; 3. მიმდინარე ვალდებულებები; 4. მომავალი პერიოდების შემოსავლები.

ბალანსის პასივის მეორე და მესამე განყოფილებები წარმოდგენას გვიქმნის აქტივების ინვესტირებისათვის საწარმოს მიერ ნასესხები კაპიტალის მთლიან თანხაზე.

განხილულ განყოფილებებს შორის საბალანსო კავშირის შემდეგი ფორმები არსებობს:

$$SNA+SCA=SWC \qquad (37.1)$$
$$SOC+SBC=A$$

SNA – არასაბრუნავი აქტივების თანხა (Sum of no circulating assets)

SCA – საბრუნავი აქტივების თანხა (Sum of circulating assets)

SWC – გამოყენებული მთელი კაპიტალის თანხა (Sum of whole used capital)

SOC – გამოყენებული საკუთარი კაპიტალის თანხა (Sum of the used own capital)

SBC – გამოყენებული ნასესხები კაპიტალის თანხა (Sum of the used borrowed capital)

A – მთლიანი კაპიტალის თანხა (Sum of whole assets).

მეორე ბლოკში შესულია ის მაჩვენებლები, რომლებიც „ფინანსური შედეგების შესახებ ანგარიშგებაშია“ ასახული. ეს ანგარიშგება მოიცავს შემდეგი ძირითადი განყოფილებების მონაცემებს: 1. ფინანსური შედეგები; 2. საოპერაციო ხარჯების ელემენტები; 3. აქციების მომგებიანობის მაჩვენებლების ანგარიში.

ამ ანგარიშების განყოფილებათა თვით დასახელებიდან უკვე შეგვიძლია ვიმსჯელოთ იმის შესახებ, რომ იგი ასახავს საწარმოს მოგების ფორმირებას, განაწილებასა და გამოყენებასთან დაკავშირებული საკითხების ძირითად წრეს.

„ფინანსური შედეგების“ განყოფილებაში მოქცეულია მოგების ფორმირების მაჩვენებლები — საოპერაციო საქმიანობიდან, ქონების რეალიზაციიდან, არასარეალიზაციო ოპერაციებიდან; მოუვანილია საანგარიშგებო პერიოდში მიღებული საბალანსო მოგების ან ზარალის მთლიანი თანხა.

მესამე ბლოკი მოიცავს „ფულადი სახსრების მოძრაობის ანგარიშგებაში“ ასახულ მაჩვენებლებს. ეს ანგარიშგება შეიცავს სპეციალურ განყოფილებას საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ, რომელშიც შედის მონაცემები საწარმოს ამ სახის საქმიანობიდან მიღებული დადებითი, უარყოფითი და წმინდა ფულადი ნაკადების შესახებ (დადებითია ფულადი სახსრების შემოსვლა, უარყოფითი კი — ფულადი სახსრების ხარჯვა).

მაჩვენებლები, რომლებიც ახასიათებენ სანარმოს ცალკეული სტრუქტურული ქვედანაყოფების საინვესტიციო საქმიანობის ფინანსურ შედეგებს.

ამ ჯგუფის მაჩვენებელთა სისტემას იყენებენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პრაქტიკულად ყველა ასპექტის მიმდინარე და ოპერატიული მართვისთვის. ამ ჯგუფის მაჩვენებელთა ფორმირება ეყრდნობა საწარმოში მოწყობილი მმართველური აღრიცხვის მონაცემებს.

ამ სახის აღრიცხვა თანდათანობით ეითარდება საერთაშორისო პრაქტიკაში საყოფელთაოდ მიღებული ბუღალტრული აღრიცხვის სისტემაზე ჩვენი ქვეყნის საწარმოების გადასვლის გამო, რაც საფინანსო აღრიცხვის არსებითად შეესების შესაძლებლობას იძლევა. ესაა იმ ყველა აუცილებელი მაჩვენებლის აღრიცხვის სისტემა, რომლებიც აყალიბებენ ოპერატიული მმართველური გადაწყვეტილებებისა (ძირითადად, საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ფორმებისა და მისი მოგების მართვის სფეროში) და მომავალ პერიოდში დაგეგმვის საინფორმაციო ბაზას.

საფინანსო აღრიცხვასთან შედარებით მმართველურ აღრიცხვას შემდეგი ძირითადი უპირატესობები აქვს: იგი ასახავს მაჩვენებელთა არამარტო ღირებულებით, არამედ ნატურალურ მნიშვნელობებსაც (შესაბამისად კი — ნედლეულის, შრა პროდუქციის და ა.შ. ფასების ცვლილების ტენდენციებსაც); მმართველური აღრიცხვის შედეგების წარდგენის პერიოდულობა მთლინად შეესაბამება ოპერაციულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებისათვის საჭირო ინფორმაციაზე არსებულ მოთხოვნილებას (აუცილებლობის შემთხვევაში შესაძლებელია ინფორმაციის ყოველდღიურად მიწოდებაც კი); შესაძლებელია ამ აღრიცხვის სტრუქტურიზება ნებისმიერ ჭრილში — ინვესტიციების ცენტრების მიხედვით, საინვესტიციო საქმიანობის ფორმების მიხედვით და ა.შ. (იმავდროულად მთლიანად საწარმოს მიხედვით მაჩვენებლების აგრეგირებისას); მას შეუძლია ასახოს ცალკეული საინვესტიციო აქტიები დროში ფულის ღირებულების, ინფლაციის ტემპების და ა.შ. გათვალისწინებით. ამ აღრიცხვის შედეგები საწარმოს კომერციული საიდუმლოებაა და გარეშე მოსარგებლებისთვის მათი მიცემა არ შეიძლება.

საინვესტიციო საქმიანობის მართვის საინფორმაციო უზრუნველყოფის სისტემის აგების პროცესში მმართველურმა აღრიცხვამ უნდა ჩამოაყალიბოს იმ მაჩვენებელთა ჯგუფები, რომლებიც ასახავენ საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობას, საინვესტიციო დანახარჯების თანხასა და შემადგენლობას, მიღებული საინვესტიციო შემოსავლების თანხასა და შემადგენლობას და სხვა. მაჩვენებელთა ეს ჯგუფები მმართველურ აღრიცხვაში, ჩვეულებრივ, შემდეგი ბლოკების მიხედვით ყალიბდება:

ა) საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ფორმების მიხედვით;

ბ) რეგიონალური საქმიანობის მიხედვით (თუკი საწარმოს ახასიათებს საინვესტიციო საქმიანობის რეგიონული დიფერსიფიკაცია);

გ) ინვესტიციების ცენტრების მიხედვით.

მმართველურ აღრიცხვას ინდივიდუალურად აწყობენ ყოველ საწარმოში და იგი, პირველ რიგში, საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული მართვის პროცესის საინფორმაციო უზურნველყოფის ამოცანებს უნდა ექვემდებარებოდეს.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ნორმატიულ—საბაზრო მაჩვენებლები

ამ მაჩვენებლებს იყენებენ საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების მსვლელობაზე მიმდინარე და ოპერატიული კონტროლის პროცესში. მათ უშუალოდ საწარმოში ახორციელებენ შემდეგი ორი ბლოკის მიხედვით:

ა) საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მარეგულირებელი შიდა ნორმატივების სისტემა. ამ სისტემაში შეაქვთ საწარმოს ცალკეული სახის აქტივების ნორმატივები, ცალკეული სახის აქტივების თანაფარდობისა და კაპიტალის სტრუქტურის ნორმატივები, ფინანსური რესურსების ხელმრთი ხარჯებისა და დანახარჯების ნორმატივები და ა.შ.

ბ) საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის საგეგმო მაჩვენებლების სისტემა. ამ ბლოკის მაჩვენებლთა შემადგენლობაში შეაქვთ ყველა სახის მიმდინარე და ოპერატიული საინვესტიციო გეგმების მაჩვენებელთა მთელი ერთობლიობა.

გარე და შიდა წყაროებიდან ჩამოყალიბებული ყველა საინტერესო მაჩვენებლის გამოყენება საშუალებას იძლევა ყველა საწარმოში შეიქმნას საინვესტიციო საქმიანობის საინფორმაციო უზრუნველყოფის ისეთი მიზანმიმართული სისტემა, რომელიც ორიენტირებული იქნება როგორც სტრატეგიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გამოყუანაზე, ისე საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე ეფექტიან მართვაზე.

37.3. საინვესტიციო ანალიზის სისტემები და მეთოდები

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მექანიზმის მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია მისი ანალიზის სისტემები და მეთოდები. საინვესტიციო ანალიზი საწარმოს საინვესტიციო აქტივობისა და საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის კვლევის პროცესია (საწარმოთა ზრდის რეზერვების გამოვლენის მიზნით).

საინვესტიციო ანალიზის სახეები სანარმოში ჩატარებული მიზნების მიხედვით

განხორციელების მიზნების მიხედვით საინვესტიციო ანალიზის ფორმებად ყოფენ შემდეგ ნიშნებზე დამოკიდებულებით (ნახ. 37.11).

1. **ჩატარების ორგანიზაციის მიხედვით გამოყოფენ საწარმოს შიდა და გარე საინვესტიციო ანალიზს.**

შიდა საინვესტიციო ანალიზს ატარებენ საწარმოს საინვესტიციო მენეჯერები და მისი მესაკუთრეები მთელი არსებული საინფორმაციო მაჩვენებლების გამოყენებით (ასეთი ანალიზის შედეგები შეიძლება კომერციული საიდუმლოება იყოს).

გარე საინვესტიციო ანალიზს ახორციელებენ საგადასახადო ორგანოების, აუდიტორული ფირმების, კომერციული ბანკების თუ სადაზღვევო კომპანიების მუშაკები საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების ასახვის სისწორისა და საწარმოს ფინანსურ მდგრადობაზე მათი გავლენის შესწავლის მიზნით.

2. **ანალიტიკური კვლევის მოცულობის მიხედვით გამოყოფენ სრულ და თემატურ საინვესტიციო ანალიზს.**

სრული საინვესტიციო ანალიზი ტარდება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ასპექტისა და მისი საინვესტიციო პოზიციის ყველა მახასიათებლის კომპლექსურად შესწავლის მიზნით.

თემატური საინვესტიციო ანალიზი შემოიფარგლება საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მხარეების, ინვესტიციების პორტფელის მდგომარეობის, საწარმოს ცალკეული პროექტების რეალიზაციის ეფექტიანობის შესწავლით (თემატური საინვესტიციო ანალიზის საგანი შესაძლოა იყოს, აგრეთვე, საინვესტიციო რესურსების ფორმირების წყაროების სტრუქტურის ოპტიმალობა და ა.შ.).

3. **ანალიტიკური კვლევის სიღრმის მიხედვით გამოყოფენ მის შემდეგ სახეებს:**

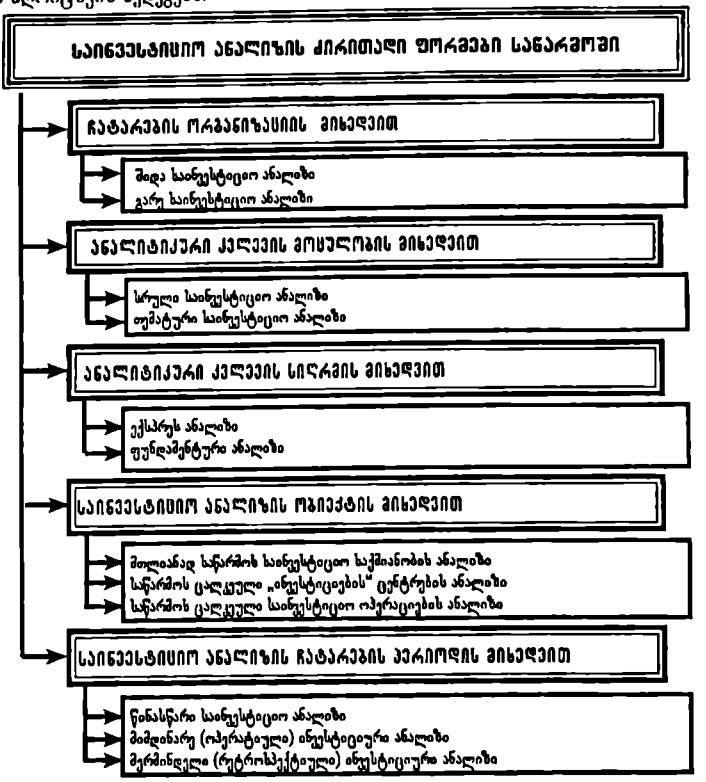
ექსპრეს — ანალიზი. მას საფინანსო ანგარიშგების მონაცემების მიხედვით ატარებენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი ანალიტიკური მაჩვენებლების გაანგარიშების სტანდარტული ალგორითმების საფუძველზე.

ფუნდამენტური ანალიზი. იგი მოიცავს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობის დინამიკის მაჩვენებლების ფაქტორულ ანალიზს და მის ეფექტიანობას.

4. **საინვესტიციო ანალიზის ობიექტის მიხედვით გამოყოფენ მის შემდეგ სახეებს:**

მთლიანად საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზი. ასეთი ანალიზის პროცესში შესწავლის საგანია მთლიანად საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა მისი ცალკეული სტრუქტურული ერთეულებისა და ქვედანაყოფების გამოყოფის გარეშე.

საწარმოს ცალკეული „ინვესტიციების ცენტრების" საქმიანობის ანალიზი. თუკი განსახილველ სტრუქტურულ ქვედანაყოფს თავისი ხასიათის გამო არა აქვს საკუთარი საინვესტიციო რესურსების ფორმირების დასრულებული ციკლი, მაშინ ანალიზი, ჩვეულებრივ, მიმართულია დაბანდებული კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის შესწავლისკენ. ამგვარი ანალიზი ძირითადად ეყრდნობა მმართველური აღრიცხვის შედეგებს.



ნახ. 37.11. საინვესტიციო ანალიზის ძირითადი სახეები საწარმოში ჩატარების მიზნების მიხედვით

საწარმოს ცალკეული საინვესტიციო ოპერაციების ანალიზი. ასეთი ანალიზის საგანი შეიძლება იყოს ის ცალკეული ოპერაციები, რომლებიც უკავშირდება მოკლე — ან გრძელვადიან ფინანსურ დაბანდებებს; ცალკეული რეალური საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციის დაფინანსებას და ა.შ.

5. **ჩატარების პერიოდის მიხედვით გამოყოფენ წინასწარ, მიმდინარე და მერმინდელ საინვესტიციო ანალიზს.**

წინასწარი საინვესტიციო ანალიზი უკავშირდება მთლიანად საინვესტიციო საწარმოების ან ცალკეული ფინანსური ოპერაციების განხორციელების პირობების შესწავლას (მაგალითად, ცალკეული ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო თვისებების შესწავლა გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებების მიმართულებების შესახებ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გამოტანის წინ; საკუთარი კრედიტუნარიანობის დონის შეფასება ინვესტირების მიზნით მსხვილი საბანკო კრედიტის მოზიდვის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებამდე და ა.შ.).

მიმდინარე ანუ ოპერატიული საინვესტიციო ანალიზი ტარდება კონტროლის მიზნით ცალკეული საინვესტიციო გეგმების რეალიზაციის ან ცალკეული ფინანსური ოპერაციების განხორციელების პროცესში. მისი მიზნია საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარეობაზე ოპერატიულად ზემოქმედება (რიგი, როგორც წესი, დროის მოკლე პერიოდითაა შემოფარგლული).

მერმინდელ (ანუ რეტროსპექტულ) საინვესტიციო ანალიზს საწარმო ატარებს საანგარიშგებო პერიოდისთვის (თვე, კვარტალი, წელი). იგი საშუალებას გვაძლევს უფრო ღრმად და სრულად გავაანალიზოთ საწარმოს საინვესტიციო პოზიცია და მისი საინვესტიციო საქმიანობის შედეგები წინასწარ გამომდინარე ანალიზთან შედარებით, რადგან ეს ანალიზი სტატისტიკური და ბუღალტრული აღრიცხვის დასრულებულ საანგარიშგებო მასალებს ეყრდნობა.

საინვესტიციო ანალიზის ნებისმიერ ჩამოთვლილ ფორმას შემდეგი ძირითადი ეტაპების მიხედვით ახორციელებენ:

- საჭირო საწყისი ინფორმაციის შერჩევა და მომზადება ანალიტიკური კვლევისათვის;
- შერჩეული საწყისი ინფორმაციის ანალიტიკურად დამუშავება, ანალიტიკური ინფორმაციის ფორმირება;
- მიღებული ანალიტიკური ინფორმაციის ინტერპრეტაცია;
- დასკვნებისა და რეკომენდაციების მოშზადება ჩატარებული ანალიზის შედეგების მიხედვით.

საინვესტიციო ანალიზის ჩატარების ძირითადი სისტემები

საინვესტიციო მენეჯმენტის კონკრეტული ამოცანების გადასაჭრელად იყენებენ ანალიზის მთელ რიგ სპეციალურ სისტემებს და მეთოდებს, რომლებიც საშუალებას გვიქმნიან მივიღოთ საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების რაოდენობრივი შეფასება მისი ცალკეული ასპექტების ჭრილში როგორც სტატიკაში, ისე დინამიკაში. საინვესტიციო მენეჯმენტის თეორიაში გამოყენებულ მეთოდებზე დამოკიდებულებით, ერთმანეთისგან განასხვავებენ საწარმოში ჩატარებული საინვესტიციო ანალიზის შემდეგ ძირითად სისტემებს: ჰორიზონტალურ ანალიზს; ვერტიკალურ ანალიზს; შედარებით ანალიზს; კოეფიციენტების ანალიზს და ინტეგრალურ ანალიზს (ნახ. 37.12).

ჰორიზონტალური (ანუ ტრენდული) საინვესტიციო ანალიზი

იგი ეყრდნობა დროში საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მაჩვენებლების დინამიკის შესწავლას. ანალიზის ამ სისტემის გამოყენების პროცესში მთელი რიგი პერიოდებისთვის ანგარიშობენ ცალკეული საინვესტიციო მაჩვენებლების ზრდის (მატების) ტემპებს და განსაზღვრავენ მათი ცვლილების (ტრენდის) ზოგად ტენდენციებს. საინვესტიციო მენეჯმენტში ყველაზე უფრო ფართოდ გავრცელდა ჰორიზონტალური (ტრენდული) ანალიზის შემდეგი სახეები:

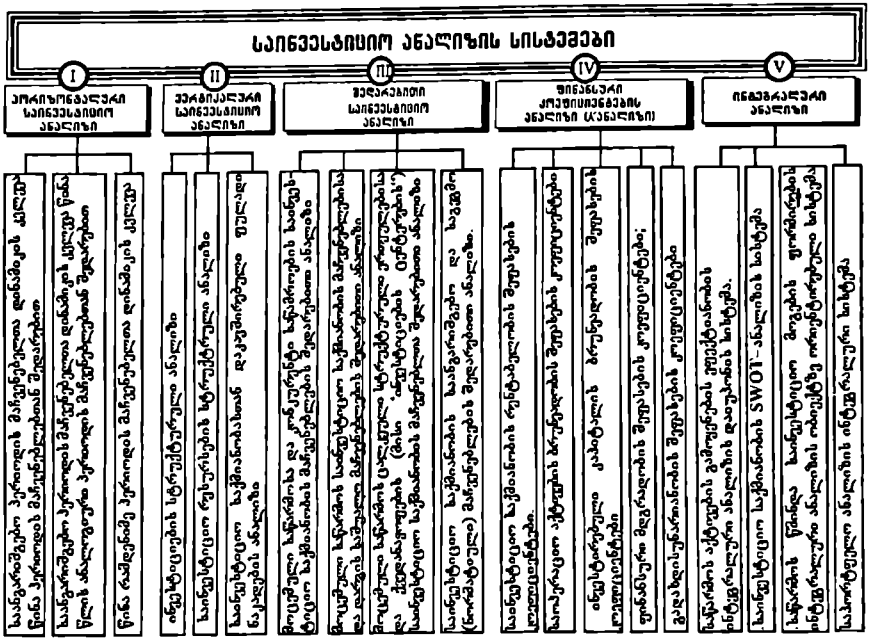
1. საანგარიშგებო პერიოდის მაჩვენებელთა დინამიკის კვლევა წინა პერიოდის მაჩვენებლებთან (მაგალითად, წინა თვის, კვარტლის, წლის მაჩვენებელთან) შედარებით.

2. საანგარიშგებო პერიოდის მაჩვენებელთა დინამიკის კვლევა წინა წლის ანალოგიური პერიოდის მაჩვენებლებთან შედარებით (მაგალითად, საანგარიშგებო პერიოდის მეორე კვარტლის მაჩვენებლებისა და წინა წლის მეორე კვარტლის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან შედარებით). ამ სახის ჰორიზონტალურ საინვესტიციო ანალიზს იყენებენ სამეურნეო საქმიანობის აშკარად გამოხატული სეზონური თავისებურებების მქონე საწარმოებში.

3. წინა რამდენიმე პერიოდის მაჩვენებელთა დინამიკის კვლევა. ამგვარი კვლევის მიზანია იმ ცალკეული მაჩვენებლების ცვლილების ტენდენციის გამოვლენა, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებს ახასიათებენ (ტრენდის ხაზის განსაზღვრა დინამიკაში). თვალსაჩინოების მიზნით რეკომენდებულია ამგვარი ანალიზის შედეგების გაფორმება გრაფიკულად, რაც ამარტივებს ტრენდის ხაზის განსაზღვრას (ნახ. 37.13).

ყველა სახის ჰორიზონტალურ (ტრენდულ) საინვესტიციო ანალიზს, ჩვეულებრივ, აწსებენ საინვესტიციო საქმიანობის შედეგობრივ მაჩვენებლებზე ცალკეული ფაქტორების გავლენის კვლევით.

ამგვარი ანალიტიკური კვლევის შედეგები შესაძლებლობას გვაძლევს ვიგაროთ შესაბამისი დინამიკური ფაქტორული მოდელები, რომლებსაც შემდეგ ცალკეული მაჩვენებლების საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესში იყენებენ.



ნახ. 37.12. საინვესტიციო ანალიზის სისტემები ჩატარების სხვადასხვა მეთოდების მიხედვით

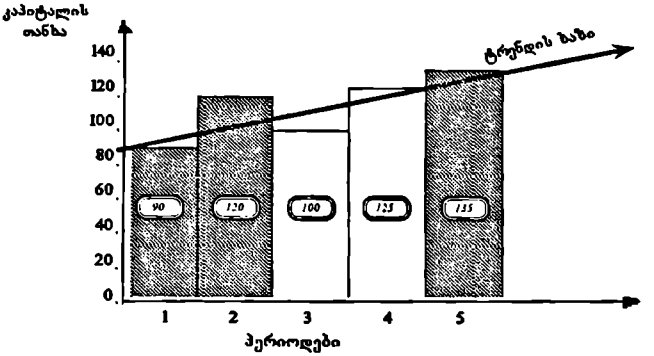
ვერტიკალური ანუ სტრუქტურული საინვესტიციო ანალიზი

იგი ეყრდნობა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მაჩვენებლების სტრუქტურულ განაწილებას. ამ ანალიზის განხორციელების პროცესში ანგარიშობენ აგრეგირებული მაჩვენებლების ცალკეული სტრუქტურული შემადგენლობის ხვედრით წილს. საინვესტიციო მენეჯმენტში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული ვერტიკალური (სტრუქტურული) ანალიზის შემდეგი სახეები:

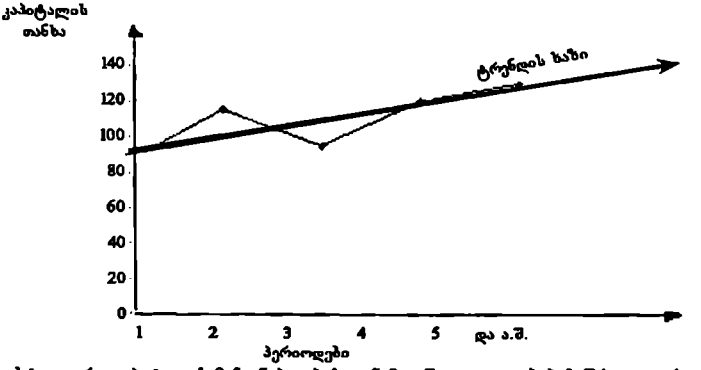
1. **ინვესტიციების სტრუქტურული ანალიზი.** ამ ანალიზის პროცესში განსაზღვრავენ სხვადასხვა ფორმის ინვესტიციების ხვედრით წილს; საწარმოს ინვესტიციების შემადგენლობას ლიკვიდობის დონის მიხედვით; ინვესტიციების პორტფელის შემადგენლობას და სხვა. ამ ანალიზის შედეგებს იყენებენ საწარმოს ინვესტიციების შემადგენლობის ოპტიმიზაციის პროცესში.

2. **საინვესტიციო რესურსების სტრუქტურული ანალიზი.** ამ ანალიზის პროცესში განსაზღვრავენ საწარმოს მიერ საინვესტიციო მიზნით გამოყენებული საკუთარი და ნასესხები კაპიტალების ხვედრით წილს; გამოყენებული ნასესხები კაპიტალის შემადგენლობას მისი გაცემის პერიოდების მიხედვით (მოზიდული მოკლე — და გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალი); გამოყენებული ნასესხები კაპიტალის შემადგენლობას მისი სახეების მიხედვით (საბანკო კრედიტი; სხვა ფორმების მქონე ფინანსური კრედიტი; საქონლური, ანუ კომერციული კრედიტი და ა.შ.). ამ ანალიზის შედეგებს იყენებენ ფინანსური ლევერიჯის ეფექტის შეფასების, ინვესტირებული კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების

განსაზღვრის, სასესხო საინვესტიციო რესურსების ფორმების წყაროების სტრუქტურის ოპტიმიზაციის პროცესში და სხვა შემთხვევებში.



ა) ინვესტიციური კაპიტალის მაჩვენებლების დინამიკაში ცვლილებების სვეტირებული დიაგრამა.



ბ) ინვესტიციური კაპიტალის მაჩვენებლების დინამიკაში ცვლილებების წრფივი გრაფიკი.

ნახ. 37.13. საწარმოს ინვესტირებული თანხის ჰორიზონტალური (ტრენდული) ანალიზის გრაფიკული ფორმები

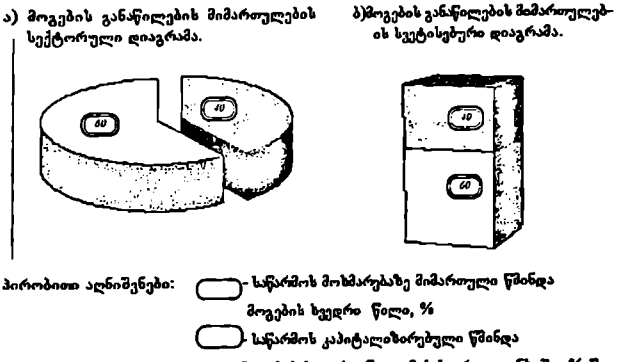
3. საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადების სტრუქტურული ანალიზი. ამ ანალიზის პროცესში მთლიანი ფულადი ნაკადის შემადგენლობაში გამოყოფენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ ფულად ნაკადს; ამ სახის ფულადი ნაკადის შემადგენლობაში უფრო ღრმად ახდენენ ფულადი სახსრების შემოსავლისა და ხარჯვის, ცალკეული ელემენტების მიხედვით წმინდა ფულადი ნაკადის შემადგენლობის სტრუქტურიზებას.

ვერტიკალური (სტრუქტურული) საინვესტიციო ანალიზის შედეგებსაც, ჩვეულებრივ, გრაფიკულად აფორმებენ ხოლმე (ნახ. 37.14).

შედარებითი საინვესტიციო ანალიზი

იგი ეყრდნობა ანალოგიური მაჩვენებლების ცალკეული ჯგუფების მნიშვნელობათა ერთმანეთთან შედარებას. ანალიზის ამ სისტემის გამოყენების პროცესში ანგარიშობენ შესადარებელი მაჩვენებლების აბსოლუტური და ფარდობითი გადახრების ზომებს. საინვესტიციო მენეჯმენტში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული შედარებითი ანალიზის შემდეგი სახეები:

1. მოცემული საწარმოსა და კონკურენტი საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობის მაჩვენებლების შედარებითი ანალიზი. ამ ანალიზის პროცესში ვლინდება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სუსტი მხარეები მისი საინვესტიციო პოზიციის გაუმჯობესების ღონისძიებათა შემუშავების მიზნით.



ნახ. 37.14. მოგების განაწილების ვერტიკალური (სტრუქტურული) ანალიზის შედეგების გრაფიკული ფორმები ინვესტიციური რესურსების ფორმირების პროცესში

2. მოცემული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მაჩვენებლებისა და დარგის საშუალო მაჩვენებლების შედარებითი ანალიზი. ამ ანალიზის პროცესში ვლინდება დარგის საშუალო მაჩვენებლებიდან მოცემული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი შედეგების გადახრის ხარისხი. მისი მიზანია საკუთარი საინვესტიციო პოზიციის შეფასება და საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის შემდგომი ამაღლების რეზერვების გამოელენა.

3. მოცემული საწარმოს ცალკეული სტრუქტურული ერთეულებისა და ქვედანაყოფების (მისი „ინვესტიციების ცენტრების") საინვესტიციო საქმიანობის მაჩვენებელთა შედარებითი ანალიზი. ასეთ ანალიზს ატარებენ საწარმოს შიდა ქვედანაყოფების შედარებითი ანალიზისა და საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლების რეზერვების ძიების მიზნით.

4. საინვესტიციო საქმიანობის საანგარიშგებო და საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლების შედარებითი ანალიზი. ამგვარი ანალიზი მიმდინარე საინვესტიციო საქმიანობის იმ მონიტორინგის საფუძველია, რომელიც საწარმოშია ორგანიზებული. ამ ანალიზის პროცესში ვლინდება საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლიდან საანგარიშგებო მაჩვენებლების გადახრის ხარისხი, განისაზღვრება ამ გადახრის მიზეზები და შემუშავდება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიმართულებათა კორექტირების რეკომენდაციები.

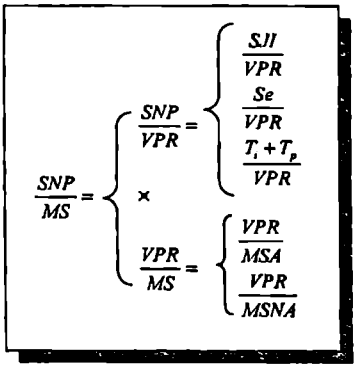
ფინანსური კოეფიციენტების ანალიზი (R-ანალიზი)

ამ დროს ხდება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის აბსოლუტური მაჩვენებლების ერთმანეთთან თანაფარდობის გაანგარიშება. ანალიზის ამ სისტემის გამოყენების პროცესში განსაზღვრავენ საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ფარდობით მაჩვენებლებს და მის გავლენას საწარმოს ფინანსურ მდგომარეობაზე. საინვესტიციო მენეჯმენტში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული ანალიტიკური ფინანსური კოეფიციენტების შემდეგი ჯგუფები: 1. საინვესტიციო საქმიანობის რენტაბელობის შეფასების კოეფიციენტები; 2. საოპერაციო აქტივების ბრუნვადობის შეფასების კოეფიციენტები; 3. ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობის შეფასების კოეფიციენტები; 4. ფინანსური მდგრადობის შეფასების კოეფიციენტები; 5.გადახდისუნარიანობის შეფასების კოეფიციენტები და სხვა.

ინტეგრალური ანალიზი

საშუალებას გვაძლევს მოვიღოთ ცალკეული აგრეგირებული შეფასებითი მაჩვენებლების ფორმირების პირობების ყველაზე უფრო გაღრმავებული (მრავალფაქტორიანი) შეფასება. საინვესტიციო მენეჯმენტში ყველაზე უფრო ფართოდაა გავრცელებული ინტეგრალური ანალიზის შედეგი სისტემები:

1. საწარმოს აქტივების გამოყენების ეფექტიანობის ინტეგრალური ანალიზის დიუპონის სისტემა. აშშ-ის ფირმა „დიუპონის" მიერ შემუშავებული ფინანსური ანალიზის ეს სისტემა ითვალისწინებს „აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტის" მაჩვენებლის დაყოფას მისი ფორმირების ერთ სისტემაში გაერთიანებულ მთელ რიგ კერძო ფინანსურ კოეფიციენტებად. ამგვარი ანალიზის ჩატარების პრინციპული სქემა 37.15 ნახაზზეა მოყვანილი.



ნახ. 37.15. დიუპონის კორპორაციის მეთოდიკის მიხედვით ჩატარებული ფინანსური ანალიზის სქემა

SNP – წმინდა მოგების თანხა (Sum of net profit)
VPR – პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობა (Volume of the production realization)
MS – ყველა აქტივის საშუალო თანხა (Middle sum of every asset)
SJI – ერთობლივი შემოსავლის თანხა (Sum of joint income)
Se – ხარჯების თანხა (Sum of expenses)
Ti – შემოსავლებიდან გადახდილი გადასახადები (Tax on incomes)
Tp – მოგებიდან გადახდილი გადასახადების თანხა (Tax on profit)
MSA – საბრუნავი აქტივების საშუალო თანხა (Middle sum of assets)
MSNA – არასაბრუნავი აქტივების საშუალო თანხა (Middle sum of no circulating assets)

ამ სისტემას საფუძვლად უდევს „დიუპონის მოდელი", რომლის თანახმადაც, საწარმოს მიერ გამოყენებული აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტზე (ბრუნვათა რაოდენობაზე) პროდუქციის რეალიზაციის რენტაბელობის კოეფიციენტის ნამრავლს წარმოადგენს:

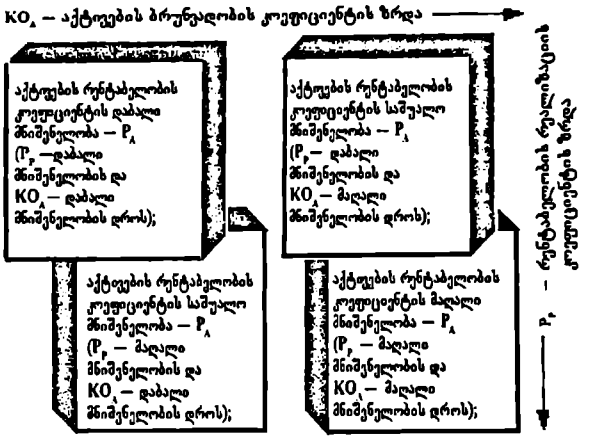
$$P_{UA} = P_{PR} \times CQ_A, \qquad (37.2)$$

სადაც, P_{UA} – გამოყენებული აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტი (Coefficient of profitableness of used assets);

P_{PR} – პროდუქციის რეალიზაციის რენტაბელობის კოეფიციენტი (Coefficient of profitableness of production realization);

CQ_A – აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტი (ბრუნვათა რაოდენობა) (Asset circulation quantity).

„დიუპონის მოდელის“ გაანგარიშებისას მიღებული შედეგების ინტერპრეტაციისათვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას 37.16 ნახაზზე წარმოდგენილი სპეციალური მატრიცა.



ნახ. 37.16. საწარმოს აქტივების რენტაბელობის კოეფიციენტის ინტეგრალური ანალიზის შედეგების შეფასების მატრიცა.

აღნიშნული მატრიცას დახმარებით შეიძლება გამოვლინდეს საწარმოს აქტივების რენტაბელობის შემდგომი გადიდების ძირითადი რეზერვები — გაიზარდოს პროდუქციის რეალიზაციის რენტაბელობა; დაჩქარდეს აქტივების ბრუნვადობა; გამოყენებულ იქნას ეს ორივე მიმართულება.

2. **საინვესტიციო საქმიანობის SWOT–ანალიზის სისტემა.** ამ სისტემის დასახელება იმ ტერმინების პირველი ასოების აბრევიატურას წარმოადგენს, რომლებიც ამ ანალიზის ობიექტებს ახასიათებენ:

S – Strehgths (საწარმოს ძლიერი მხარეები);

O – Opportunities (საწარმოს განვითარების შესაძლებლობები);

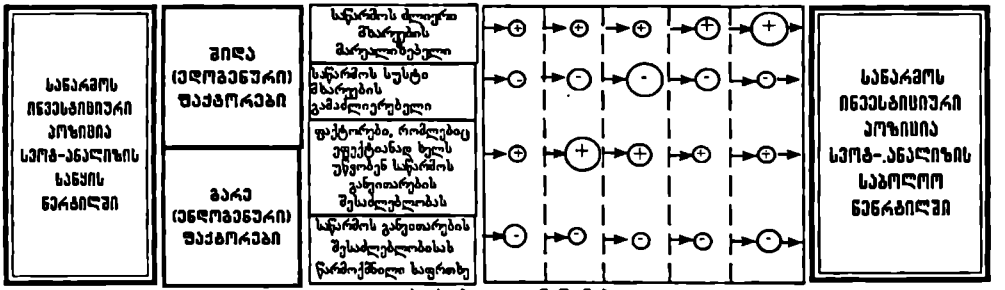
T – Trears (საწარმოს განვითარებაში საფრთხეები);

SWOT–ანალიზის ძირითადი შინაარსია საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძლიერი და სუსტი მხარეების ხასიათის გამოკვლევა, აგრეთვე, მომავალ პერიოდში ამ საქმიანობის განხორციელების პირობებზე ცალკეული გარე (ეგზოგენური) ფაქტორების პოზიტიური, თუ ნეგატიური გავლენის შესწავლა.

SWOT–ანალიზის შედეგები, ჩვეულებრივ, გრაფიკულად გამოისახება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაზე ცალკეული ფაქტორების გავლენის კომპლექსური გამოკვლევის მიხედვით (ნახ. 37.17).

3. **საწარმოს წმინდა საინვესტიციო მოგების ფორმირების ინტეგრალური ანალიზის ობიექტზე ორიენტირებული სისტემა.** აშშ-ის ფირმა „მოდერნსოფტის“ მიერ შემუშავებული ანალიზის კონცეფცია ეყრდნობა კომპიუტერული ტექნიკის და გამოყენებითი პროგრამების სპეციალური პაკეტის გამოყენებას. ამ კონცეფციის საფუძველია საწარმოს წმინდა საინვესტიციო მოგების (ან სხვა მაჩვენებლის) ფორმირების მოდელის წარმოდგენა ურთიერთდაკავშირებული პირველადი ფინანსური ბლოკების ერთობლიობის სახით. ეს ბლოკები ახდენენ იმ ელემენტების „კლასების“ მოდელირებას, რომლებიც უშუალოდ აყალიბებენ წმინდა საინვესტიციო მოგების თანხას. გამომყენებელი თვითონ განსაზღვრავს ასეთი ბლოკებისა და კლასების სისტემას საწარმოს საინვესტიციო საინფორმაციო საქმიანობის სპეციფიკიდან გამომდინარე, რათა დეტალიზაციის სასურველი ხარისხით წამოადგინოს მოდელის

წმინდა საინვესტიციო მოგების ფორმირების ყველა წამყვანი ელემენტი. მოდელის აგების შემდეგ მისი გამომყენებელი რაოდენობრივი მახასიათებლებით აუსებს ყველა ბლოკს საწარმოს საანგარიშგებო ინფორმაციის შესაბამისად. ბლოკებისა და კლასების სისტემა შეგვიძლია გავაფართოოთ და გავაღრმაოთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულებების შეცვლისა და წმინდა საინვესტიციო მოგების ფორმირების პროცესის შესახებ უფრო დაწვრილებითი ინფორმაციის გაჩენის კვალობაზე.



ნახ. 37.17. საწარმოს ინვესტიციურ საქმიანობაზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორების კომპლექსური გამოკვლევის SWOT ანალიზის გრაფიკული სახე

4. **საპორტფელო ანალიზის ინტეგრალური სისტემა.** ეს ანალიზი ეყრდნობა პროტფელების თეორიის გამოყენებას, რომლის შესაბამისადაც საფონდო ინსტრუმენტების პორტფელის მომგებიანობის დონეს ამ პორტფელის რისკის დონესთან კავშირში განიხილავენ (სისტემა „შემოსავლიანობა — რისკი"). ამ თეორიის მიხედვით შეგვიძლია „ეფექტიანი პროტფელის" შედგენის (კონკრეტული ფასიანი ქაღალდების სათანადოდ შერჩევის) გზით დავწიოთ პორტფელის რისკის დონე და შესაბამისად ავამაღლოთ განხილული მაჩვენებლების თანაფარდობა მომგებიანობის დონის სასარგებლოდ. სწორედ ასეთი ფასიანი ქაღალდების ანალიზისა და პორტფელში მათი შეტანის პროცესი შეადგენს ამ სისტემური თეორიის გამოყენების საფუძველს.

37.4. საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემები და მეთოდები

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ძირითადი მექანიზმია საინვესტიციო დაგეგმვა. საინვესტიციო დაგეგმვა შესაბამისი საინვესტიციო რესურსების საწარმოს განვითარების უზრუნველყოფისა და მომავალ პერიოდში მისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლების გეგმებისა და საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლების სისტემის შემუშავების პროცესია.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის დაგეგმვის სისტემა

საწარმოში არსებული საინვესტიციო დაგეგმა (ანუ შიდასაფირმო საინვესტიციო დაგეგმა) მისი სამი სისტემის გამოყენებას ეყრდნობა: 1. საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირება; 2. საინვესტიციო საქმიანობის დაგეგმა; 3. საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული დაგეგმა.

საინვესტიციო დაგეგმვის თითოეულ ამ სისტემას ახასიათებს გარკვეული პერიოდი და მისი შედეგების რეალიზაციის საკუთარი ფორმები (ცხრილი 37.1).

საინვესტიციო დაგეგმვის ყველა სისტემა ერთმანეთთან კავშირშია და გარკვეული თანმიმდევრობით სრულდება. დაგეგმვის საწყისი ეტაპია საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებებისა და მიზნობრივი პარამეტრების პროგნოზირება საწარმოს საერთო საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავების გზით; მიმდინარე საინვესტიციო დაგეგმა, თავის მხრივ, საფუძველს უშობადებს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ძირითადი ასპექტის მიხედვით ოპერატიული ბიუჯეტების შემუშავებას და მათ დაყვანას უშუალო შემსრულებლებამდე.

საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემები და საწარმოში მისი შედეგების განხორციელების ფორმები

ცხრილი 37.1

საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემები	საინვესტიციო დაგეგმვის შედეგების რეალიზაციის ფორმები	დაგეგმვის პერიოდები
1. საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირება	საერთო ინვესტიციური სტრატეგიის და ინვესტიციური პოლიტიკის შემუშავება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებების მიხედვით	3 წლამდე
2.საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე დაგეგმვა	მიმდინარე გეგმების შემუშავება საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით	1 წელი
3. საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული დაგეგმვა	საინვესტიციო საქმიანობის ყველა მხარის მიხედვით საგადასახადო კალენდრის და სხვა ოპერატიული საგეგმო დოკუმენტების ფორმების შემუშავება და დაყვანა ბიუჯეტის შემსრულებლამდე.	თვე, კვარტალი

საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირების სისტემა

დაგეგმვის აღნიშნული სახე ყველაზე უფრო რთულია საინვესტიციო დაგეგმვის განხილულ სისტემებს შორის და სარეალიზაციოდ მოითხოვს შემსრულებელთა მაღალ კვალიფიკაციას. ყოველ კონკრეტულ საწარმოში საინვესტიციო პროგნოზირების სისტემა გარკვეულ საინვესტიციო იდეოლოგიას ეყრდნობა.

საწარმოს საინვესტიციო იდეოლოგია ახასიათებს კონკრეტული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების იმ ფუძემდებლური პრინციპების სისტემას, რომლებსაც ამ საწარმოს „მისია" და მისი მონაწილეებისა და მენეჯერების საინვესტიციო ქცევის მენტალიტეტი განსაზღვრავს.

საინვესტიციო იდეოლოგიის გათვალისწინებით განხორციელებული საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირება, პირველ რიგში, მიმართულია საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სტრატეგიის და პოლიტიკის შემუშავების ძირითად ასპექტებზე.

საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე დაგეგმვის სისტემა

დაგეგმვის ეს სახე ეყრდნობა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტებისათვის შემუშავებულ საინვესტიციო სტრატეგიასა და საინვესტიციო პოლიტიკას. დაგეგმვა შედგება კონკრეტული სახის იმ მიმდინარე გეგმების შემუშავებისაგან, რომლებიც საშუალებას იძლევა მომავალი პერიოდისთვის განისაზღვროს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ფორმა და მისი დაფინანსების წყაროები, ჩამოყალიბდეს მისი შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურა, უზრუნველყოფილ იქნას მისი შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურა, აგრეთვე საწარმოს მუდმივი ფინანსური მდგრადობა და გადახდისუნარიანობა მისი საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში, წინასწარ განისაზღვროს მისი აქტივების მატება და სტრუქტურა საგეგმო პერიოდის ბოლოსთვის.

საინვესტიციო საქმიანობის მიმდინარე გეგმებს საწარმოებში ამუშავებენ კვარტალებად დაყოფილ მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების შემუშავების ამოსავალი წინაპირობებია:

- საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგია და მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივები მომავალ პერიოდში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიმართულებების მიხედვით;
- საინვესტიციო პოლიტიკა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი ასპექტების მიხედვით;
- პროდუქციის წარმოებისა და რეალიზაციის საგეგმო მოცულობები და სხვა ეკონომიკური მაჩვენებლები საწარმოს ახლად ამოქმედებული საბრუნავი და არასაბრუნავი საოპერაციო აქტივების მიხედვით;
- ცალკეული საინვესტიციო რესურსების დანახარჯების ნორმებისა და ნორმატივების საწარმოში შემუშავებული სისტემა;
- გადასახადების განაკვეთების მოქმედი სისტემა;
- საამორტიზაციო ანარიცხების განაკვეთების მოქმედი სისტემა;
- ფინანსების ბაზარზე მოქმედი საკრედიტო და სადეპოზიტო პროცენტების საშუალო განაკვეთები;
- წინა პერიოდის საინვესტიციო ანალიზის შედეგები.

მიმდინარე გეგმების შემუშავების მთელ რიგ წინაპირობებს ალბათური ხასიათი აქვს და ქვეყნის თანამედროვე ეკონომიკური არასტაბილურობის პირობებში მათი პარამეტრების გაბნევა საკმაოდ მაღალია. ამიტომ სასურველია ძირითადი მაჩვენებლების მიხედვით საწარმოს მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების შემუშავება რამდენიმე ვარიანტად — „ოპტიმისტური", „რეალური" და „პესიმისტური".

საწარმოში შემუშავებული მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების ძირითადი სახეები შემდეგია (ნახ. 37.18).

რეალური და ფინანსური ინვესტირების ცალკეული ფორმების ჭრილში საინვესტიციო საქმიანობის საგეგმო მოცულობა მიმდინარე საინვესტიციო დაგეგმვის საფუძველია. ამ გეგმის შემუშავების მიზანია საწარმოს რეალური და საფინანსო ინვესტირების მთლიან მოცულობაზე მოთხოვნილების განსაზღვრა მომდევნო პერიოდისთვის მისი კონკრეტული ფორმების ჭრილში.

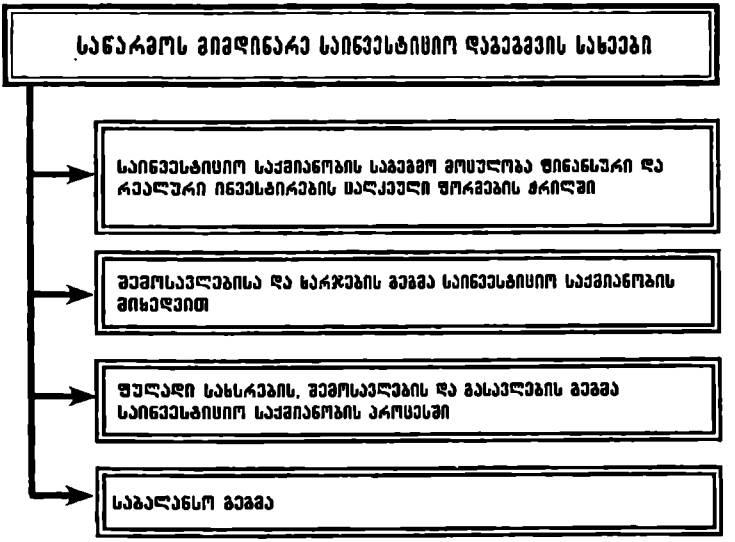
ამ გეგმაში უზრუნველყოფილი უნდა იყოს არასაბრუნავი საოპერაციო აქტივების მარტივი და გაფართოებული კვლავწარმოება, აგრეთვე, საწარმოს ფინანსური აქტივების მატება.

საინვესტიციო საქმიანობიდან მიღებული შემოსავლებისა და გაწეული ხარჯების გეგმა ასახავს ამ საქმიანობის ფინანსური უზრუნველყოფის ძირითად ასპექტებს.

ამ გეგმის შემუშავების ძირითადი მიზანია, საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში დასახული საინვესტიციო პროგრამების რეალიზაციისათვის საჭირო ფინანსურ რესურსებზე მოთხოვნილებებისა და ამ რესურსების შესაძლო შემოსავლის მოცულობის განსაზღვრა (ქონების რეალიზაციისას მწყობრიდან ამოღებული მიღებული შემოსავალი, ინვესტიციური მოგება და ა.შ.).

ამ გეგმაში ასახავენ ყველა იმ ხარჯს, რომელიც უკავშირდება მომავალ პერიოდში რეალური ინვესტიციების განხორციელებას, აგრეთვე, გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებების მოცულობის მატებას (მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებების მოცულობის მატება ხორციელდება საწარმოს საბრუნავი სახსრების შემადგენლობაში დროებით თავისუფალი ფულადი აქტივების ნაშთის ხარჯზე).

საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ფულადი სახსრების შემოსაელისა და ხარჯვის გეგმამ უნდა ასახოს ამ საქმიანობაში საწარმოს ფულადი ნაკადების პროგნოზირების შედეგები.



ნახ. 37.18. საწარმოში დასაშუშებელი მიმდინარე საინვესტიციო დაგეგმვის ძირითადი სახეობის სისტემა

ამ გეგმის შემუშავების მიზანია მუდმივი ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფა საგეგმო პერიოდის ყველა ეტაპზე. ამ გეგმაში უზრუნველყოფილი უნდა იყოს საგეგმო პერიოდში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობიდან ფულადი სახსრების მიღების, მათი ხარჯვისა და პერიოდის ბოლოსთვის ამ საქმიანობიდან მიღებული წმინდა ფულადი ნაკადის თანხის მაჩვენებლების ურთიერთკავშირი.

საბალანსო გეგმა ასახავს საგეგმო პერიოდის ბოლოსთვის აქტივების შემადგენლობისა და საწარმოს გამოყენებული ფინანსური სახსრების სტრუქტურის პროგნოზირების შედეგებს.

საბალანსო გეგმის შემუშავების მიზანია ცალკეული სახის აქტივების მატების განსაზღვრა მათი შიდა დაბალანსების უზრუნველყოფით, ეს კი უზრუნველყოფს მომავალ პერიოდში საწარმოს საკმარის ფინანსურ მდგრადობას.

საბალანსო გეგმის შემუშავების დროს იყენებენ საწარმოს ბალანსის მუხლების გამსხვილებულ სქემას, რომელიც ითვალისწინებს მისი აგების სპეციფიკას საქმიანობის კონკრეტული ორგანიზაციულ-სამართლებრიეი ფორმისათვის (შპს, სააქციო საზოგადოება და ა.შ.).

მიმდინარე საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესი საწარმოში ხორციელება მისი საოპერაციო (საწარმოო-კომერციული) და საფინანსო საქმიანობის დაგეგმვის პროცესთან მჭიდრო კავშირში.

ᲡᲐᲘᲜᲕᲔᲡᲢᲘᲪᲘᲝ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲝᲞᲔᲠᲐᲪᲘᲣᲚᲘ ᲓᲐᲒᲔᲒᲛᲕᲘᲡ ᲡᲘᲡᲢᲔᲛᲐ

დაგეგმვის ამ სახის არსი მდგომარეობს საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის განვითარების ძირითადი მიმართულებების საინვესტიციო უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული მოკლევადიანი საგეგმო დავალებების კომპლექსის შემუშავებში. ასეთი საგეგმო საინვესტიციო დავალების ძირითადი ფორმაა ბიუჯეტი.

ბიუჯეტი არის, ჩვეულებრივ, ერთ წლამდე პერიოდის ფარგლებში (როგორც წესი – მომავალი კვარტლის ან თვის ფარგლებში) შემუშავებული ოპერატიული გეგმა, რომელიც ასახავს საინვესტიციო სახსრების ხარჯებსა და შემოსულობებს საინვესტიციო საქმიანობის კონკრეტული ფორმების განხორციელების პროცესში.

იგი ახდენს მიმდინარე საინვესტიციო მაჩვენებლების დეტალიზებას და ყველა ტიპის „ინვესტიციების ცენტრებამდე" დამყვან ძირითად საგეგმო დოკუმენტად გვევლინება.

საწარმოში საგეგმო ბიუჯეტების შემუშავებას ახასიათებენ ტერმინით „ბიუჯეტირება" და იგი ორი ძირითადი ამოცანის გადაჭრისკენაა მიმართული: ა) საწარმოს ცალკეული სტრუქტურული ერთეულის და ქვედანაყოფის საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული დანახარჯების მოცულობისა და შემადგენლობის განსაზღვრა; ბ) ამ დანახარჯების დაფარვის უზრუნველყოფა სხვადასხვა წყაროებიდან მიღებული საინვესტიციო რესურსებით.

ბიუჯეტირების პროცესს აქვს უწყვეტი ან მცოცავი ხასიათი. ერთი წლისთვის დადგენილი საგეგმო მაჩვენებლებიდან გამომდინარე, მიმდინარე საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესში წინასწარ (საგეგმო პერიოდის დადგომამდე) ამუშავებენ კვარტალური ბიუჯეტების სისტემას (მომავალი კვარტლისთვის), კვარტალური ბიუჯეტების ფარგლებში კი — ყოველთვიური ბიუჯეტების სისტემას (თითოეული მომავალი თვისთვის). ამგვარი მცოცავი ბიუჯეტირების პროცესი იძლევა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული დაგეგმვის სისტემის ფუნქციონირების უწყვეტობის გარანტიას, მყარ საძირკველს უყრის ამ საქმიანობის შედეგების მუდმივი კონტროლის განხორციელებას.

ოპერაციული საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესში შემუშავებული ძირითადი სახის ბიუჯეტების კლასიფიკაცია-სისტემა

ოპერატიული საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესში გამოყენებული ბიუჯეტებს მოელი რიგი ნიშნების მიხედვით ყოფენ (ნახ. 37.19).

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სახეების მიხედვით გამოყოფენ რეალური ინვესტირების, ფინანსური ინვესტირების და მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის ბიუჯეტებს. ამ ბიუჯეტებს ამუშავებენ მომავალი კვარტლის ან თვისთვის მთელი საწარმოს შესაბამისი მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების დეტალიზების წესით.

რეალური ინვესტირების ბიუჯეტი ახდენს იმ მაჩვენებლების შინაარსის რეალიზებას დროის კონკრეტული პერიოდის ფარგლებში, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში ყველა სახის საოპერაციო აქტივების განახლებასა და განვითარებას უკავშირდება.

ფინანსური ინვესტირების ბიუჯეტი მიმართულია იმ მაჩვენებლების სათანდო დეტალიზაციისკენ, რომლებიც ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფელის მთლიანი თანხის მატების უზრუნველყოფას უკავშირდება.

დანახარჯების სახეების მიხედვით საგეგმო ბიუჯეტებს ყოფენ მიმდინარე და კაპიტალურ ბიუჯეტებად.

მიმდინარე ბიუჯეტი ახდენს საწარმოს შემოსავლებისა დახარჯების იმ გეგმის დაკონკრეტებას, რომელიც „ინვესტიციების ცენტრებამდეა" დაყვანილი და მათ ფუნქციონირებას უკავშირდება. იგი ორი განყოფილებისგან შედგება: 1. მიმდინარე ხარჯები; 2. მიმდინარე სამეურნეო საქმიანობიდან მიღებული შემოსავლები. მიმდინარე ხარჯები განხილული „ინვესტიციების ცენტრების" წარმოების (მიმოქცევის) ხარჯებია. მიმდინარე სამეურნეო საქმიანობიდან მიღებულ შემოსავლებს ძირითადად ქმნიან ქონების რეალიზაციის ხარჯზე. მიმდინარე ბიუჯეტის სანიმუშო ფორმა 37.2 ცხრილშია წარმოდგენილი.

კაპიტალური ბიუჯეტი წარმოადგენს კონკრეტულ შემსრულებლებამდე („ინვესტიციების ცენტრებამდე") კაპიტალურ დაბანდებათა მიმდინარე გეგმის შედეგების დაყვანის ფორმას. ეს გეგმა შემუშავებულია ახალი მშენებლობის განხორციელების, პროფილის შეცვლას, ძირითადი საშუალებების მოდერნიზებისა და არამატერიალური აქტივების შეძენის და ა.შ. დროს. იგი ორი განყოფილებისგან შედგება: 1) კაპიტალური ხარჯები (არასაბრუნავი აქტივების შეძენაზე გაწეული

ხარჯები); 2) შემოსული სახსრების წყაროები (საინვესტიციო რესურსები). კაპიტალური ბიუჯეტის სანიმუშო ფორმა 37.3 ცხრილშია წარმოდგენილი.

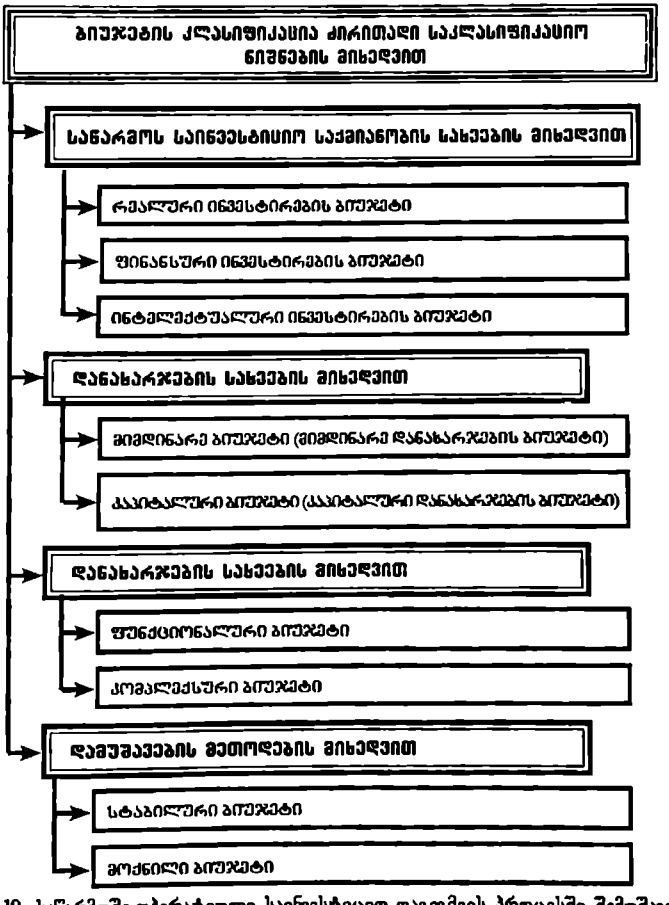
ხარჯების ნომენკლატურის მიხედვით ერთმანეთისგან განასხვავებენ ფუნქციურ და კომპლექსურ ბიუჯეტებს.

ფუნქციური ბიუჯეტი მუშავდება დანახარჯების ერთი (ან ორი) სტატიის მიხედვით, — მაგ. ხელფასის ბიუჯეტი, სარეკლამო ღონისძიებების ბუჯეტი და ა.შ.

კომპლექსურ ბიუჯეტს ამუშავებენ ხარჯების ფართო ნომენკლატურისთვის. მაგალითად, „ინვესტიციების ცენტრების“ ბიუჯეტი, რეალური საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის ბიუჯეტი და ა.შ.

შემუშავების მეთოდების მიხედვით განასხვავებენ სტაბილურ და მოქნილ ბიუჯეტებს.

სტაბილური ბიუჯეტი არ იცვლება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობების ცვლილებასთან ერთად. მაგალითად, ობიექტის დაპროექტების ხარჯების ბუჯეტი.



ნახ. 37.19. საწარმოში ოპერატიული საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესში შემუშავებული ძირითადი სახის ბიუჯეტების კლასიფიკაცია.

მოქნილი ბიუჯეტი ითვალისწინებს ღაგეგმილი, მიმდინარე ან კაპიტალური ხარჯების დადგენას არა მტკიცედ ფიქსირებული თანხებით, არამედ ისეთი ხარჯების ნორმატიეის სახით, რომლებიც საქმიანობის შესაბამის მოცულობით მაჩვენებელთანაა „მიბმული". რეალური საინვესტიციო პროექტებისთვის ასეთი მაჩვენებელი შეიძლება იყოს სამშენებლო — სამონტაჟო სამუშაოთა მოცულობა. მთლიან ხარჯებს ამ შემთხვევაში შემდეგი ალგორითმით გეგმაეენ:

$$V_{IC}=V_{PBA}+V_{BIW}+N_{VBE} \qquad (37.3.)$$

სადაც, V_{IC} – კონკრეტული „ინვესტიციების ცენტრის" ხარჯების მთლიანი მოცულობა;

V_{PBA} – ბიუჯეტის მუდმივი მუხლების დაგეგმილი მოცულობა;

N_{VBE} – ბიუჯეტის ცვალებადი ხარჯების დადგენილი ნორმატიეი სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოთა ერთეულზე;

V_{BIW} – სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოთა მოცულობა.

მიმდინარე ბიუჯეტის სანიმუშო ფორმა

ცხრილი 37.2.

მაჩვენებლები	მთლიანად კვარტალში	მ.შ. თვეების მიხედვით		
		1	2	3
I. მიმდინარე დანახარჯები 1. მატერიალური დანახარჯები (დანახარჯების ცალკეული სტატიების მიხედვით) 2. ძირითადი საშუალებების და არამატერიალური აქტივების ამორტიზაცია 3. ხარჯები შრომის ანაზღაურებაზე 4. ხარჯებზე მიკუთვნებული საგადასახადო გადახდები 5. სხვა პირდაპირი დანახარჯები 6.მიმდინარე დანახარჯებზე მიკუთვნებული ზედნადები ხარჯები				
მიმდინარე დანახარჯების ჯამი				
II. მიმდინარე შემოსავლები 1. ქონების რეალიზაციიდან მიღებული შემოსავლები 2 სხვა შემოსავლები				
III. საგადასახადო გადასახდები				
IV წმინდა შემოსავლები (II-III)				
V წმინდა მოგება (IV-I)				
VI. მოგებიდან გადასახდელი საგადასახადო გადასახდები				
VII. წმინდა მოგება (V-VI)				

ბუიჯეტის განსაკუთრებული ფორმაა საგადასახადო კალენდარი, რომელიც შემუშავებულია ფულადი სახსრების მოძრაობის ცალკეული სახეების მიხედეით (გადასახადების გადახდის კალენდარი საინვესტიციო საქმიანობისთეის, გადახდის კალენდარი მომწოდებლებთან ანგარიშსწორებისთეის და ა.შ.) და მთლიანად საწარმოს მიხედეით (ამ შემთხვევაში იგი ახდენს საინვესტიციო საქმიანობის დროს ფულადი სახსრების შემოსავლისა და ხარჯეის მიმდინარე გეგმის დეტალიზების).

საგადასახადო კალენდარს, ჩვეულებრივ, ადგენენ მომავალი თვისათვის (დღეებად, კვირებად და დეკადებად დაყოფით). იგი შემდეგი ორი განყოფილებისგან შედგება: ა) ფულადი სახსრების ხარჯვის გრაფიკი (მომავალ გადახდათა გრაფიკი) და ბ) ფულადი სახსრების შემოსულობების გრაფიკი.

მიმდინარე ბიუჯეტის სანიმუშო ფორმა

ცხრილი 37.3.

მაჩვენებლები	მთლიანად კვარტალში	მ.შ. თვეების მიხედვით		
		1	2	3
კაპიტალური დანახარჯები				
1. შენობების, ნაგებობების და მოწყობილობების მშენებლობა ან შეძენა				
2. მოწყობილობის და ინვენტარის შეძენა (გარდა მცირეფასიანი და სწრაფცვეთადის გარდა).				
3. მანქანებისა და მექანიზმების შეძენა				
4. არამატერიალური აქტივების შეძენა				
5. კაპიტალური დანახარჯების სხვა სახეები				
6. საგადასახადო და სხვა აუცილებელი გადახდები ინვესტიციური საქმიანობის მიხედვით				
7. კაპიტალური დანახარჯების რეზერვები				
დახარჯული სახსრების ჯამი				
შემოსული სახსრების წყაროები				
1. კაპიტალური დანახარჯების დაფინანსე-ბაზე მიმართული ინვესტორის საკუთარი სახსრები				
2. მოზიდული საპაიო				
3. ფინანსური ლიზინგი				
4. ობლიგაციების გამოშვება				
5. ბანკის კრედიტები				
6. ფინანსური რესურსების მოზიდვის სხვა წყაროები				
შემოსული სახსრების ჯამი				
შემოსული სახსრების ნაშთი				

ფულადი სახსრების ხარჯვის გრაფიკი ასახავს მომავალ პერიოდში საწარმოს მიერ ფულის გადახდის ვადებსა და თანხებს მისი ყველა (ან კონკრეტული) სახის საფინანსო ვალდებულებების მიხედვით. ფულადი სახსრების შემოსულობების გრაფიკს ამუშავებენ სახსრების მოძრაობის იმ სახეების მიხედვით, რომლებზეც არსებობს მათი დაბრუნებით ნაკადი; იგი აფიქსირებს საწარმოს სასარგებლოდ მომავალში მოსახდენი გადახდების ვადებსა და თანხებს.

საინვესტიციო დაგეგმვის განხილული სისტემების და მეთოდების გამოყენება საშუალებას გვაძლევს ავამაღლოთ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობა და უზრუნველვყოთ მისი მიზანმიმართულება.

37.5. საინვესტიციო კონტროლის სისტემები და მეთოდები

საინვესტიციო მენეჯმენტის მექანიზმის შემადგენლობაში მნიშვნელოვან როლს ანიჭებენ შიდა საინვესტიციო კონტროლის სისტემებსა და მეთოდებს.

შიდა საინვესტიციო კონტროლი საწარმოს მიერ ორგანიზებული პროცესია, რომელიც ითვალისწინებს საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში მიღებული ყველა მმართველური გადაწყვეტილების შესრულების შემოწმებას და განხორციელების უზრუნველყოფას.

საინვესტიციო სტრატეგიის შიდა კონტროლის სისტემის შექმნა საწარმოს მართვის მთელი სისტემის აგების განუყოფელი შემადგენელი ნაწილია და მისი ეფექტიანობის უზრუნველყოფას ისახავს მიზნად. შიდა კონტროლის სისტემები საწარმოში იქმნება ხაზოვანი ან ფუნქციური პრინციპით ან ერთსა და იმავე დროს ამ ორივე პრინციპს უხამებს ერთმანეთს. ამ სისტემებს საფუძვლად უდევს ცალკეული სამსახურებისა და მათი მენეჯერების მაკონტროლებად ვალდებულებების დაყოფა. შიდა კონტროლის ამ ტრადიციულ სისტემებში ორგანულ შემადგენელ ნაწილად გეეელინება საინვესტიციო კონტროლის სისტემაც.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ამ ბოლო წლებში ფართოდ დაიწყო გაერცელება შიდა კონტროლის ისეთმა სისტემამ, რომელსაც „კონტროლინგს" უწოდებენ. კონტროლინგის კონცეფცია 1980-იან წლებში შეიმუშავეს, როგორც საწარმოების საქმიანობაში გაჩენილი კრიზისული სიტუაციების დაძლევის საშუალება. ამ კონცეფციის „გადახრების მიხედვით მართვის" სახელით ცნობილი პრინციპია ძირითადი საგეგმო (ნორმატიული) და ფაქტიური მაჩვენებლების შედარება მათ შორის გადახრების გამოვლენის მიზნით. ამ გზით განსაზღვრავენ ამ გადახრების ურთიერთკავშირსა და ურთიერთდამოკიდებულებას საწარმოში და მასზე დაყრდნობით გავლენას ახდენენ საქმიანობის ნორმალიზაციის საკვანძო ფაქტორებზე.

საინვესტიციო კონტროლინგი

საწარმოში ორგანიზებული კონტროლინგის საერთო სისტემაში გამოყოფენ მის ერთ-ერთ ძირითად ბლოკს — საინვესტიციო კონტროლინგს.

საინვესტიციო კონტროლინგი ისეთი მაკონტროლებელი სისტემაა, რომელიც უზრუნველყოფს მაკონტროლებელ მოქმედებათა კონცენტრაციას საწარმო-საინვესტიციო საქმიანობის ყველაზე უფრო პრიორიტეტულ მიმართულებებზე, გათვალისწინებული შედეგებიდან ფაქტობრივად მიღებული შედეგების გადახრის თავისდროულად გამოვლენისა და მისი ნორმალიზების ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღების მიზნით.

საინვესტიციო კონტროლინგის ძირითადი ფუნქციებია:

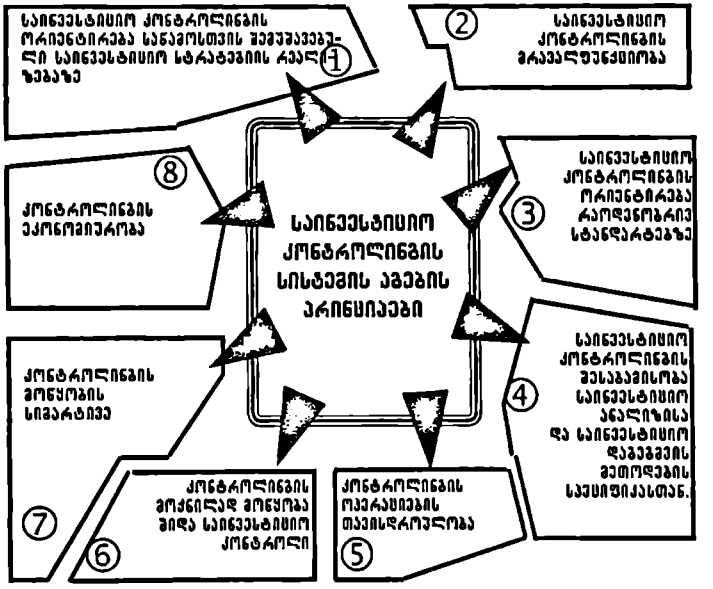
- საგეგმო მაჩვენებლებისა და ნორმატივების სისტემის მიერ დადგენილი საინვესტიციო დავალებების რეალიზაციის მსვლელობაზე დაკვირვება;
  საინვესტიციო საქმიანობით გათვალისწინებული შედეგებიდან ფაქტიური შედეგების გადახრის ხარისხის გაზომვა;
  საწარმოს საინვესტიციო პოზიციაში სერიოზულ გაუარესებათა და მისი განვითარების ტემპების არსებითად დაქვეითების დიაგნოსტირება გადახრათა სიდიდის მიხედვით;
  საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ნორმალიზების ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავება გათვალისწინებული მიზნებისა და მაჩვენებლების შესაბამისად;
  საჭიროების შემთხვევაში საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიზნებისა და მაჩვენებლების კორექტირება გარე საინვესტიციო სივრცის, ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურისა და შიდა პირობების შეცვლასთან დაკავშირებით.

როგორც ამ ფუნქციებიდან ვხედავთ, საინვესტიციო კონტროლინგი არ შემოიფარგლება საინვესტიციო საქმიანობისა და საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების მხოლოდ შიდა

კონტროლის ჩატარებით. იგი საწარმოში საინვესტიციო ბაზრის ფორმირების, საინვესტიციო ანალიზის, საინვესტიციო დაგეგმვისა და შიდა საინვესტიციო კონტროლის ურთიერთკავშირის უზრუნველყოფის ეფექტიანი მაკოორდინატორებელი სისტემაა.

საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგების ძირითადი პრინციპები

საწარმოს საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგება ეყრდნობა გარკვეულ პრინციპებს, რომელთაგან ძირითადია (ნახ.37.20):



ნახ. 37.20 საწარმოს საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგების ძირითადი პრინციპების შემადგენლობა.

1. **საინვესტიციო კონტროლინგის ორიენტირება საწარმოსთვის შემუშავებული საინვესტიციო სტრატეგიის რეალიზებაზე.** საინვესტიციო კონტროლინგი ეფექტიანი რომ იყოს, მას სტრატეგიული ხასიათი უნდა ჰქონდეს, ე.ი. ასახავდეს საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის განვითარების ძირითად პრიორიტეტებს. ეს განსაზღვრავს გასაკონტროლებელი საინვესტიციო ოპერაციების მიზანმიმართულად შეზღუდვას. ყველა საინვესტიციო ოპერაციის ყოველისმომცველ კონტროლს აზრი არა აქვს, რადგან ეს მხოლოდ მოაცდენს საინვესტიციო მენეჯერებს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის უფრო მნიშვნელოვანი მიზნებიდან.

2. **საინვესტიციო კონტროლინგის მრავალფუნქციონალობა.** იგი უნდა უზრუნველყოფდეს არამარტო მთელი საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების პრიორიტეტული მიმართულებების კონტროლს, არამედ ასეთ კონტროლს მისი ინვესტიციების ცენტრების ჭრილშიც, ითვალისწინებდეს გასაკონტროლებელი მაჩვენებლების შედარების შესაძლებლობას საშუალო დარგობრივთან, უზრუნველყოფდეს საწარმოს სამეურნეო საქმიანობის სხვა უმნიშვნელოვანესი მაჩვენებლებიდან გასაკონტროლებელი საინვესტიციო მაჩვენებლების ურთიერთკავშირს.

3. **საინვესტიციო კონტროლინგის ორიენტირებარაოდენობრივ სტანდარტებზე.** მაკონტროლებელი მოქმედებების ეფექტიანობა მნიშვნელოვნად იზრდება მაშინ, თუკი საქმიანობის საკონტროლებელი

სტანდარტები კონკრეტული რაოდენობრივი მაჩვენებლებითაა გამოხატული. ეს იმას არ ნიშნავს, რომ კონტროლინგმა რაოდენობრივი ასპექტები არ უნდა მოიცვას — საუბარია მხოლოდ იმაზე, რომ ეს ხარისხობრივი ასპექტები რაოდენობრივი სტანდარტების სისტემაში უნდა იყოს გამოსახული, რაც გამორიცხავს მათ განსხვავებულად განმარტებას.

4. **საინვესტიციო კონტროლინგის შესაბამისობა საინვესტიციო ანალიზისა და საინვესტიციო დაგეგმვის მეთოდების სპეციფიკასთან.** შიდა საინვესტიციო კონტროლის ორგანიზების პროცესში ორიენტირებაა საჭირო საინვესტიციო დაგეგმვისა (კონტროლის სტანდარტების მომზადებისას) და ანალიზისას (ფაქტობრივად მიღწეული შედეგების ამსახველი მაჩვენებლების მოშზადებისა და სტანდარტებიდან მათი გადახრების ამსახველი მიზეზების გაძოელენის დროს) აღრე განხილული სისტემებისა და მეთოდების მთელ არსენალზე.

5. **კონტროლინგის ოპერაციების თავისდროულობა.** ეს თავისდროულობა მდგომარეობს მაკონტროლებელი ფუნქციების განხორციელების არა დიდ სისწრაფესა და სიხშირეში, არამედ საინვესტიციო საქმიანობის შედეგების ფორმირებასთან დაკავშირებული ცალკეული ოპერაციების განხორციელების პერიოდთან საკონტროლო მოქმედებათა პერიოდების ადეკვატურობაში. საინვესტიციო კონტროლინგის თავისდროულობის მთავარი პირობა შემდეგია: მას უნდა ჰქონდეს „კრიზისულად განვითარების აღრეე გაფრთხილების" ხასიათი, ე.ი. უზრუნველყოფდეს მიმდინარე გადახრების აღკვეთას მანამ, ვიდრე ისინი სერიოზულ სახეს მიიღებენ.

6. **კონტროლინგის მოქნილად მოწყობა.** შიდა საინვესტიციო კონტროლი მოწყობილი უნდა იყოს ინვესტირების ახალ ინსტრუმენტებთან, საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების ახალ ნორმებთან და სახეებთან, საინვესტიციო ოპერაციების შესრულების ახალ ტექნოლოგიებთან და მეთოდებთან შეგუების შესაძლებლობათა გათვალისწინებით. მოქნილობის საკმარისი დონის არამქონე კონტროლინგის სისტემა ეფექტიანი არ იქნება საინვესტიციო საქმიანობის კონტროლის იმ სფეროებშიც კი, რომლებისთვისაც მათ თავდაპირველად ქმნიდნენ.

7. **კონტროლინგის მოწყობის სიმარტივე.** იმ შიდა საინვესტიციო კონტროლის უმარტივესი ფორმები და მეთოდები, რომელიც მისი მიზნების შესაბამისადაა მოწყობილი, ნაკლებ ძალისხმევას ითხოვს საინვესტიციო მენეჯერებისგან და უფრო ეკონომიურია. საინვესტიციო კონტროლინგის მოწყობის მეტისმეტი სირთულე შეიძლება გაუგებარი და უგულებელყოფილი იყოს მისი ოპერატორების მიერ, მის განხორციელებას კი ინფორმაციის ნაკადის არსებითად გადიდება დასჭირდეს.

8. **კონტროლინგის ეკონომიურობა.** საინვესტიციო კონტროლინგის განხორციელების ხარჯების მინიმუმამდე უნდა იყოს დაყვანილი ამ კონტროლის ეფექტისადმი მათი ადეკვატურობის პოზიციებიდან. ეს იმას ნიშნავს, რომ კონტროლინგის ორგანიზების დანახარჯების მოცულობა იმ ეფექტის (დანახარჯების შემცირების, შემოსავლების მატების, მოგების გადიდების) სიდიდეს არ უნდა აღემატებოდეს, რომელსაც მისი განხორციელების პროცესში აღწევენ.

საინვესტიციო კონტროლინგის ჩატარების ძირითადი ეტაპები

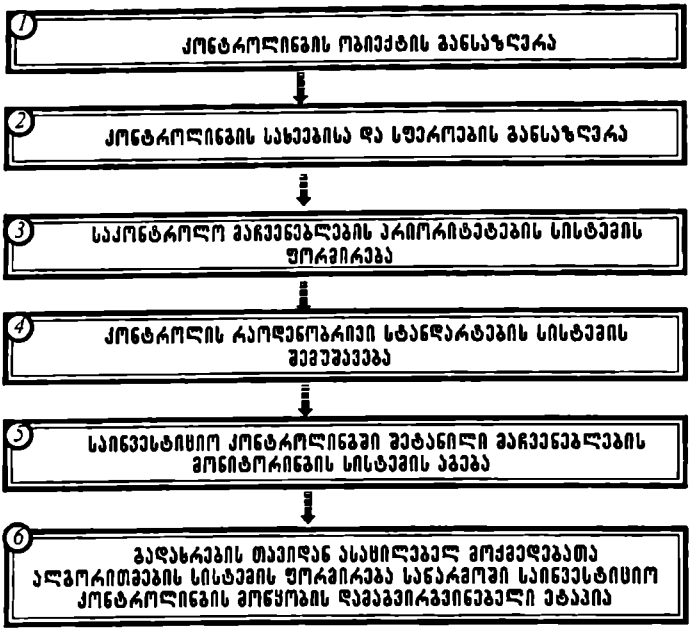
ჩამოთვლილი პრინციპების გათვალისწინებით, საწარმოში საინვესტიციო კონტროლინგს შემდეგ ძირითად ეტაპებად ახორციელებენ (ნახ. 37.21).

1. **კონტროლინგის ობიექტის განსაზღვრა.** ეს საწარმოში ნებისმიერი სახის კონტროლინგის მოწყობის მიმართ წაყენებული ზოგადი მოთხოვნაა მისი მიზნობრივი ორიენტაციის პოზიციებიდან. საინვესტიციო კონტროლინგის ობიექტად გვეელინება მმართველური გადაწყვეტილებები საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ძირითად ასპექტებზე.

2. **კონტროლინგის სახეებისა და სფეროების განსაზღვრა.** კონტროლინგის სისტემის აგების კონცეფციის შესაბამისად, მისი ძირითადი სახეებია: ა) სტრატეგიული კონტროლინგი; ბ) მიმდინარე კონტროლინგი; გ) ოპერატიული კონტროლინგი.

ყოველ მათგანს უნდა შეესაბამებოდეს მისი გარკვეული სფერო და ფუნქციების განხორციელების პერიოდულობა. 37.4. ცხრილში მოყვანილია საწარმოში საინვესტიციო კონტროლინგის ცალკეული სახეების ძირითადი მახასიათებლები.

3. **საკონტროლო მაჩვენებლების პრიორიტეტების სისტემის ფორმირება.** ყოველი სახის ინვესტიციური კონტროლის სფეროში შემავალ მაჩვენებელთა მთელი სისტემა მნიშვნელობის მიხედვითაა რანჟირებული. ასეთი რანჟირების პროცესში პირველი დონის პრიორიტეტების სისტემაში თავიდან ირჩევენ მოცემული სახის კონტროლინგის საკონტროლებელი მაჩვენებლებიდან ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანს; შემდეგ აყალიბებენ მეორე დონის პრიორიტეტების სისტემას, რომლის მაჩვენებლებიც ფაქტორულ კავშირში არიან პირველი დონის პრიორიტეტების მაჩვენებლებთან; ანალოგიურად აყალიბებენ მესამე და მომდევნო დონეების პრიორიტეტების სისტემას. საკონტროლებელი მაჩვენებლების სისტემის ფორმირებისადმი ამგვარი მიდგომა აადვილებს შესაბამისი დავალებებიდან ფაქტიური სიდიდეების გადახრის მიზეზების ახსნას.



ნახ. 37.21. საწარმოში ინვესტიციური კონტროლინგის სისტემის აგების ეტაპების თანმიმდევრობა და შინაარსი.

პრიორიტეტების ფორმირების დროს უნდა გავითვალისწინოთ, რომ მათ სხვადასხვა ხასიათი შეიძლება ჰქონდეთ ცალკეული ტიპის პასუხისმგებლობის ცენტრებისათვის; საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიმართულებებისთვის; საინვესტიციო რესურსების ფორმირების, განაწილებისა და გამოყენების ცალკეული მიმართულებებისთვის. მაგრამ ამასთან ერთად უზრუნველყოფილი უნდა იყოს როგორც მთლიანად საწარმოს ყველა საკონტროლებელი მაჩვენებლის იერარქიული კრებსითობა, ისე მათი კრებსითობა საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიმართულების მიხედვით.

წმინდა საინვესტიციო მოგების თანხის საკონტროლებელი მაჩვენებლის პრიორიტეტების სისტემის ფორმირების ნიმუში 37.5 ცხრილშია მოყვანილი.

4. **კონტროლის რაოდენობრივი სტანდარტების სისტემის შემუშავება.** მას შემდეგ, რაც განსაზღვრული და რანჟირებულია გასაკონტროლებელი საინვესტიციო მაჩვენებლების სისტემა, ყოველი მათგანისთვის საჭიროა შემუშავდეს რაოდენობრივი სტანდარტები. ეს შესაძლებელია როგორც

აბსოლურტური, ისე შეფარდებითი მაჩვენებლებით. გარდა ამისა, ამ რაოდენობრივ სტანდარტებს შეიძლება აქონდეს სტაბილური ან მოძრავი ხასიათი (მოძრავი რაოდენობრივი სტანდარტების გამოყენება შეიძლება მოქნილი ბიუჯეტების მაჩვენებლების კონტროლის დროს, სტანდარტების კორექტირებისთვის სააღრიცხვო განაკვეთისა თუ ინფლაციის ტემპის ცვლილების შემთხვევაში და ა.შ.). სტანდარტებად გვეელინება მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივები, მიმდინარე გეგმებისა და ბიუჯეტების მაჩვენებლები, სახელმწიფოს ან საწარმოს დონეზე შემუშავებული ნორმების და ნორმატივების სისტემა და ა.შ.

საწარმოში საინვესტიციო კონტროლინგის ცალკეული სახეების დახასიათება

ცხრილი 37.4.

საინვესტიციო კონტროლინგის სახეები	კონტროლინგის ძირითადი სფერო	კონტროლინგის ძირითადი პერიოდი
1. სტრატეგიული კონტროლინგი	ინვესტიციური სტრატეგიის და მისი მიზნობრივი მაჩვენებლების კონტროლი	კვარტალი, წელი
2. მიმდინარე კონტროლინგი	მიმდინარე ინვესტიციური გეგმების კონტროლი ბიუჯეტების კონტროლი	თვე, კვარტალი
3. ოპერატიული კონტროლინგი		კვირა, დეკადა, თვე

5. საინვესტიციო კონტროლინგში შეტანილი მაჩვენებლების მონიტორინგის სისტემის აგება. მონიტორინგის სისტემა (ანუ, როგორც მას ხშირად უწოდებენ, „მოთვალთვალე სისტემა“) საინვესტიციო კონტროლინგის საფუძველი და მისი მექანიზმის ყველაზე უფრო აქტიური ნაწილია. საინვესტიციო მონიტორინგის სისტემა არის მექანიზმი, რომელიც საწარმოშია შემუშავებული საინვესტიციო საქმიანობის საკონტროლებელ მაჩვენებლებზე მუდმივად დაკვირვებისთვის, გათვალისწინებული შედეგებიდან ფაქტიური შედეგების გადახრის ოდენობის განსაზღვრისთვის და ამ გადახრის მიზეზების გამოვლენისთვის.

ინვესტიციური საქმიანობის საკონტროლებელი მაჩვენებლების მონიტორინგის სისტემის ძირითადი ეტაპები

საკონტროლებელი საინვესტიციო მაჩვენებლების მონიტორინგის სისტემის აგება შემდეგ ძირითად ეტაპებს მოიცავს (ნახ. 37.22):

ა) ყოველი სახის საინვესტიციო კონტროლინგისთვის ინფორმაციული საანგარიშგებო მაჩვენებლების სისტემის აგება საინვესტიციო და მმართველური აღრიცხვის მონაცემებს ეყრდნობა. ეს სისტემა წარმოადგენს ე.წ. „დაკვირვების პირველად საინფორმაციო ბაზას“. იგი საწარმოს იმ ცალკეული აგრეგირებული საანალიზო აბსოლუტური და შეფარდებითი მაჩვენებლების გაანგარიშებისთვისაა საჭირო, რომლებიც ამ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებს ახასიათებენ.

ბ) კონტროლის გათვალისწინების რაოდენობრივი სტანდარტების მიღწევის ფაქტობრივი შედეგების ამსახველი განმაზოგადებელი (ანალიტიკური) სისტემის შემუშავება საინვესტიციო მაჩვენებლების სისტემასთან ზუსტი შესაბამისობით ხორციელდება. ამ დროს უზრუნველყოფენ დადგენილი სტანდარტებისა და საკონტროლებელი ანალიტიკური მაჩვენებლების რაოდენობრივი გამოხატულების სრულ შესადარისობას. ასეთი სისტემის შემუშავების პროცესში აგებენ ცალკეული

განმაზოგადებელი (ანალიტიკური) მაჩვენებლების გაანგარიშების ალგორითმებს დაკვირვების პირველადი საინფორმაციო ბაზის და საინვესტიციო ანალიზის მეთოდების გამოყენებით.

გ) კონტროლის შემსრულებელთა ანგარიშგებების (პატაკების) ფორმების სტრუქტურისა და მაჩვენებლების განსაზღვრამ უნდა ჩამოაყალიბოს საკონტროლო ინფორმაციის მატარებელთა სისტემა.

საწარმოს წმინდა ინვესტიციური მოგების გასაკონტროლებელი მაჩვენებლების პრიორიტეტების სისტემის ფორმირების მაგალითი

ცხრილი 37.5.

პირველი რიგის პრიორიტეტები	მეორე რიგის პრიორიტეტები	მესამე რიგის პრიორიტეტები	და ა.შ.
წმინდა საინვესტიციო მოგების თანხა	ინვესტიციური შემოსავლების თანხა	რეალური ინვესტირებიდან შემოსავლები; პროცენტების, დივიდენდების და ა.შ. შემოსავლები; ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების ზრდა.	
	ინვესტიციური დანახარჯების თანხა	ფასების, ტარიფების დონე მომსახურებაზე; ინვესტირების მოცულობა; ინვესტიციების სტრუქტურა.	
	საგადასახადო გადასახადების თანხა	გადასახადების სისტემის ცვლილება; დასაშვრი განაკვეთების ცვლილება; საგადასახადო შეღავათების სისტემის ცვლილება	

კონტროლინგის ეფექტიანობის უზრუნველსაყოფად ანგარიშგების ასეთი ფორმა სტანდარტიზებული უნდა იყოს და შეიცავდეს შემდეგ ინფორმაციას:

— საკონტროლებელი მაჩვენებლის ფაქტობრივად მიღწეული მნიშვნელობა (გათვალისწინებულთან შედარებით);

— გათვალისწინებული მნიშვნელობიდან საკონტროლებელი მაჩვენებლის ფაქტობრივად მიღწეული მნიშვნელობის გადახრის სიდიდე;

— გადახრის სიდიდის ფაქტორებად დანაწილება (თუკი შესაძლებელია საკონტროლებელი მაჩვენებლის დანაწევრება ცალკეულ შემადგენელ ნაწილებად). ასეთი დანაწილების ალგორითმი წინასწარ უნდა განსაზღვრონ და დაიყვანონ თითოეულ შემსრულებლამდე;

— უარყოფით გადახრათა მიზეზების ახსნა მთლიანად მაჩვენებლებისა და მისი ცალკეული შემადგენელი ნაწილების მიხედვით;

— მაჩვენებლის უარყოფით გადახრაში დამნაშავე პირების მითითება, თუკი ეს გადახრა ქვედანაყოფის საქმიანობის შიდა ფაქტორებმა გამოიწვია.

შემსრულებლის სტანდარტული ანგარიშის (პატაკის) ფორმის დიფერენცირებას მასზე დაყვანილი ბიუჯეტის (გეგმის) შინაარსის შესაბამისად ახდენენ.

დ) საკონტროლებელი პერიოდების განსაზღვრა საინვესტიციო კონტროლინგის ყოველი სახისა და საკონტროლებელი მაჩვენებლების თითოეული ჯგუფის მიხედვით მთლიანობაში ეყრდნობა 37.4 ცხრილში მოყვანილ რეკომენდაციებს. ამ პერიოდის დაკონკრეტებას განსაზღვრავს ის „რეაგირების ვადიანობა“, რომელიც მოცემულ საწარმოში საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანად მართვისთვისაა აუცილებელი. ამ პრინციპის გათვალისწინებით გამოყოფენ:

— ყოველკვირეულ (დეკადურ) ანგარიშგებას;

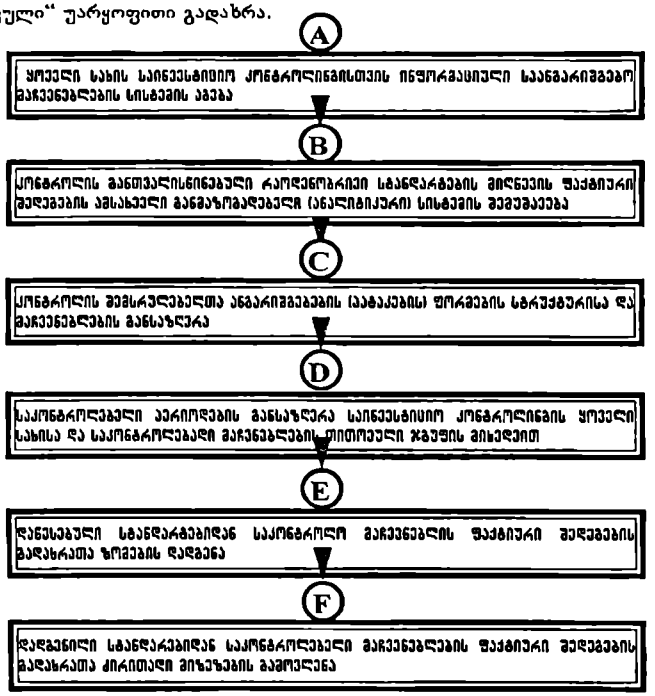
— ყოველთვიურ ანგარიშგებას;

— ყოველკვარტალურ ანგარიშგებას.

ე) დაწესებული სტანდარტებიდან საკონტროლო მაჩვენებლის ფაქტობრივი შედეგების გადახრათა ზომების დადგენას ახდენენ როგორც აბსოლუტური, ისე შეფარდებითი მაჩვენებლებით. რადგან

ყოველი მაჩვენებლი შემსრულებელთა ანგარიშგებაშია მოცემული, ამიტომ ამ სტადიაზე ახდენენ მის აგრეგირებას მთლიანად საწარმოს ფარგლებში. ამ დროს ფარდობითი მაჩვენებლებისთვის ყველა გადახრას სამ ჯგუფად ყოფენ:

— დადებითი გადახრა;
— „დასაშვები" უარყოფითი გადახრა;
— „კრიტიკული" უარყოფითი გადახრა.



ნახ. 37.22. საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის საკონტროლო მაჩვენებლების მონიტორინგის სისტემის ძირითადი ეტაპების თანმიმდევრობა და შინაარსი

ასეთი გრადაციის ჩასატარებლად ყოველ საწარმოში განსაზღვრული უნდა იყოს „კრიტიკული" გადახრების კრიტერიუმი, რომელიც შეიძლება დიფერენცირებული იყოს საკონტროლო პერიოდების მიხედვით. „კრიტიკული" გადახრის კრიტერიუმად ყოველკვირეული (დეკადური) საკონტროლო პერიოდისთვის შეგვიძლია ავიღოთ 20%-ით და მეტით გადახრა, ყოველთვიურისთვის — 15% და მეტით და ყოველკვარტალურისათვის — 10%-ით და მეტი.

3) დადგენილი სტანდარტებიდან საკონტროლებელი მაჩვენებლების ფაქტობრივი შედეგების გადახრათა ძირითადი მიზეზების გამოკვლევას ახდენენ მთლიანად საწარმოსთვის და ცალკეული „ინვესტიციების ცენტრებისთვის". ასეთი ანალიზის პროცესში გამოყოფენ და განიხილავენ საინვესტიციო კონტროლინგის იმ მაჩვენებლებს, რომლებზეც აკვირდებიან მიზნობრივი ნორმატივებიდან და მიმდინარე გეგმებისა და ბიუჯეტების დაკალებებიდან „კრიტიკულ" გადახრებს. ყოველი „კრიტიკული" გადახრისთვის (აუცილებლობის შემთხვევაში კი — პირველი რიგის პრიორიტეტების მაჩვენებელთა უფრო ნაკლებად გადახრისთვისაც) უნდა გამოვლინდეს მათი გამომწვევი მიზეზები.

მთლიანად საწარმოსთვის ასეთი ანალიზის განხორციელების პროცესში იყენებენ კონტროლის განხორციელების ანგარიშგების სათანადო განყოფილებებს.

საინვესტიციო კონტროლინგის მიზნებისა და მიმდინარე გეგმებისა და ბიუჯეტების მაჩვენებელთა სისტემის შეცელის შემთხვევაში უნდა მოხდეს მონიტორინგის შემუშავებული სისტემის კორექტირება.

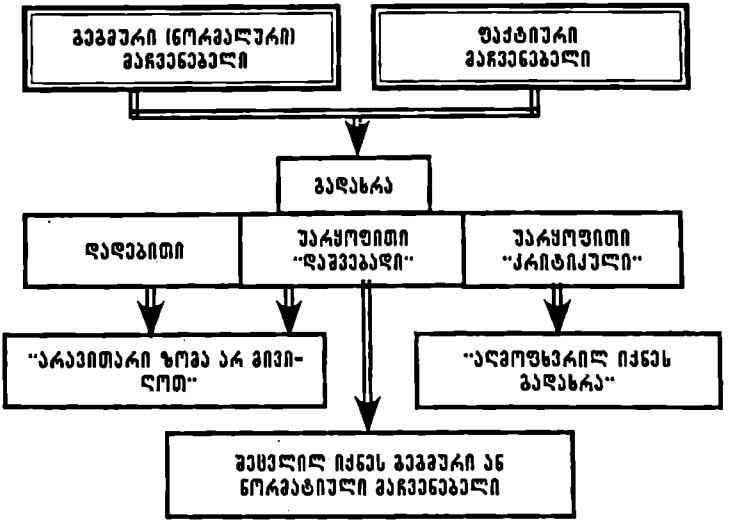
6. გადახრების თავიდან ასაცილებელ მოქმედებათა ალგორითმების სისტემის ფორმირება საწარმოში საინვესტიციო კონტროლინგის მოწყობის დამავერგვინებელი ეტაპია. ამ შემთხვევაში საწარმოს მენეჯერების მოქმედებათა პრინციპული სისტემა სამ ალგორითმში მდგომარეობს (ნახ. 37.23).

ა) „არაფერი ვიღონოთ". რეაგირების ეს ფორმა იმ შემთხვევებშია გათვალისწინებული, როცა უარყოფით გადახრათა სიდიდე მნიშვნელოვნად ნაკლებია გათვალისწინებულ „კრიტიკულ" კრიტერიუმზე.

ბ) „თავიდან ავიცილოთ გადახრები". მოქმედებათა ამგვარი სისტემა ითვალისწინებს მიზნობრივი, ნორმატიული ან საგეგმო მაჩვენებლების უზრუნველმყოფი რეზერვების ძიებისა და რალიზაციის პროცედურას. ამ დროს რეზერვებს განიხილავენ საინვესტიციო საქმიანობის და საინვესტიციო ოპერაციების ცალკეული ასპექტის ჭრილში. ამგვარ შესაძლებლობებად შეგვიძლია განვიხილოთ ეკონომიის გაძლიერებული რეჟიმის შემოღების მიზანშეწონილობა.

გ) საგეგმო ან ნორმატიული მაჩვენებლების სისტემის შეცვლა. მოქმედების ასეთი სისტემა გამოიყენება იმ შემთხვევებში, როცა საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების ნორმალიზაციის შესაძლებლობები შეზღუდულია ან საერთოდ არ არსებობს. ასეთ შემთხვევაში საინვესტიციო მონიტორინგის შედგენის მიხედვით ისმის საკითხი მიზნობრივი სტრატეგიული ნორმატივების სისტემის მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების ანდა ცალკეული ბიუჯეტების კორექტირების შესახებ. ცალკეულ კრიტიკულ შემთხვევაში შეიძლება დასაბუთდეს წინადადება ცალკეული საინვესტიციო ოპერაციის, დანახარჯის, ასევე ცალკეული საინვესტიციო ცენტრის საქმიანობის შეწყვეტის შესახებ.

საწარმოში საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის დანერგვა შესაძლებელს გახდის არსებითად ამაღლდეს მისი საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მთელი პროცესის ეფექტიანობა.



ნახ. 37.23. ინვესტიციური საქმიანობის ფაქტიური შედეგების გადახრის აღმოფხვრის პრინციპიალური ალგორითმების ფორმირება.

ოცდამეთვრამეტე თავი. საინვესტიციო მენეჯმენტის მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

38.1. ფულის ღირებულების დროში შეფასების კონცეფცია მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

საინვესტიციო მენეჯმენტი დროის სხვადასხვა პერიოდში ფულადი სახსრების ნაკადებთან დაკავშირებული სხვადასხვა სახის საფინანსო-ეკონომიკურ გათვლებს მოითხოვს, ამ გათვლებში გადამწყვეტ როლს ასრულებს ფულის ღირებულების შეფასება დროის ფაქტორის გათვალისწინებით.

ფულის ღირებულების კონცეფციის არსი დროის ფაქტორის გათვალისწინებით

ფულის ღირებულების კონცეფციის არსი დროის ფაქტორის გათვალისწინებით იმაში მდგომარეობს, რომ ფულის ღირებულება დროის ფაქტორთან მიმართებაში იცვლება ფინანსურ ბაზარზე მოგების ნორმის გათვალისწინებით, რომელიც სასესხო პროცენტის, ანუ საპროცენტო განაკვეთის ფორმით გვევლინება. სხვა სიტყვებით — აღნიშნული კონცეფციის თანახმად, ფულს ერთი და იგივე ოდენობის დროს სხვადასხვა პერიოდში სხვადასხვა ღირებულება აქვს, ფულის ღირებულება ახლანდელ დროში ყოველთვის მეტია, ვიდრე ნებისმიერ მომავალ დროში. ფულის ღირებულების კონცეფცია დროის ფაქტორის გათვალისწინებით გადამწყვეტ როლს ასრულებს საინვესტიციო გათვლების პრაქტიკაში. იგი გულისხმობს დროის ფაქტორის გათვალისწინების აუცილებლობას ნებისმიერი გრძელვადიანი საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების პროცესში, ფულის ღირებულების შეფასებისა და შედარების გზით დაფინანსების საწყის ეტაპზე, რომელიც გულისხმობს ფულის ღირებულებას მისი უკან დაბრუნების მომენტში მომავალი მოგების საამორტიზაციო ანარიცხების, ვალის ძირითადი თანხის და ა.შ. სახით.

ფულის ღირებულების დროში შეფასების პროცესში გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთების კლასიფიკაცია

ინვესტიციური გათვლების პრაქტიკაში გამოყენებულ მისი კონკრეტული მრავალსახეობისაგან.

საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდისა ან დისკონტირების პროცესში, (მათი მიმდინარე და მომავალი ღირებულების შეფასება), კლასიფიცირდება შემდეგი ძირითადი ნიშნების მიხედვით (ნახ.38.1).

1. **ფულის ღირებულების შეფასების პროცესში დროის ფაქტორის გათვალისწინებით შეიძლება გამოყენებული იქნას ფულის ღირებულების ზრდის განაკვეთი და დისკონტირების განაკვეთი.**

ფულის ღირებულების ზრდის განაკვეთი წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთს, რომლის მიხედვითაც ხორციელდება ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდის პროცესი (კონპაუნდინგი), ე.ი. განისაზღვრება მისი მომავალი.

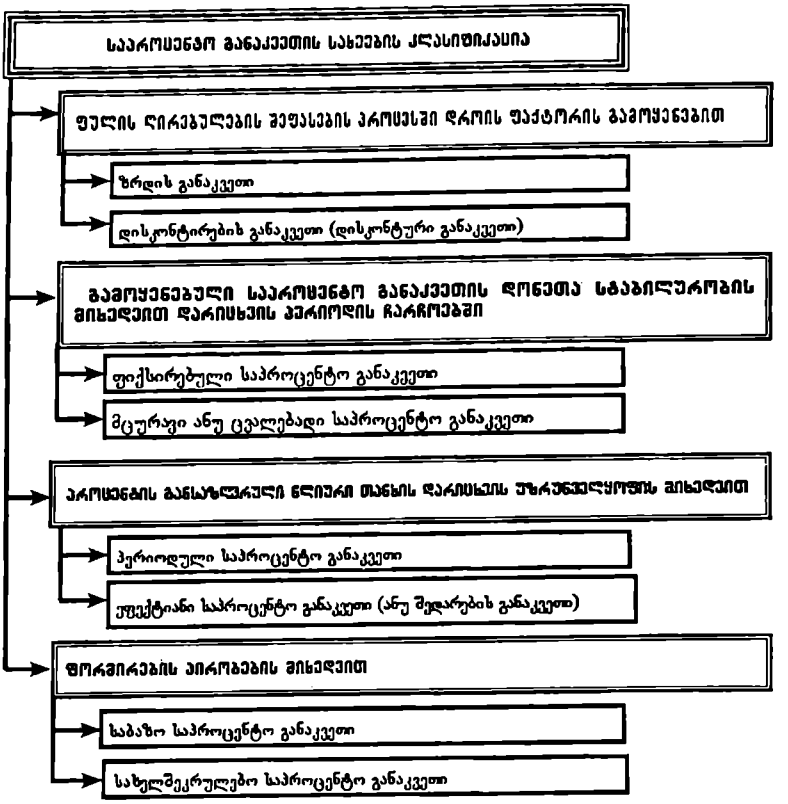
დისკონტირების განაკვეთი ეს არის საპროცენტო განაკვეთი, რომლის მიხედვითაც ხორცილდება ფულადი სახსრების ღირებულების დისკონტირების პროცესი, ე.ი. განისაზღვრება მისი ახლანდელი ღირებულება (ანუ ღირებულება მიმდინარე პერიოდში).

2. **გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთების დონეთა სტაბილურობის მიხედვით დარიცხვის პერიოდის ჩარჩოებში გამოყოფენ ფიქსირებულ და მცურავ საპროცენტო განაკვეთებს.**

ფიქსირებული განაკვეთი დარიცხვის საერთო პერიოდის განმავლობაში ხასიათდება უცვლელი დონით.

მცურავი, ანუ ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთი ხასიათდება მისი დონის რეგულარული გადასინჯვით მხარეთა შეთანხმების საფუძველზე პროცენტის დარიცხვის საერთო პერიოდის ცალკეული ინტერვალების ჭრილში. ასეთი გადასინჯვა განპირობებულია ფინანსურ ბაზარზე ან მის ცალკეულ სეგმენტზე პროცენტის საშუალო ნორმის ცვლილებით. ინფლაციის ტემპის ცვლილებით და სხვა პირობებით.

3. პროცენტის განსაზღვრული წლიური თანხის დარიცხვის უზრუნველყოფის მიხედვით განასხვავებენ პერიოდულ და ეფექტიან საპროცენტო განაკვეთებს.



ნახ. 38.1 ფულის ღირებულების დროში შეფასების პროცესში გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთების სახეების კლასიფიკაცია

პერიოდული საპროცენტო განაკვეთი პროცენტის განსაზღვრული წლიური თანხის უზრუნველყოფით შეიძლება ვარირებდეს როგორც დონის, ასევე ცალკეული ინტერვალების ხანგრძლივობის მიხედვით გადახდის წლიური პერიოდის განმავლობაში.

ეფექტიანი საპროცენტო განაკვეთი (ანუ შედარების განაკვეთი) ახასიათებს მის საშუალო წლიურ დონეს, რომელიც არის პროცენტის წლიური თანხა დარიცხული მისი პერიოდული განაკვეთების მიხედვით, შეფარდებული კაპიტალის ძირითად თანხასთან.

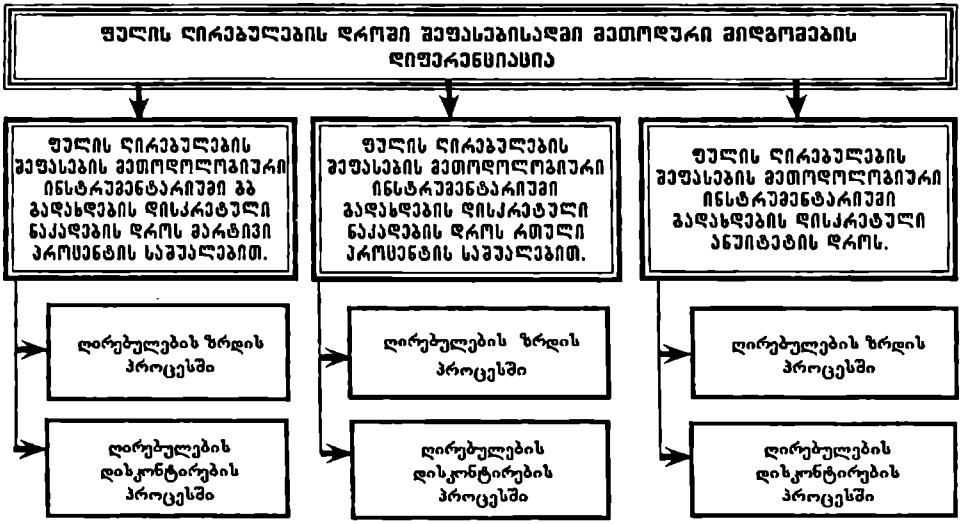
4. ფორმირების პირობების მიხედვით განასხვავებენ საბაზო და სახელშეკრულებო საპროცენტო განაკვეთებს.

საბაზო საპროცენტო განაკვეთი დიდადაა დამოკიდებული თავდაპირველ დონესთან, რომელიც თავდაპირველად კონკრეტიზებულია კრედიტორის მიერ შესაბამისი საინვესტიციო ოპერაციის შესრულების პირობებზე დამოკიდებულებით.

სახელშეკრულებო საპროცენტო განაკვეთი ახასიათებს მის კონკრეტულ დონეს, რომელიც შეთანხმებულია კრედიტორთან და ასახულია შესაბამის საინვესტიციო ხელშეკრულებაში.

ფულის დროში შეფასებისადმი ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია

ძირითადი საბაზო ცნებების სისტემა შესაძლებელს ხდის თანმიმდევრულად იქნას განხილული ფულის ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი დროის ფაქტორის გათვალისწინებით. ასეთი მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი დიფერენცირდება შემდეგი ვარიანტების ჭრილში (ნახ. 38.2.).



ნახ. 38.2. ფულის დროში შეფასებისადმი ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია

I მარტივი პროცენტის მიხედვით ფულის ღირებულების შეფასების მეთოდოლოგიური ინსტრუმენტარიუმი

იყენებს შედარებით გამარტივებულ საანგარიშსწორებო ალგორითმების სისტემას.

1. მარტივი პროცენტის თანხის გათვლისას ფულის ღირებულების ზრდის (კომპაუდინგის) პროცესში გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$I = P \times n \times i, \qquad (38.1)$$

სადაც, I – პროცენტის თანხა მთლიანად დროის განსაზღვრულ პერიოდში;

P – ფულადი სახსრების პირველსაწყისი თანხა (ღირებულება);

n – იმ ინტერვალების რაოდენობა, რომლთა მიხედვით ხორციელდება საპროცენტო გადასახადების გათვლა დროის მოცემულ განპირობებულ პერიოდში;

S – გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი, გამოსახული ათწილადებით:

ამ შემთხვევაში ანაბარის (S) მომავალი ღირებულება დარიცხული პროცენტის თანხასთან ერთად გამოითვლება ფორმულით:

$$S = P + 1 = P \times (1 + ni) \qquad (38.2)$$

მაგალითი: საჭიროა განვსაზღვროთ მარტივი პროცენტის თანხა წლის განმავლობაში შემდეგი პირობებით:

ანაბრის პირველადი საწყისი თანხა — 1000 პირობითი ფულადი ერთეული.

საპროცენტო განაკვეთი, რომლიც გადაიხდევინება ყოველკვარტალურად — 20%.

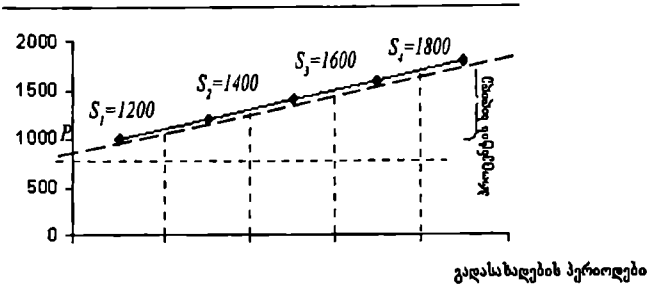
თუ ამ მაჩვენებლებს მოცემულ ფორმულაში ჩავსვამთ, მივიღებთ პროცენტის თანხას:

$I = 1000 \times 4 \times 0,2 = 800$ პირობითი ფულადი ერთეული.

ანაბრის ღირებულება მომავალში ამ შემთხვევაში შეადგენს: $S = 1000 + 800 = 1800$ პირობით ფულად ერთეულს.

მამრავლს (J + ni) ეწოდება მარტივი პროცენტის თანხის ზრდის თანამამრავლი, ანუ კოეფიციენტი. მისი მნიშვნელობა ყოველთვის ერთზე მეტი უნდა იყოს.

ანაბრის თანხის ზრდის პროცენტი დროის ფაქტორის გათვალისწინებით მარტივი პროცენტის გამოყენებით გრაფიკულად ასე შეიძლება წარმოვადგინოთ: (ნახ.38.3).



ნახ. 38.3. მარტივი პროცენტების მიხედვით (საპროცენტო განაკვეთი 20%) ფულადი სახსრების ზრდის გრაფიკი

2. მარტივი პროცენტის თანხის გათვლისას ღირებულების დისკონტირების პროცესში (ე.ი. დისკონტის თანხის გათვლისას) გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$D = S - S \times \frac{1}{1+ni}, \qquad (38.3)$$

სადაც, D – დისკონტის თანხა, (გათვლილი მარტივი პროცენტის მიხედვით) მთლიანად დროის მოცემულ პერიოდში.

S – ფულადი სახსრების ღირებულება;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება საპროცენტო გადასახდელების გათვლა მთლიანად მოცემულ პერიოდში.

i – გამოყენებული დისკონტური განაკვეთი გამოსახული ათწილადით.

$$P = S - D = S \frac{1}{1+ni} \qquad (38.4)$$

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს დისკონტის თანხა მარტივი პროცენტის გათვალისწინებით წლის განმავლობაში შემდეგი პირობების მიხედვით:

ანაბრის საბოლოო თანხა განისაზღვრება 1000 პირობითი ფულადი ერთეულით.

დისკონტის განაკვეთი შეადგენს 20%-ს კვარტალში.

ამ მაჩვენებლის ჩასმით დისკონტის თანხის გასათვლელ ფორმულაში ვღებულობთ:

$$D = 1000 - 1000 \frac{1}{1+4 \times 0,2} = 444$$ პირობითი ფულადი ერთეული

შესაბამისად, ანაბრის სახეზე არსებული ღირებულება, რაც აუცილებელია 1 წლის შემდეგ 1000 პირობითი ფულადი ერთეულის მისაღებად, უნდა შეადგენდეს

P = 1000 — 444 = 556 პირობით ფულად ერთეულს.

ორიენ შემთხვევაში გამოყენებულ მამრავლს $\left(\frac{J}{J+ni}\right)$ ეწოდება მარტივი პროცენტის თანხის დისკონტური მამრავლი (კოეფიციენტი), რომლის მნიშვნელობა ყოველთვის ერთზე ნაკლები უნდა იყოს.

ფულადი სახსრების თანხის დისკონტირების პროცესი შეიძლება წარმოდგენილ იქნას გრაფიკულად (ნახ. 38.4.):

ფულის ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რთული პროცენტის მიხედვით იყენებს საანგარიშებო ალგორითმების უფრო ფართო და უფრო რთულ სისტემას.

II ფულის ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რთული პროცენტის მიხედვით

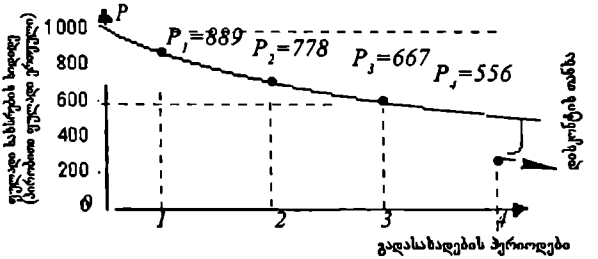
1. ანაბრის მომავალი თანხის (ფულადი სახსრების ღირებულების თანხის) გათვლისას ამ თანხის ზრდის პროცესში რთული პროცენტის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$S_c = P \times (1+i)^n, \qquad (38.3)$$

სადაც, Sc — ანაბრის (ფულადი სახსრების) სიდიდე მომავალში რთული პროცენტის დარიცხვის პირობებში.

P — ანაბრის პირველსაწყისი თანხა;

i — გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი, გამოსახული ათწილადებით;



ნახ. 38.4. მარტივი პროცენტების მიხედვით (20%-იანი დისკონტირებული განაკვეთის დროს) ფულადი სახსრების ჯამის დისკონტირების გრაფიკი

n — ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი საპროცენტო გადახდა საერთოდ დროის განსაზღვრულ პერიოდში.

შესაბამისად პროცენტის თანხა (Ic) ამ შემთხვევაში განისაზღვრება ფორმულით:

$$I_c = S_c - P$$

მაგალითი: **საჭიროა განისაზღვროს ანაბრის მომავალი ღირებულება და რთული პროცენტის თანხა ინვესტირების მთელი პერიოდის განმავლობაში შემდეგი პირობით;**

ანაბრის თავდაპირველი ღირებულება (საწყისი ღირებულება) — 1000 პირობით, ფულადი ერთეული;

საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება რთული პროცენტით თანხის გათვლისას — დადგენილია 20%-ის ოდენობით კვარტალში;

ინვესტირების საერთო პერიოდი — ერთი წელი.

ამ მაჩვენებლების ჩასმით მოცემული ფორმულაში მივიღებთ:

ანაბრის მომავალი ღირებულება = 1000 (1 + 0.2)⁴ = 2079 (პირობითი ფულადი ერთეული).

პროცენტის თანხა = 2074 — 1000 = 1074 (პირობითი ფულადი ერთეული).

გრაფიკულად ანაბრის ღირებულების ზრდის პროცესი რთული პროცენტის გამოყენებით წარმოდგენილია 38.5. ნახაზზე.

2. ფულადი სახსრების ღირებულების გათვლისას მოცემულ მომენტში რთული პროცენტით დისკონტირების პროცესში გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

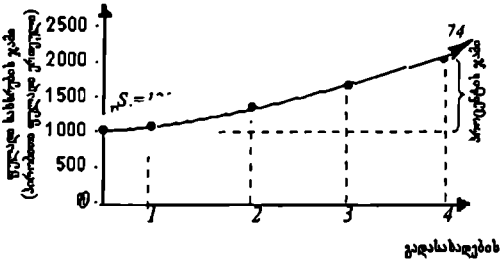
$$P_c = \frac{S}{(1+i)^n}, \text{ სადაც} \qquad (38.6)$$

P_c – ანაბრის საწყისი თანხა;

S – ანაბრის ღირებულება მომავალში მისი ზრდის გათვალისწინებით, რაც განპირობებულია ინვესტირების პირობებით;

i – გამოყენებული დისკონტის განაკვეთი, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი საპროცენტო გადახდა მოცემულ განსაზღვრულ პერიოდში.



ნახ. 38.5. ფულადი სახსრების ჯამის ზრდის გრაფიკი რთული პროცენტების მიხედვით (საპროცენტო განაკვეთი 20%).

შესაბამისად დისკონტის თანხა (D_c) ამ შემთხვევაში განისაზღვრება ფორმულით:

$$D_c = S - P_c$$

მაგალითი: საჭიროა მოცემულ მომენტში გაითვალოს ფულადი სახსრების ღირებულება და დისკონტის თანხა რთული პროცენტის პირობებში ერთი წლის განმავლობაში, შემდეგი პირობებით:

ფულადი სახსრების მომავალი ღირებულება განსაზღვრულია 1000 პირობითი ფულადი ერთეულით.

დისკონტირებისათვის გამოყენებული რთული პროცენტის განაკვეთი შეადგენს 20%-ს კვარტალში

ამ მნიშვნელობების ჩასმით აღნიშნულ ფორმულაში, მივიღებთ:

მოცემულ მომენტში ანაბრის ღირებულება $= \frac{1000}{(1+0,2)} = 482$ პირობითი ფულადი ერთეული.

დისკონტის თანხა = 1000 — 482 = 518 პირობითი ფულადი ერთეული.

გრაფიკულად ფულადი სახსრების დისკონტირების პროცესი რთული პროცენტის გათვალისწინებით წარმოდგენილია 38.6 ნახაზზე.

3. საშუალო საპროცენტო განაკვეთის გათვლისას, რომელიც გამოიყენება ფულადი სახსრების ღირებულების გაანგარიშებისას რთული პროცენტის პირობებში გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

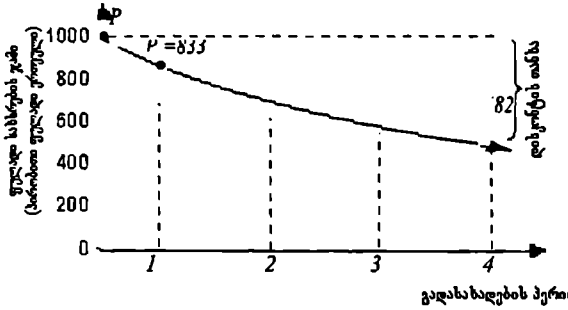
$$i = \left(\frac{S_c}{P_c}\right)^{1/n} - 1, \qquad (38.7)$$

სადაც, i – საშუალო საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ფულადი სახსრების ღირებულების გათვლისას რთული პროცენტის პირობებში, გამოსახული ათწილადით;

S_c – ფულადი სახსრების ღირებულება მომავალში;

P_c – ფულადი სახსრების ღირებულება მოცემულ მომენტში.

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი პროცენტული გადახდა წინასწარ განსაზღვრული დროის პერიოდში.



ნახ. 38.6. ფულადი სახსრების ჯამის დისკონტირების გრაფიკი რთული პროცენტების მიხედვით (20%-იანი დისკონტირებული განაკვეთის დროს)

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ობლიგაციების წლიური საპროცენტო განაკვეთი შემდეგ პირობებში: ობლიგაციის ნომინალი, რომელიც დაფარვას ექვემდებარება სამი წლის შემდეგ,- შეადგენს 600 პირობით ფულად ერთეულს.

ამ მაჩვენებლების მნიშვნელობების ფორმულაში ჩასმით მივიღებთ:

$$\text{შემოსავლიანობის წლიური განაკვეთი} = \left(\frac{1000}{600}\right)^{1/3} - 1 = 1.666^{1/3} - 1 = 0.186\,(18.6\%)$$

4. გადახდათა საერთო პერიოდის ხანგრძლივობა, რომელიც გამოხატულია მისი ინტერვალების რაოდენობით, ფულადი სახსრების ღირებულების გათვალში რთული პროცენტის პირობებში განისაზღვრება გალოგარითმების გზით შემდეგი ფორმულით:

$$n = \frac{\log\left(S_c / P_c\right)}{\log\left(1 - i\right)}, \qquad (38.8)$$

სადაც, S_c – ფულადი სახსრების მომავალი ღირებულებაა;

P_c – ფულადი სახსრების ღირებულება მოცემულ მომენტში;

i – გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი, გამოხატული ათწილადით;

5. საპროცენტო განაკვეთის ეფექტიანობის განსაზღვრა ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდის პროცესში რთული პროცენტის პირობებში ხორციელდება შემდეგი ფორმულით:

$$i_f = \left(1 + \frac{i}{n}\right)^n - 1, \qquad (38.9.)$$

სადაც, i – ეფექტური საშუალოწლიური საპროცენტო განაკვეთი, ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდის პროცესში რთული პროცენტის პირობებში, გამოსახული ათწილადით;

i – პერიოდული საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდის პროცესში რთული პროცენტის პირობებში, გამოსახული ათწილადით.

n – ინტერვალების რისკი, როლის მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი საპროცენტო გადახდა პერიოდული საპროცენტო განაკვეთის პირობებში მთელი წლის განმავლობაში.

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ეფექტური საშუალოწლიური საპროცენტო განაკვეთი შემდეგ პირობებში:

ფულადი თანხა 1000 პირობითი ფულადი ერთეულის ოდენობით შეტანილია კომერციულ ბანკში დეპოზიტზე 2 წლის ვადით;

წლიური საპროცენტო განაკეთი, რომლის მიხედვითაც ყოველ კვარტალურად ხორციელდება პროცენტის დარიცხვა, შეადგენს 10 %-ს (0.1).

ამ მნიშვნელობების ფორმულაში ჩასმით მივიღებთ:

$$I_y = \left(1+\frac{0.1}{2}\right)^4 - 1 = (1+0.025)^4 - 1 = 0.1038\,(10.38\%)$$

გათვლების შედეგები გვიჩვენებს, რომ ფულადი თანხის 2 წლის ვადით ბანკში განთავსების შედეგები წლიური 10%-ის პირობებში პროცენტის ყოველკვარტალური დარიცხვით ერთმნიშვნელოვანია ამ პროცენტების წელიწადში ერთხელ დარიცხვისა 10.38 % წლიურად (10.38 % შეადგენს ეფექტიანობის სიდიდეს ანუ შედარებით საპროცენტო განაკეთს).

ინვესტირების სხვადასხვა პირობების დროს ანაბრების მომავალი ღირებულების გაანგარიშება

ცხრილი 38.1

ვარიანტის №	ანაბრის საწყისი ღირებულება	პროცენტის განაკეთი	ანაბრის მომავალი ღირებულება			
			I პერიოდის ბოლოს	მე-2 პერიოდის ბოლოს	მე-3 პერიოდის ბოლოს	მე-4 პერ იოდის ბოლოს
1	100	23	123	151	186	229
2	100	30	130	169	220	—
3	100	45	145	210	—	—
4	100	100	200	—	—	—

ფულის ღირებულების შეფასებისას დროის ფაქტორის გათვალისწინებით რთული პროცენტის პირობებში აუცილებელია მხედველობაში იქნას მიღებული, რომ შეფასების შედეგებზე დიდ გავლენას ახდენს არა მარტო გამოყენებული საპროცენტო განაკეთი, არამედ გადახდათა ინტერვალების რიცხვი ერთსა და იმავე საერთო საგადასახადო პერიოდის განმავლობაში. ზოგჯერ უფრო მომგებიანია ფულის ინვესტირება განხორციელდეს დაბალი საპროცენტო განაკეთის პირობებში ინტერვალების დიდი რიცხვით გადახდას გათვალისწინებული პერიოდის განმავლობაში.

მაგალითი: ინვესტორის წინაშე დგას ამოცანა განათავსოს 100 პირობით ფულადი ერთეული სადეპოზიტო ანაბარზე ერთი წლის ვადით. ერთი ბანკი სთავაზობს ინვესტორის შემოსავალი გადაუხადოს რთული პროცენტით 23 %-ის ოდენობით კვარტალში. მეორე — 30 %-ის პირობებში ოთხ თვეში ერთხელ გადახდის პირობებით.

მესამე ბანკი — 45 %-ის ოდენობით, წელიწადში ორჯერ გადახდის პირობით, ხოლო მეოთხე — 100%-ის ოდენობით, წელიწადში ერთხელ გადახდით.

იმისათვის, რომ განისაზღვროს ინვესტირების რომელი ვარიანტია უკეთესი, შედგება შემდეგი ცხრილი:

ვარიანტების შედარება გვიჩვენებს, რომ შედარებით ეფექტიანია პირველი ვარიანტი, შემოსავლის გადახდა 23%-ის პირობებში კვარტალში ერთხელ.

ფულის ღირებლების შეფასების პროცესში გამოყენებულ მამრავლებს:

$$(1+i)^n \quad \text{და} \quad \left(\frac{1}{(1+i)^n}\right) \qquad (38.10)$$

შესაბამისად ეწოდება პროცენტის თანხის ზრდის მამრაელი და დისკონტირების მამრაელი. ისინი საფუძვლად ედება ინვესტიციური გათვლების ცხრილებს, რომელთა დახმარებით მოცემული სხვადასხვა

საპროცენტო განაკვეთების გადახდის ინტერვალების პირობებში შეიძლება აღვნიშნოთ ფულადი სახსრების ღირებულება მიმდინარე ან მომავალ პერიოდში რთული პროცენტის პირობებში.

ფულის ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რთული პროცენტის მიხედვით დაკავშირებულია შედარებით რთული ალგორითმების გამოყენებასთან და პროცენტით დარიცხვის მეთოდის — წინასწარი (პრენუმერანდო) ან შემდგომ (პოსტნომერანდო) განსაზღვრასთან.

1. ანუიტეტის მომავალი ღირებულების გათვლისას წინასწარი გადახდის პირობით (პრებუმერანდო) გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$SA_{pre} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i} \times (1+i) \qquad (38.11)$$

სადაც, SA_{pre} – ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პირობებში;

R – ანუიტეტის წევრი. რომელიც ახასიათებს ცალკეული გადახდის სიდიდეს;

i – გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი გადახდა, წინასწარ განსაზღვრულ დროის პერიოდში.

მაგალითი: **საჭიროა გაითვალოს ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პირობებში შემდეგი მონაცემების საფუძველზე:**

გადახდის პერიოდი ანიუტეტის მიხედვით გათვალისწინებულია 5 წლის ოდენობით;

გადახდათა ინტერვალი ანუიტეტის მიხედვით შეადგენს ერთ წელს (გადახდა ხორციელდება წლის დასაწყისში);

ყოველი ცალკეული გადახდის თანხა (ანუიტეტის წევრი) შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს;

ფული ღირებულების ზრდისათვის გამოიყენება საპროცენტო განაკვეთი 10%-ის (0.1) ოდენობით წელიწადში.

ამ მონაცემების ჩასმით მოცემულ ფორმულაში მივიღებთ:

ანიუტეტის მომავალი ღირებულება, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პირობით, ტოლია:

$$1000 \times \frac{(1+0.1)^5 - 1}{0.1} \times (1+0.1) = 6716 \text{ პირობითი ფულადი ერთეული}$$

2. შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში ანიუტეტის მომავალი ღირებულების გათვლისათვის გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$SA_{post} = R \times \frac{(1+i)^n - 1}{i}, \qquad (38.12)$$

სადაც, SA_{post} — ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, რომლიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში;

R – ანუიტეტის წევრი, რომლიც ახასიათებს ცალკეული გადახდის სიდიდეს;

i – გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი გადახდა დროის წინასწარ განსაზღვრულ პერიოდში.

მაგალითი: **საჭიროა გაითვალოს ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში მოცემული წინასწარ განსაზღვრული ვადით (გადახდის წლის ბოლოს განხორციელების პირობით).**

ამ მონაცემების მოცემულ ფორმულაში ჩასმით ვღებულობთ:

ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნომერანდოს) პირობებში ტოლი იქნება:

$$1000 \times \frac{(1+0.1)^5 - 1}{0.1} = 6105 \text{ პირობითი ფულადი ერთეული}$$

მოცემული ორი მაგალითის მიხედვით გაკეთებული გათვლების შედეგების შედარება გვიჩვენებს, რომ წინასწარი გადახდის პრინციპის პირობებში, განხორციელებული ანუიტეტის მომავალი ღირებულება, არსებითად აღემატება შემდგომი გადახდის პირობებში ანუიტეტის მომავალ ღირებულებას, ე.ი. პირველ შემთხვევაში ინვესტორი უზრუნველყოფილია გაცილებით დიდი საშემოსავლო თანხით.

3. წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პრინციპით განხორციელებული ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების გათვლისას, რომელიც, გამოიყენება შემდეგი ფორმულით:

$$PA_{pre} = R \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \times (1+i), \qquad (38.13)$$

სადაც, PA_{pre} – ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პრინციპით;

R – ანუიტეტის წევრი, რომელიც ახასიათებს ცალკეული გადახდის სიდიდეს;

i – გამოყენებული საპროცენტო (დისკონტური) განაკვეთი გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი გადახდა, საერთოდ წინასწარ განსაზღვრული დროის პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პირობებში შემდეგი მონაცემების ბაზაზე:

გადახდების პერიოდი ანუიტეტის მიხედვით გათვალისწინებულია 5 წლის ვადით;

გადახდების ინტერვალი ანუიტეტის მიხედვით შეადგენს ერთ წელს (გადახდების წლის დასაწყისში შეტანის პირობებში).

ყოველი ცალკეული გადახდის თანხა (ანუიტეტის წევრი) შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს;

ფულის ღირებულების დისკონტირებისათვის გამოუყენებული საპროცენტო განაკვეთი (დისკონტური განაკვეთი) შეადგენს 10%-ს წელიწადში;

ამ მაჩვენებლების ჩასმით მოცემულ ფორმულაში მივიღებთ:

ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პეროდში, რომელიც ხორციელდება წინასწარი გადახდის (პრენუმერანდოს) პრინციპით, ტოლია:

$$1000 \times \frac{1-(1+0.1)^{-5}}{0.1} \times (1+0.1) = 4169 \text{ პირობითი ფულადი ერთეული}$$

4. შემდგომი გადახდის პირობებით განხორციელებული ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების გათვლისას (პოსტნუმერანდო). გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$PA_{post} = R \times \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}, \qquad (38.14)$$

სადაც, PA_{post} – ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომლიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში;

R – ანუიტეტის წევრი, რომელიც ახასიათებს ცალკეული გადახდის სიდიდეს;

i – გამოყენებული საპროცენტო (დისკონტური) განაკვეთი გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი გადახდა, საერთოდ წინასწარ განსაზღვრული დროის პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში შემდეგი მონაცემების მიხედვით, რომელიც მოტანილია წინამდებარე მაგალითში (გადახდების წლის ბოლოს განხორციელების პირობით).

ამ მონაცემების ჩასმით მოტანილ ფორმულაში მივიღებთ:

ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში, ტოლია:

$$1000 \times \frac{1-(1+0.1)^{-5}}{0.1} = 3790$$ **პირობითი ფულადი ერთეული**

ორი უკანასკნელი მაგალითის მიხედვით ჩატარებული გათელების შედეგების შედარება გვიჩვენებს, რომ წინასწარი გადახდის პირობებში განხორციელებული ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში არსებითად აჭარბებს შემდგომი გადახდის პირობებში, ანუიტეტის ღირებულებას. ე.ი. პირველ შემთხვევაში დისკონტირების პროცესში ინვესტორისათვის გარანტირებულია მიმდინარე პერიოდის ღირებულებით შემოსაველის გაცილებით დიდი თანხა.

5. ცალკეული გადახდის სიდიდის გაანგარიშებისას ანუიტეტის მომავალი ღირებულების პირობებში გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$R = SA_{post} \times \frac{i}{(1+i)^n - 1}, \qquad (38.14)$$

სადაც, R – ანუიტეტის მიხედვით ცალკეულ გადასახადთა სიდიდე (ანუიტეტის წევრი მისი წინასწარ განსაზღვრული მომავალი ღირებულების პირობებში);

SA_{post} – ანუიტეტის ღირებულება მომაელში. (რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში);

i – გამოყენებული საპროცენტო განაკეთი, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც გამიზნულია ყოველი გადახდის განხორციელება წინასწარ განსაზღვრული დროის პერიოდში.

6. ცალკეული გადახდის სიდიდის გაანგარიშებისას ანუიტეტის მოცემული ღირებულებისას მიმდინარე პერიოდში გამოყენება ასეთი ფორმულა:

$$R = PA_{post} \times \frac{i(1+i)^n}{1-(1+i)^n}, \qquad (38.15)$$

სადაც, R – ცალკეულ გადახდათა სიდიდე ანიუტეტის მიხედვით (ანუიტეტის წევრი მისი მოცემული ღირებულების გათვალისწინებით მიმდინარე პერიოდში);

PA_{post} – ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში (რომლიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუშერანდოს) პირობებში);

i – გამოყენებული საპროცენტო განაკეთი გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც გათვალისწინებულია ყოველი გადახდის განხორციელება, წინასწარ განსაზღვრულ მოცემულ პერიოდში.

ანუიტეტის გაანგარიშების პროცესში შეიძლება გამოყენებულ იქნას გამარტივებული ფორმულები, რომელთა საფუძველს წარმოადგენს მხოლოდ ანუიტეტის წევრი (ცალკეულ გადახდათა სიდიდე) და მისი ზრდის (ანუ დისკონტი) შესაბამისი სტანდარტული მამრავლი (კოეფიციენტი);

ამ შემთხვევაში ანუიტეტის მომავალში ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრისათვის ფორმულა მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$SA_{post} = R \times I_A, \quad (38.17)$$

სადაც, SA_{post} –შემდგომი გადახდის პირობებში ანუიტეტის მომავალი ღირებულებაა;

R – ცალკეული გადახდების ოდენობის დამახასიათებელი ანუიტეტის წევრი;

I_A –სპეციალური ცხრილებით განსაზღვრული ანუიტეტის მამრაელი, დადგენილი საპროცენტო განაკეეთისა და გადახდების პერიოდში ინტერვალების პერიოდების მხედველობაში მიღებით.

შესაბამისად ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრისათვის ფორმულა მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$PA_{post} = R \times D_A, \quad (38.18)$$

სადაც, PA_{post} – ანუიტეტის ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რომელიც ხორციელდება შემდგომი გადახდის (პოსტნუმერანდოს) პირობებში;

R – ანუიტეტის წევრი, რომელიც ახასიათებს ცალკეული გადასახადის სიდიდეს;

D_A – ანუიტეტის დისკონტური მამრაელი, რომელიც განისაზღვრება სპეციალური ცხრილის მეშეეობით, და რომელიც ითვალისწინებს მიღებულ საპროცენტო (დისკონტურ) განაკეეთსა და ინტერვალების რიცხვს გადახდების პერიოდში.

38.2. ინფლაციის ფაქტორის გათვლის კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

ინფლაციის ფაქტორის ადგილი საინფორმაციო მენეჯმენტში

საინვესტიციო მენეჯმენტში საჭიროა ყოველთვის გათვალისწინებულ იქნას ინფლაციის ფაქტორი, რომელიც დროის ცვლილებასთან ერთად აუფასურებს მიმოქცეევაში არსებულ ფულად სახსრებს (კაპიტალს ფულადი ფორმით).

ინფლაციის გავლენა მრავალმხრივი ასპექტით აისახება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაზე: ინფლაციის პროცესში ადგილი აქვს საწარმოს მიერ გამოყენებული ცალკეული მატერიალური აქტივების (ძირითადი საშუალებები, სასაქონლო-მატერიალურ ღირებულებათა მარაგების და ა.შ.) ღირებულების შეფარდებით შემცირებას;

მისი ფულადი და სხვა ფინანსური აქტივების (დებიტორული დავალიანებების, გაუნაწილებელი მოგების, ფინანსური ინვესტირების ინსტრუმენტების და ა.შ.) რეალური ღირებულების შემცირებას; პროდუქციის წარმოების თვითღირებულების შემცირებას, რაც განაპირობებს მოგების თანხის ხელოვნურ ზრდას და შესაბამისად მასზე საგადასახადო დარიცხვის ზრდას; საწარმოს მომავალი საინვესტიციო შემოსავლების რეალური ღირების დაცემას და ა.შ. განსაკუთრებით მწვაეედ აისახება ინფლაციის ფაქტორი საწარმოს გრძელვადიანი საინვესტიციო ოპერაციების მიმდინარეობაზე.

ინფლაცია, ეს არის ობიექტური, მუდმივად მოქმედი ფაქტორი, რაც დამახასიათებელია არა მარტო ცალკეულ ქვეყანათა ეროვნული ეკონომიკებისთვის, არამედ პრაქტიკულად საერთაშორისო თანამეგობრობის ყველა ქვეყნისათვის. ისეთ განვითარებულ და შედარებით მდგრადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებშიც კი, როგორიცაა აშშ, იაპონია, გერმანია, დიდი ბრიტანეთი, საფრანგეთი და სხვა ინფლაციური პროცესები მიმდინარეობს უწყვეტად, თუმცა მათი ინტენსიეობა შედარებით დაბალია.

თანამედროვე ეკონომიკურ თეორიაში მოცემულია დებულება, რომლის მიხედვითაც ფასების დონის ზრდა წლიურად 10%-ის ფარგლებში ითვლება ნორმალურ ეკონომიკურ მოვლენად. იგი მასტიმულირებელ გაელენას ახდენს საზოგადოებრივი წარმოების განვითარებაზე.

ინფლაციის ფაქტორის წარმოშობის სტაბილურობა და მისი აქტიური ზემოქმედება საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის შედეგებზე განსაზღვრავს ამ ფაქტორის გაელენის მუდმივი გათვალისწინების აუცილებლობას საინვესტიციო მენეჯმენტის პროცესში.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტების მართვაში ინფლაციის ფაქტორის გაელენის გათვლის კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ აუცილებელია მისი საწარმოს ინვესტიციური აქტივობისა და ფულადი ნაკადების ღირებულების რეალურად გათვლა და გათვალისწინება, სხვადასხვა ინვესტიციური ოპერაციების განხორციელების დროს ინფლაციური პროცესებით განპირობებული ინვესტიციური შემოსავლების დანაკარგების ანაზღაურების უზრუნველყოფას.

ამ კონცეფციის რეალიზაცია საინვესტიციო მენეჯმენტის პრაქტიკაში და მისი შესაბამისი მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის გამოყენება მოითხოვს მასთან დაკავშირებული რიგი საბაზო ცნებების წინასწარ განხილვას. ქვემოთ მოტანილია ძირითადი ცნებების შინაარსი.

ინფლაციის ცნებები

ინფლაცია — სასაქონლო მასის ზრდის ტემპთან შედარებით ფულადი მასის ზრდის ტემპის მუდმივად წინმსწრები პროცესი (მომსახურების ღირებულების ჩათვლით), რის შედეგადაც ადგილი აქვს ფულის მიმოქცევის არხების ფულადი მასით პირთამდე ავსებას, რასაც შედეგად მოჰყვება მისი გაუფასურება და ფასების ზრდა.

ინფლაციის ტემპი — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ფულის გაუფასურების სიდიდეს (მსყიდველობითი უნარის დაცემას) განსაზღვრულ პერიოდში, რაც გამოიხატება ფასების საშუალო დონის ზრდაში (პროცენტებში) წლის დასაწყისში არსებულ მის ნომინალთან მიმართებაში;

ინფლაციის ფაქტიური ტემპი — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ფასების საშუალო დონის რეალურ ზრდას განხილულს გასულ პერიოდში.

ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი — საპროგნოზო მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ფასების საშუალო დონის შესაძლო ზრდას, განხილულს მომავალ პერიოდში;

ინფლაციის ინდექსი — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ფასების დონის საერთო ზრდას განსაზღვრულ პერიოდში, რომელიც გამოითვლება პერიოდის დასაწყისში ფასების საბაზრო დონისა (რაც ერთის ტოლადაა მიღებული) და საანგარიშო პერიოდში დაფიქსირებული ინფლაციის ტემპის შეჯამებით. (გამოსახული ათწილადით);

ფულადი სახსრების ნომინალური თანხა — ფულადი აქტივების სიდიდის შეფასება განსახილველ პერიოდში ინფლაციით გამოწვეული ფულის მსყიდველობითი უნარის ცვლილების გათვალისწინებით;

ფულადი სახსრების რეალური თანხა — ფულადი აქტივების სიდიდის შეფასება განსახილველ პერიოდში ინფლაციით განპირობებული ფულის მსყიდველობითი უნარის ცვლილების გათვალისწინებით.

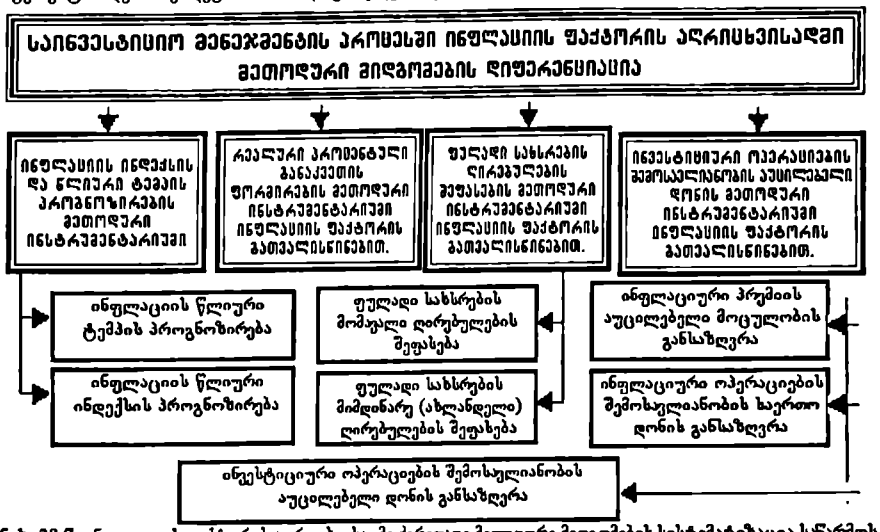
ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი — საპროცენტო განაკვეთი, რაც დადგენილია ინფლაციის შედეგად ფულის მსყიდველობითი უნარის ცვლილების გათვალისწინების გარეშე. (ანუ საერთო საპროცენტო განაკვეთი, რომელშიც ელიმინირებული არ არის მისი ინფლაციური კომპონენტი);

რეალური საპროცენტო განაკვეთი — საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც დადგენილია მოცემულ პერიოდში ინფლაციის შედეგად ფულის მსყიდველობითი უნარის ცვლილების გათვალისწინებით.

ინფლაციური პრემია — დამატებითი შემოსავალი, რომელსაც უხდიან (ან უნდა გადაუხადონ) ინვესტორს ინფლაციის შედეგად ფულის გაუფასურებით მიღებული ფინანსური დანაკარგების ანაზღაურების მიზნით.

განხილული საბაზო ცნებების მხედველობაში მიღებით ყალიბდება კონკრეტული მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი, რომელიც საშუალებას იძლევა გათვალისწინებულ იქნას ინფლაციის ფაქტორი

საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში. ეს მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი დიფერენცირდება შემდეგი ძირითადი გათვლების ჭრილში (ნახ. 38.7.).



ნახ. 38.7. ინფლაციის ფაქტორის აღრიცხვისადმი ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში.

1. ინფლაციის წლიური ტემპისა და ინდექსის პროგნოზირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

ინფლაციის წლიური ტემპისა და ინდექსის პროგნოზირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ემყარება მის მოსალოდნელ საშუალოთვიურ ტემპებს. ასეთი ინფორმაცია მოცემულია ქვეყნის ეკონომიკური და სოციალური განვითარების გამოქვეყნებულ პროგნოზებში მომავალ პერიოდში. პროგნოზების შედეგები არის საფუძველი ინფლაციის ფაქტორის შემდგომი გათვალისწინებისათვის საწარმოს ინვესტიციურ საქმიანობაში.

1. **ინფლაციის წლიური ტემპის პროგნოზირებისათვის გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:**

$$IR_A = (1 + IR_M)^{12} - 1, \text{ სადაც} \qquad (38.19)$$

$I_{\text{ღ}_A}$ – ინფლაციის პროგნოზული ზრდის ტემპი, გამოსახული ათწილადით;

IR_M – ინფლაციის მოსალოდნელი საშუალოთვიური ტემპი მომავალ პერიოდში გამოსახული ათწილადით;

მაგალითი: საჭიროა გამოითვალოს ინფლაციის წლიური ტემპი თუკი ქვეყნის ეკონომიკური და სოციალური განვითარების პროგნოზის (ან საკუთარი საპროგნოზო გათვლების) საფუძველზე ინფლაციის მოსალოდნელი საშუალოთვიური ზრდის ტემპია 3%.

ამ მნიშვნელობების ჩასმით, მოცემულ ფორმულაში მიიღება: ინფლაციის პროგნოზული წლიური ზრდის ტემპი შეადგენს:

$$(1 + 0.003)^{12} - 1 = 1.4258 - 1 = 0.4258 \text{ ან } 42.58\%.$$

მოცემული ფორმულის მიხედვით შეიძლება გამოითვალოს არა მარტო ინფლაციის პროგნოზული წლიური ზრდის ტემპი, არამედ, ამ მაჩვენებლის მნიშვნელობა მოცემული წლის ნებისმიერი თვის ბოლოს. ეს შეიძლება ილუსტრირებული იქნას გრაფიკულად განსახილველი პერიოდის პირობებიდან გამომდინარე (ნახ. 38.8.).

2. ინფლაციის წლიური ინდექსის პროგნოზირებისას გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$II_A = 1 + IR_A \text{ ან } II_A = (1 + IR_M)^{12} \qquad (38.20)$$

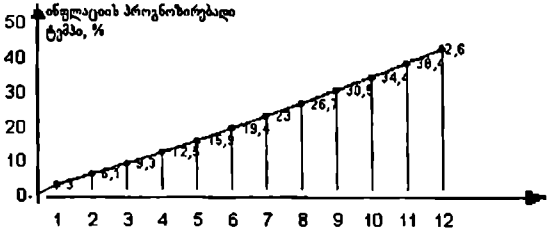
II_A – ინფლაციის პროგნოზული წლიური ინდექსი, გამოსახული ათწილადით;

IR_A – ინფლაციის პროგნოზული წლიური ტემპი, გამოსახული ათწილადით (გათვლილი ადრე მოყვანილი ფორმულის მიხედვით);

IR_M – მოსალოდნელი საშუალოთვიური ზრდის ტემპი, გამოსახული ათწილადით.

მაგალითი: **ზემოთ მოყვანილი მაგალითის პერიოდებიდან გამომდინარე საჭიროა გამოითვალოს ინფლაციის პროგნოზული წლიური ინდექსი, იგი ტოლია:**

1 + 0.4258 = 1.4258 (ან 142.6 %) ან $(1 + 0.03)^{12} = 1.4258$ (ანუ 142.6 %).



ნახ. 38.8. ინფლაციის ტემპის გაანგარიშების შედეგები (%-ში) წლის დასაწყისიდან მისი მომავალი საშუალო თვიური ტემპიდან გამომდინარე — 3%-ის მოცულობით

11. რეალური საპროცენტო განაკვეთის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით

რეალური საპროცენტო განაკვეთი ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით ემყარება მის პროგნოზულ ნომინალურ დონეს საინვესტიციო ბაზარზე (ასეთი პროგნოზის შედეგები, როგორც წესი, ასახულია ფიუჩერსული და ოპციონური კონტრაქტების ფასებში, რომლებიც იღება საფონდო ბირჟაზე) და ინფლაციის წლიური ტემპების პროგნოზების შედეგებს.

ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით რეალური საპროცენტო განაკვეთის გაანგარიშების საფუძველია ფიშერის მოდელი, რომელსაც შემდეგი სახე აქვს:

$$R_p = \frac{N_p - IR}{1 + IR}, \qquad (38.21)$$

სადაც, R_p – რეალური საპროცენტო განაკვეთი (ფაქტიური ან პროგნოზული, მოცემულ პერიოდში), გამოსახული ათწილადით;

N_p – ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი (ფაქტიური ან საპროგნოზო, განსაზღვრულ პერიოდში), გამოსახული ათწილადით;

IR – ინფლაციის ტემპი (ფაქტიური ან საპროგნოზო, განსაზღვრულ პერიოდში), გამოსახული ათწილადით.

მაგალითი: **საჭიროა გათვლილ იქნას რეალური წლიური საპროცენტო განაკვეთი მომავალი წლისთვის შემდეგი მონაცემების გათვალისწინებით:**

ნომინალური წლიური საპროცენტო განაკვეთი ოფციონერული და ფიჩერსული ოპერაციების მიხედვით საფონდო ბირჟაზე ძომაეალი წლისათვის გათვალისწინებულია 19 %-ის ფარგლებში.

ინფლაციის პროგნოზული წლიური ტემპი შეადგენს 7 %-ს.

ფიშერის მოდელში ამ მონაცემების ჩასმით მიეიღებთ:

რეალური წლიური საპროცენტო განაკვეთი პროგნოზირდება შემდეგი სიდიდით:

$$\frac{0.19-0.07}{1+0.07}=0.112 \text{ (ან 11.2 \%).}$$

III. ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით

ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით შესაძლებელს ხდის გათვლილ იქნას ამ სახსრების როგორც მიმდინარე, ასევე მომაეალი ღირებულება, შესაბამისად, ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით. ამ გაანგარიშებების განხორციელების საფუძველია უკვე ფორმირებული რეალური საპროცენტო განაკვეთი.

1. **ფულადი სახსრების მომაეალი ღირებულების შეფასებისას ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა (რომელიც წარმოადგენს ადრე განხილული ფიშერის მოდელის მოდიფიკაციას):**

$$S_N = P\times\left[(1+R_r)\times(1+IPR)\right]^n, \text{ სადაც} \qquad (38.22)$$

$S_н$ – ანაბრის ფულადი სახსრების სამომაელო ნომინალური ღირებულება, ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით;

P – ანაბრის საწყისი ღირებულება;

$R_р$ – რეალური საპროცენტო განაკვეთი, გამოსახული ათწილადით;

IPR – ინფლაციის პროგნოზული ტემპი, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვითაც ხორციელდება ყოველი საპროცენტო გადახდა წინასწარ განსაზღვრული დროის პერიოდში;

მაგალითი: **საჭიროა განისაზღვროს ანაბრის მომავალი ნომინალური ღირებულება ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგ პირობებში:**

ანაბრის პირველადი საწყისი თანხა შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს;

რეალური წლიური საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ანაბრის ღირებულების გაზრდისათვის, შეადგენს 20 %-ს.

ინფლაციის პროგნოზული წლიური ტემპი შეადგენს 12 %-ს. ანაბრის ბანკში განთავსების საერთო პერიოდი შეადგენს 3 წელს წელიწადში ერთხელ პროცენტის დარიცხვის პირობით;

ამ მაჩვენებლების ჩასმით ზემოთმოტანილ ფორმულაში მიიღება:

ნომინალური მომავალი ანაბრის ღირებულება, ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით = 1000 [(1 + 0.20) (1 + 0.12)]³ = 2428 პირობით ფულადი ერთეული.

2. ფულადი სახსრების მიმდინარე ღირებულების შეფასებისას ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$P_r=\frac{S_H}{\left[(1+I_r)\times(1+IPR)\right]^n}, \qquad (38.23)$$

სადაც, $P_р$ – ანაბრის (ფულადი სახსრების) რეალური თანხა მიმდინარე პერიოდში ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით;

$S_н$ – ანაბრის (ფულადი სახსრების) მოსალოდნელი ნომინალური ღირებულება მომავალ პერიოდში;

J_p – რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ფულის ღირებულების დისკონტირების პროცესში, გამოსახული ათწილადით;

IPR – ინფლაციის პროგნოზული ტემპი, გამოხატული ათწილადით;

n – ინტერვალების რაოდენობა, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი საპროცენტო გადახდა, დროის მოცემულ, წინასწარ განსაზღვრულ პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს რეალური ფულადი სახსრების რალური ღირებულება მიმდინარე პერიოდში შემდეგი პირობებით;

ფულადი სახსრების მოსალოდნელი ღირებულება მომავალ პერიოდში შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს;

რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც გამოიყენება ფულის ღირებულების დისკონტირების პროცესში, შეადგენს წელიწადში 20 %-ს;

ინფლაციის პროგნოზული წლიური ტემპი შეადგენს 12 %-ს.

დისკონტირების პერიოდი შეადგენს 3 წელს, ხოლო მისი ინტერვალი — 1 წელს.

ამ მაჩვენებლების ჩასმით ზემოთმოტანილ ფორმულაში, მიიღება:

ფულადი სახსრების რეალური თანხა მიმდინარე პერიოდში ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით ტოლია:

$$\frac{1000}{\left[(1+0.20)\times(1+0.12)\right]^3} = 412$$ პირობითი ფულადი ერთეული

IV. ინვესტიციური ოპერაციების შემოსავლიანობის საჭირო დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით

ინვესტიციური ოპერაციების შემოსავლიანობის საჭირო დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით ერთის მხრივ, მოწოდებულია უზრუნველყოს „ინფლაციური პრემიის" თანხისა და დონის გათვლა, ხოლო მეორეს მხრივ, ნომინალური შემოსავლის საერთო დონის გათვლა, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტორს დაუბრუნოს ინფლაციური პროცესებით გამოწვეული დანაკარგი და ამავე დროს ამ უკანასკნელმა მიიღოს რეალური ინვესტიციური მოგების აუცილებელი დონე.

1. ინფლაციური პრემიის აუცილებელი სიდიდის განსაზღვრისათვის გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$P_I = IP \times IPR, \qquad (38.24)$$

სადაც, P_I – ინფლაციური პრემიის სიდიდე განსაზღვრულ პერიოდში;

IP – ფულადი სახსრების პირველადი საწყისი ღირებულება;

IPR – ინფლაციის ტემპი მოცემულ პერიოდში გამოსახული ათწილადში;

მაგალითი: საჭიროა გათვლილი იქნას წლიური ინფლაციური პრემიის სიდიდე შემდეგი პირობით:

ფულადი სახსრების საწყისი ღირებულება შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს.

ინფლაციის საპროგნოზო წლიური ტემპი შეადგენს 12 %-ს.

ამ მაჩვენებლების ჩასმით მოცემულ ფორმულაში მიიღება: ინფლაციური პრემიის თანხა შეადგენს:

1000 0.12 = 120 პირობით ფულადი ერთეული

(ინფლაციური პრემიის დონე ინფლაციის ტემპს უტოლდება);

2. ინვესტიციური ოპერაციების მიხედვით აუცილებელი შემოსავლის საერთო თანხის განსაზღვრას ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$D_H = D_P + P_I, \qquad (38.25)$$

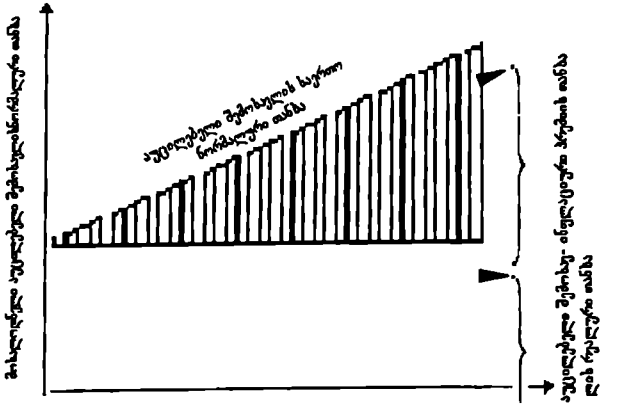
სადაც, D_H – ინვესტიციური ოპერაციებიდან აუცილებელი შემოსავლის საერთო ნომინალური თანხა ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით მოცემულ პერიოდში.

D_r – ინვესტიციური ოპერაციებიდან აუცილებელი შემოსავლის რეალური თანხა მოცემულ პერიოდში, რომელიც დაირიცხება მარტივი ან რთული პროცენტის გამოყენებით რეალური საპროცენტო განაკვეთის მხედველობაში მიღებით;

3.6. ინფლაციური პრემია

P_I – ინფლაციური პრემიის სიდიდე განხილულ პერიოდში;

დამოკიდებულება აუცილებელი შემოსავლის საერთო თანხისა, ინფლაციის პრემიის სიდიდესა და ინფლაციის ტემპებს შორის შეიძლება წარმოდგენილ იქნას გრაფიკულად. ნახ. 38.9.



ნახ. 38.9. აუცილებელი ინვესტიციური შემოსავლის ნორმალური თანხის და ინფლაციური პრემიის მოცულობის დამოკიდებულება ინფლაციის ტემპებთან

3. საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის აუცილებელი დონის განსაზღვრისას ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$YD_H = \frac{D_n}{D_r} - 1, \qquad (40.26)$$

YD_H – საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის აუცილებელი დონე ინფლაციის ფაქტორების გათვალისწინებით, გამოსახული ათწილადით;

D_H – საინვესტიციო ოპერაციების აუცილებელი შემოსავლების საერთო ნომინალური თანხა მოცემულ პერიოდში;

D_r – საინვესტიციო ოპერაციების აუცილებელი შემოსავლების საერთო რეალური თანხა მოცემულ პერიოდში;

უნდა აღინიშნოს, რომ ინფლაციის ტემპების პროგნოზირება საკმაოდ რთული, შრომატევადი და ალბათური პროცესი არის, რომელიც მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია სუბიექტურ ფაქტორებზე (განიცდის სუბიექტური ფაქტორების ზემოქმედებას). ამიტომ ინვესტიციური მენეჯმენტის პრაქტიკაში შეიძლება გამოყენებულ იქნას ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინების უფრო მარტივი ხერხი. ამ მიზნით ფულადი სახსრების ღირებულება მათი ზრდის, ანუ შემოსავლად ფორმირების პროცესში (ანუ დისკონტირებისას) გარდაიქმნება ეროვნული ვალუტიდან ერთ-ერთ უფრო „ძლიერ“ (ანუ ინფლაციას ნაკლებად დაქვემდებარებულ) თაეისუფლად კონვერტირებად ვალუტაში მოცემული მომენტისათვის არსებული კურსის შესაბამისად. ფულადი სახსრების მასის ზრდის ან დისკონტირების პროცესი ამის შემდეგ ხორციელდება რეალური საპროცენტო განაკვეთის (მოგების მინიმალური, რეალური ნორმა კვარტალში) შესაბამისად. აუცილებელია შემოსავლის მიმდინარე ან მომავალი ღირებულების შეფასების ისეთი ხერხი, რომელიც საშუალებას იძლევა საერთოდ გამოირიცხოს ამ გათვლებიდან ქვეყნის შიგნით ინფლაციის ფაქტორი.

38.3. რისკის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

საინვესტიციო რისკების ცნება

საინვესტიციო საქმიანობის თანმდევი რისკები, აყალიბებს საწარმოს რისკების საერთო პორტფელს, რომელიც განისაზღვრება ზოგადი ცნებით — ინვესტიციური რისკი. იგი შეადგენს საწარმოს მთლიანი სამეურნეო რისკების მნიშვნელოვან ნაწილს. მისი სიდიდე იზრდება საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობისა და დივერსიფიკაციის გაფართოებასთან ერთად; მენეჯერთა ამოცანაა გაზარდონ საინვესტიციო საქმიანობის, საინვესტიციო ოპერაციების შემოსაელიანობის დონე, აითვისონ ახალი საინვესტიციო ტექნოლოგიები და ინსტრუმენტები.

საინვესტიციო რისკი სერიოზულ ზეგავლენას ახდენს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მრავალ ასპექტზე. თუმცა მისი გაელენა განსაკუთრებით მნიშვნელოვნად ვლინდება ორი მიმართულებით:

1. რისკის დონე განმსაზღვრელ ზეგავლენას ახდენს საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების შემოსაელიანობის დონეზე — ეს ორი მაჩვენებელი (რისკი და ინვესტიციების შემოსაელიანობის დონე) წარმოადგენს ერთიან სისტემას: „შემოსაელიანობა — რისკი".

2. საინვესტიციო რისკი არის საწარმოს გაკოტრების პირდაპირი საფრთხის გენერირების ძირითადი ფორმა. ვინაიდან ფინანსური დანაკარგები, რაც ამ რისკთანაა დაკავშირებული, ყველაზე მნიშვნელოვანია.

საინვესტიციო საქმიანობის თანმდევი რისკები ობიექტური, მუდმივმოქმედი ფაქტორია ნებისმიერი საწარმოს ფუნქციონირების საქმეში და ამიტომაც მოითხოვს განსაკუთრებულ ყურადღებას საინვესტიციო მენეჯერების მხრიდან. რისკის ფაქტორის გათვალისწინება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესში აუცილებელია პრაქტიკულად ყველა მმართველობით გადაწყვეტილების მომზადებისას.

რისკის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია გულისხმობს მისი დონის ობიექტურ შეფასებას საინვესტიციო ოპერაციების შემოსაელიანობის აუცილებელი დონის ფორმირების უზრუნველყოფის მიზნით, რათა შესაძლებელი გახდეს ასევე საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაზე ნეგატიური ფინანსური შედეგების მინიმიზების ღონისძიებათა, სისტემის შემუშავებისათვის.

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაში რისკის ფაქტორის გათვალისწინების შესაბამისი მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის გამოყენება მოითხოვს ამ სფეროში ძირითადი საკვანძო ცნებების წინასწარ განხილვას. ქვემოთ მოტანილია ძირითადი საბაზო ცნებები, რომლებიც დაკავშირებულია რისკის ფაქტორის გათვალისწინებასთან.

რისკი — არასასურველი შემთხვევის დადგომის შესაძლებლობა, რაც დაკავშირებულია სხვადასხვა სახის დანაკარგებთან;

საინვესტიციო რისკი — რისკის სპეციფიკურ სახეობათა ერთობლიობა, რომლებიც განაპირობებენ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შინაგანი და გარეგანი პირობების განუსაზღვრელობას.

საპორტფელო საინვესტიციო რისკი — საერთო რისკი, რომელიც დამახასიათებელია ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების ერთობლიობის ფორმირებისათვის. საპორტფელო რისკის ძირითადი სახეები საწარმოში შეიძლება იყოს: საფონდო პორტფელის რისკი (რასაც ადგილი აქვს ფასიანი ქაღალდების ფორმირების პროცესში); დეპოზიტური პორტფელის რისკი (ყალიბდება კომერციულ ბანკებში საწარმოს დეპოზიტური ანგარიშების ფორმირების დროს) და სხვა.

სისტემატური (საბაზრო) რისკი — რისკი, რომელიც დაკავშირებულია მთელი საინვესტიციო ბაზრის, ან მისი ცალკეული სეგმენტის კონიუნქტურის ცვლილებასთან: მაკროეკონომკური ფაქტორების გაელენის შედეგად. ეს რისკი დგება ამ ბაზრის ყველა მონაწილეთათვის და არ შეიძლება მათ მიერ თავიდან იქნას აცილებული ინდივიდუალური წესით.

არასისტემური (სპეციფიკური) რისკი — შინაგანი ინვესტიციური რისკების ერთიანი მახასიათებელი, რაც ნიშანდობლივია კონკრეტული სამეურნეო სუბიექტის საქმიანობისათვის (ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებისათვის, დებიტორებისათვის და ა. შ.).

შემოსავლიანობის ურისკო (რისკგარეშე) ნორმა — შემოსავლიანობის ნორმა საინვესტიციო ოპერაციების მიხედვით, რომლის თანახმადაც არ არსებობს კაპიტალის ან შემოსავლის დანაკარგების რეალური რისკი. ეს მაჩვენებელი ჩვეულებრივ, გამოიყენება საინვესტიციო ოპერაციებიდან შემოსავლიანობის აუცილებელი ნორმის გაანგარიშების საფუძველად, რისკისათვის პრემიის გათვალისწინებით.

საინვესტიციო რისკის დონე — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს განსაზღვრული სახის საინვესტიციო რისკის და შესაძლო ფინანსური დანაკარგების სიდიდის წარმოშობის ალბათობას საინვესტიციო საქმიანობაში.

დამოკიდებულება შემოსავლიანობასა და რისკის დონეებს შორის საინვესტიციო მენეჯმენტის ერთ-ერთი ძირითადი საბაზო კონცეფციაა, რომელიც განსაზღვრავს ამ ორი მაჩვენებლის პირდაპირ ურთიერთკავშირს. ამ კონცეფციის თანახმად საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის დონის ზრდა სხვა თანაბარ პირობებში ყოველთვის მიმდინარეობს მათი რისკის დონის ამაღლების ფონზე და პირიქით. კონკრეტული რაოდენობრივი თანაფარდობა შკალაზე „შემოსავლიანობა — რისკი" განისაზღვრება ე.წ. „კაპიტალური აქტივების ფასისმიერი მოდელით".

საინვესტიციო რისკის ალბათობა — არაკეთილსასურველი მოვლენის შესაძლო დადგომის სიხშირის საზომი საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში, რომელიც იწვევს საწარმოს ფინანსურ დანაკარგებს.

ბეტა—კოეფიციენტი (ანუ ბეტა) — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ცალკეული ინვესტიციური ინსტრუმენტარიუმის (ფასიანი ქაღალდების) ან მათი პროტფელის კოტირების კურსის ცვლილების დონეს მთელი საინვესტიციო (საფონდო) ბაზრის ფასების კრებსითი ინდექსის დინამიკასთან მიმართებაში. ბეტა-კოეფიციენტი ცვლის როგორც ინდივიდუალური, ასევე პორტფელური სისტემური რისკის დონეს. რაც უფრო დიდია ბეტა-კოეფიციენტის მნიშვნელობა, მით უფრო მაღალია კონკრეტული ინვესტიციური ინსტრუმენტარიუმის ან მთლიანად მათი პორტფელის სისტემური და საერთო რისკის დონე.

კაპიტალური აქტივების ფასისმიერი მოდელი — ცალკეული ინვესტიციური (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის შემოსავლიანობის აუცილებელი დონის განსაზღვრის მოდელი მათი სისტემატური რისკის დონის გათვალისწინებით, რომელიც იზომება ბეტა-კოეფიციენტის შეშვეობით. ამ მოდელის გათვლის მექანიზმი ითვალისწინებს რისკისათვის პრემიის აუცილებელ სიდიდეს.

პრემია რისკისთვის — დამატებითი შემოსავალი, რომელიც გადახდილია (ან გათვალისწინებულია გადახდისათვის) ინვესტორისათვის იმ დონეზე ზევით, რისი მიღებაც შესაძლებელია ამ უკანასკნელის რისკგარეშე საინვესტიციო ოპერაციებიდან. ეს დამატებითი შემოსავალი უნდა იზრდებოდეს კონკრეტული ინვესტიციური (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის სისტემატური რისკის დონის გადიდების პროპორციულად. ამ რაოდენობრივი თანაფარდობის განსაზღვრის საფუძველია გრაფიკი: „რისკის საიმედოობის წრფეები"

„რისკის საიმედოობის წრფე" — გრაფიკული ხერხი, რომლის მიხედვით განისაზღვრება დამოკიდებულება კონკრეტული საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის (ფასიანი ქაღალდის) სისტემური რისკის დონესა და მისი აუცილებელი შემოსავლიანობის დონეს შორის.

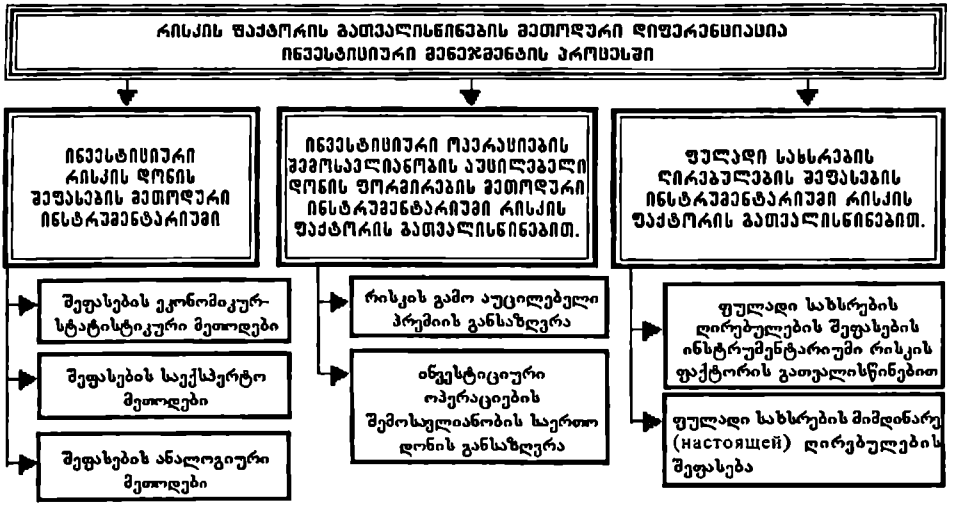
განხილული საბაზო მაჩვენებლების (ცნებების) მხედველობაში მიღებით ყალიბდება რისკის ფაქტორის გათვალისწინების კონკრეტული მეთოდური ინსტრუმენტარიუმიც, რომელიც საშუალებას იძლევა გადაწყდეს მასთან დაკავშირებული საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის კონკრეტული ამოცანები.

რისკის ფაქტორის ამოცანები და მათი სისტემატიზაცია

ამ მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის დიფერენციაცია ასახავს საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში რისკის ფაქტორის გათვალისწინების ამოცანათა შემდეგ სისტემატიზაციას: (ნახ. 38.10)

I. ინვესტიციური რისკის შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი არის შედარებით ფართო, რამდენადაც იგი მოიცავს ასეთი შეფასების განხორციელების სხვადასხვა ეკონომიკურ-სტატისტიკური,

საექსპერტო, ანალოგიის მეთოდებს. შეფასების კონკრეტული მეთოდის შერჩევა განისაზღვრება აუცილებელი ინფორმაციული ბაზის და მენეჯერთა კვალიფიკაციის დონის არსებობით.



ნახ. 38.10. საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში რისკის ფაქტორისადმი (თუ ჯობია რისკის ფაქტორის გათვალისწინების?) ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია

1. ეკონომიკურ-სტატისტიკური მეთოდები წარმოადგენს ინვესტიციური რისკის დონის შეფასების საფუძველს. ასეთი შეფასების ძირითად საანგარიშსწორებო მაჩვენებლების რიცხვს მიეკუთვნება:

ა) **ინვესტიციური რისკის დონე.** იგი ახასიათებს ამ დონის შეფასების საერთო ალგორითმს. რომელიც ასეთი ფორმულითაა წარმოდგენილი:

$$IRL = PRL \times SFE, \text{ სადაც} \qquad (38.27)$$

IRL – არის შესაბამისი საინვესტიციო რისკის დონე;

PRL – ამ ინვესტიციური რისკის წარმოშობის ალბათობა;

SFE – ასეთი ინვესტიციური რისკის რეალიზაციისას შესაძლო ფინანსური დანაკარგების სიდიდე.

ამ ალგორითმის გამოყენების პრაქტიკაში შესაძლო ფინანსური დანაკარგების სიდიდე ჩვეულებრივ გამოისახება აბსოლუტური თანხით, ხოლო ინვესტიციური რისკის წარმოშობის ალბათობა — ამ ალბათობის გაზომვის ერთ-ერთი კოეფიციენტით. (ვარიაციის კოეფიციენტი, ბეტა-კოეფიციენტი და სხვა). შესაბამისად, ინვესტიციური რისკის დონე მოცემული ალგორითმით მისი გათვლის შემთხვევაში გამოისახება აბსოლუტური მაჩვენებლით, რაც არსებითად ამცირებს მისი შედარების ბაზას ალტერნატიული ვარიანტების განხილვისას.

ბ) დისპერსია. იგი ახასიათებს შესასწავლი მაჩვენებლის ცვალებადობის (რყევის) ხარისხს. (მოცემულ შემთხვევაში — მოსალოდნელი შემოსავლის დამოკიდებულება ინვესტიციური ოპერაციების განხორციელებასთან) მის საშუალო სიდიდესთან დამოკიდებულებაში. დისპერსიის გათვლა ხორციელდება შემდეგი ფორმულით:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^{n} \left(R_i - \bar{R}\right)^2 \times P_i, \qquad (38.28)$$

სადაც, σ^2 – დისპერსიაა;

R_i — განხილული ინვესტიციური ოპერაციების მიხედვით მოსალოდნელი შემოსაელის შესაძლო ეარიანტების კონკრეტული მნიშვნელობა;

$\bar{R}$ — განხილული საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით შემოსაელის საშუალო მოსალოდნელი მნიშვნელობა;

P_i — საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით მოსალოდნელი შემოსაელის მიღების ცალკეულ ეარიანტთა შესაძლო სიხშირე (ალბათობა);

n — დაკვირვებათა რიცხვი.

გ) საშუალო კვადრატული (სტანდარტული) გადახრა. ეს მაჩვენებელი ყველაზე მეტად არის გავრცელებული (ყველაზე ხშირად გამოიყენება) ინდივიდუალური საინვესტიციო რისკის დონის შეფასებისას, ისევე, როგორც დისპერსია, რომელიც განსაზღვრავს ცვალებადობის ხარისხს და აგებულია მის საფუძველზე.

იგი გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$\cdot \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \left(R_i - \bar{R}\right)^2 \times P_i}, \qquad (38.29)$$

სადაც, σ — საშუალოკვადრატული (სტანრტული) გადახრა;

R_i— მოცემული საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით მოსალოდნელი შემოსაელის მიღების შესაძლო ეარიანტების კონკრეტული მნიშვნელობა;

R— განხილული ფინანსური ოპერაციის შემოსაელის მოსალოდნელი საშუალო მნიშვნელობა;

P_i — საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით მოსალოდნელი შემოსაელის მიღების ცალკეული ეარიანტების შესაძლო სიხშირე (ალბათობა);

n — დაკვირვებათა რიცხვი.

მაგალითი: საჭიროა შეფასდეს რისკის დონე მოცემული საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით შემდეგ მონაცემებზე დაყრდნობით:

განსახილველად წარმოდგენილია ორი ალტერნატიული საინვესტიციო პროექტი (პროექტი „A“ და პროექტი „B“). მოსალოდნელი შემოსავლების ალბათობით, რომელიც წარმოდგენილია 38.2 ცხრილში.

მოსალოდნელი შემოსავლების ალბათობის განსაზღვრა ორი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით

ცხრილი 38.2

ინვესტიციური რისკის კონიუნქტურის შესაძლო მნიშვნელობები	„A“ საინვესტიციო პროექტი			„B“ საინვესტიციო პროექტი		
	საწარმოსწორები შემოსავალი. პირფულადი ერთეული	ალბათობის მნიშვნელობა	მოსალოდნელი შემოსავლების ჯამი. პირფულადი ერთეული (2x3)	საწარმოსწორები შემოსავალი. პირფულადი ერთეული	ალბათობის მნიშვნელობა	მოსალოდნელი შემოსავლების ჯამი. პირფულადი ერთეული (2x3)
მაღალი	600	0,25	150	800	0,20	160
საშუალო	500	0,50	250	450	0,60	270
დაბალი	200	0,25	50	100	0,20	20
სულ	–	1,0	450	–	1,0	450

მოცემული საინვესტიციო პროექტების შედარებიდან ირკვევა, რომ „A" პროექტის მიხედვით გათვლილი შემოსავლების სიდიდე იცვლება 200-დან 600 პირობით ფულად ერთეულის ფარგლებში. მოსალოდნელი მთლიანი შემოსავლების 450 პირობითი ფულადი ერთეულის თანხის პირობებში.

„B" პროექტის მიხედვით მოსალოდნელი შემოსავლის თანხის სიდიდე მთლიანად ასევე შეადგენს 450 პირობით ფულად ერთეულს, ოღონდ მისი ცვლილება (რყევა) ხორციელდება 100-დან 800-მდე პირობითი ფულადი ერთეულის ფარგლებში.

ასეთი მარტივი შედარებაც კი საშუალებას იძლევა გაკეთდეს დასკვნა იმის შესახებ, რომ „A" საინვესტიციო პროექტის განხორციელების რისკი გაცილებით მცირეა, ვიდრე „B" პროექტისა, სადაც საანგარიშსწორებო შემოსავლის რყევა მაღალია.

რისკის დონეზე უფრო ნათელ წარმოდგენას იძლევა საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გათვლების შედეგები, რომელიც მოტანილია 38.3 ცხრილში. გათვლების შედეგები გვიჩვენებს, რომ საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა „A" საინვესტიციო პროექტის მიხედვით შეადგენს 150-ს, მაშინ როდესაც „B" საინვესტიციო პროექტის მიხედვით იგი შეადგენს 221-ს. რაც ადასტურებს ამ უკანასკნელის რისკის უფრო მაღალ დონეს.

საშუალო კვადრატული (სტანდარტული) გადახრის გაანგარიშება ორი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით

ცხრილი 38.3

პროექტების ვარიანტები	ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის შესაძლო ვარიანტები	R_i	$\bar{R}$	$(R_i - \bar{R})$	$(R_i - \bar{R})^2$	P_i	$(R_i - \bar{R})^2 xP_i$	$\sqrt{(R_i - \bar{R})^2 xP_i}$
„A" საინვესტიციო პროექტი	მაღალი	600	450	+150	22500	0,25	5625	—
	საშუალო	500	450	+50	2500	0,50	1250	—
	დაბალი	200	450	-250	62500	0,25	15625	—
	სულ	—	450	—	—	1,0	22500	150
„B" საინვესტიციო პროექტი	მაღალი	800	450	+350	122500	0,20	24500	—
	საშუალო	450	450	0	0	0,60	0	—
	დაბალი	100	450	-350	122500	0,20	24500	—
	სულ	—	450	—	—	1,0	450	221

საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრის საანგარიშსწორებო მაჩვენებლები განხილული საინვესტიციო პროექტების მიხედვით შეიძლება წარმოვადგინოთ გრაფიკული სახით. (ნახ. 40.11.)

გრაფიკიდან ჩანს, რომ „A" და „B" პროექტების ვარიანტების განაწილებას აქვთ საანგარიშსწორებო შემოსავლის ერთი და იგივე სიდიდე. ოღონდ „A" პროექტში მრუდი უფრო ვიწროა, რაც იმაზე მეტყველებს, რომ საანგარიშსწორებო შემოსავლის ვარიანტების რყევა მცირეა მის საშუალო სიდიდესთან მიმართებაში, და შესაბამისად ამ პროექტის რისკის დონეც შესაბამისად მცირეა.

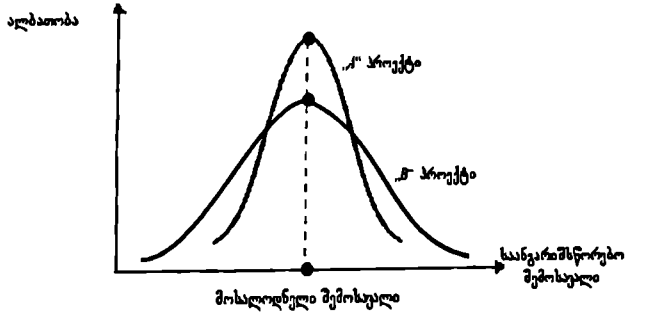
გ) ვარიაციის კოეფიციენტი. მისი მეშვეობით შესაძლებელია განისაზღვროს რისკის დონე, როცა საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების შედეგად მოსალოდნელი საშუალო შემოსავლის მაჩვენებლები ერთიმეორისაგან განსხვავებით ხორციელდება. ვარიაციის კოეფიციენტის გათვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}}, \qquad (38.30)$$

სადაც, CV – ვარიაციის კოეფიციენტი;

δ – საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა;

$\overline{R}$ – განხილული საინვესტიციო ოპერაციის მიხედვით მოსალოდნელი შემოსავლის საშუალო მნიშვნელობა.



ნახ. 38.11. ორი ინვესტიციური პროექტის მოსალოდნელი (სანგარიშწორებო) შემოსავლის ალბათობის განაწილება

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს ვარიაციის კოეფიციენტი სამი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით, რომელთაც აქვთ სხვადასხვა საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა და, შესაბამისად, სხვადასხვა მოსალოდნელი საშუალო შემოსავალი. ამოსავალი მონაცემები და გათვლების შედეგები მოცემულია 38.4. ცხრილში.

სამი ინვესტიციური პროექტის კოეფიციენტის გაანგარიშება

ცხრილი 38.4

პროექტების ვარიანტები	საშუალო კვადრატული (სტანდარტული) გადახრა F	საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი პროექტის მიხედვით R	ვარიაციის კოეფიციენტები V
„A“ პროექტი	150	450	0,33
a„Б“ პროექტი	221	450	0,49
D„B“ პროექტი	318	600	0,53

გაანგარიშების შედეგები გვიჩვენებს, რომ ყველაზე მცირე ვარიაციის კოეფიციენტი აქვს „A“ პროექტს, ხოლო ყველაზე დიდი — „B“ პროექტს. ასე, რომ მართალია მოსალოდნელი შემოსავალი „B“ პროექტის მიხედვით 33%-ით მეტია, ვიდრე „A“ პროექტისათვის $((600-450)/450\times100)$; მას მიხედვით გათვლილი რისკის დონე, გათვლილი ვარიანტის კოეფიციენტის მიხედვით, 61%-ით მაღალია $((0.53-0.33)/0.33\times100)$;

შესაბამისად, ცალკეული საინვესტიციო პროექტების მიხედვით რისკების დონეების შედარებისას უპირატესობა, სხვა თანაბარ პირობებში, უნდა მიენიჭოს იმ პროექტს, რომლის მიხედვითაც ვარიაციის კოეფიციენტის მნიშვნელობა ყველაზე დაბალია (რაც ადასტურებს საუკეთესო ურთიერთდამოკიდებულებას შემოსავლიანობასა და რისკს შორის).

ღ) ბეტა-კოეფიციენტი (ან ბეტა). იგი შესაძლებელს ხდის შეფასდეს ინდივიდუალური ან საპორტფელო სისტემატური საინვესტიციო რისკი მთლიანად საინვესტიციო ბაზრის რისკის დონესთან მიმართებაში. ეს მაჩვენებელი, ჩვეულებრივ, გამოიყენება ცალკეულ ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების რისკების შეფასებისათვის. ამ მაჩვენებლის გაანგარიშება ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$\beta = \frac{K\times\sigma_U}{\sigma_r}, \qquad (38.31)$$

სადაც, β – ბეტა-კოეფიციენტი;

K – კორელაციის ხარისხი ფასიანი ქაღალდების ინდივიდუალური სახეობის (ან მათი პორტფელის) შემოსაელიანობის დონესა და საფონდო ინსტრუმენტების მოცემული χგუფის შემოსაელიანობის საშუალო დონეს შორის მთლიანად ბაზრის მიხედვით;

σ_a – შეშოსაელიანობის საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა ფასიანი ქაღალდების (ან მთლიანად მათი პორტფელის) ინდივიდუალური სახეობების მიხედვით;

σ_p – შემოსაელიანობის საშუალოკვადრატული (სტანდარტული) გადახრა მთლიანად საფონდო ბაზრის მიხედვით.

ცალკეული ფასიანი ქაღალდების მიხედვით ფინანსური რისკის დონე განისაზღვრება ბეტა-კოეფიციენტების შემდეგი მნიშვნელობების მიხედვით:

β =1 – საშუალო დონე;

β >1 – მაღალი დონე;

β <1 – დაბალი დონე;

2. ინვესტიციური რისკის დონის შეფასების საექსპერტო მეთოდები გამოიყენება იმ შემთხვევაში, როცა საწარმოს არ გააჩნია საჭირო ინფორმაციული მონაცემები ეკონომიკურ-სტატისტიკური მეთოდების გათვლების ჩასატარებლად. ეს მეთოდები ემყარება კვალიფიციური სპეციალისტების (სადაზღვეო, საფინანსო, საინვესტიციო მენეჯერები შესაბამისი სპეციალიზირებული ორგანიზაციებიდან) გამოკითხვას, ამ გამოკითხვის შედეგები ექვემდებარება მომდევნო მათემატიკურ დამუშავებას.

რისკის დონის უფრო ფართო მახასიათებლების მიღების მიზნით მოცემული ოპერაციის მიხედვით გამოკითხვა უნდა ორიენტირებული იქნას საინვესტიციო რისკების ცალკეულ სახეობებზე, რომლებიც იდენტიფიცირებულნი იქნებიან მოცემულ (საპროცენტო, სავალუტო) ოპერაციაზე.

საექსპერტო შეფასების პროცესში ყოველ ექსპერტს სთავაზობენ განსაზღვრული ქულების შკალაზე დაყრდნობით შეაფასოს შესაძლო საინვესტიციო რისკის დონე, ასე, მაგალითად:

რისკი არ არსებობს — 0 ქულა;

რისკი უმნიშვნელოა — 10 ქულა;

რისკი საშუალო დონეზე დაბალია — 30 ქულა;

საშუალო დონის რისკი — 50 ქულა;

საშუალო დონეზე მაღალი რისკი — 70 ქულა;

მაღალი რისკი — 90 ქულა;

ძალზე მაღალი რისკი — 100 ქულა.

3. ინვესტიციური რისკის შეფასების ანალოგიის მეთოდები საშუალებას იძლევა შეფასდეს რისკების დონე საწარმოს ცალკეული, შედარებით მასშური საინვესტიციო ოპერაციების მიხედვით. ამასთან შედარებისთვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას ოპერაციების განხორიცელების როგორც საკუთარი, ასევე სხვათა გამოცდილება.

11.საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის აუცილებელი დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით

საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის აუცილებელი დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით შესაძლებელს ხდის მიღწეულ იქნას ამ ორი მაჩვენებლის ზუსტი რაოდნეობრივი პროპორციულობა საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის პროცესში.

1. რისკისათვის პრემიის აუცილებელი დონის განსაზღვრისათვის გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$RP_a = (\bar{R}_a - A_a) \times \beta, \text{ სადაც} \qquad (38.32)$$

RP_a – ცალკეული კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით რისკისათვის პრემიის სიდიდე;

$\bar{R}_n$ — საინვესტიციო ბაზარზე შემოსავალიანობის საშუალო ნორმა;

A_n — საინვესტიციო ბაზარზე შემოსავლიანობის რისკგარეშე (ურისკო) ნორმა;

β — ბეტა-კოეფიციენტი, რომელიც ახასიათებს სისტემური რისკის დონეს კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს პრემიის სიდიდე რისკისთვის სამი სახის აქციების მიხედვით. ამოსავალი მონაცემები და გათვლების შედეგები მოცემულია ცხრილი 38.5-ში.

პრემიის აუცილებელი დონის გაანგარიშება სამი აქციის მიხედვით

ცხრილი 38.5

აქციების ვარიანტები	შემოსავლიანობის საშუალო ნორმა საფონდო ბაზარზე, %	შემოსავლიანობის ურისკო ნორმა საფონდო ბაზარზე, %	ბეტა კოეფიციენტი აქციებზე	რისკზე პრემიის დონე (ფორმულით განსაზღვრული), %
აქცია 1	12,0	5,0	0,8	5,6
აქცია 2	12,0	5,0	1,0	7,0
აქცია 3	12,0	5,0	1,2	8,4

გათვლების შედეგები გვიჩვენებს, რომ პრემიის დონე რისკისათვის იზრდება ბეტა-კოეფიციენტის ანუ სისტემატური რისკის ზრდის პროპორციულად.

2. რისკისათვის პრემიის აუცილებელი თანხის განსაზღვრისათვის გამოყენება შემდეგი ფორმულა:

$$RP_s = SI \times RP_n, \text{ სადაც} \qquad (38.33)$$

RP_s — ცალკეული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით რისკისათვის პრემიის თანხა მიმდინარე ღირებულებით;

SI — კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის ღირებულება (კოტირების ფასი);

RP_n — კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის რისკისათვის პრემიის დონე, გამოსახული ათწილადით.

მაგალითი: საფონდო ბაზარზე სამი სახის აქციების კოტირების ფასებიდან და მათ მიხედვით რისკისათვის პრემიის დონის გათვლების შედეგებიდან გამომდინარე (იხ. წინამდებარე მაგალითი) უნდა განისაზღვროს ამ პრემიის სიდიდე ყოველი სახის აქციის მიხედვით. ამოსავალი მონაცემები და გათვლების შედეგები მოცემულია 38.6. ცხრილში.

3. საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის საერთო (აუცილებელი) დონის განსაზღვრისათვის რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$RD_n = A_n \times RP_n, \qquad (38.34)$$

სადაც, RD_n — კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით შემოსავლიანობის საერთო დონე რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით;

A_n — საინვესტიციო ბაზარზე შემოსავლიანობის რისკგარეშე ნორმა;

RP_n — კონკრეტული საინვესტიციო (საფონდო) ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით რისკისათვის პრემიის დონე.

პრემიების ჯამების აუცილებელი გაანგარიშება სამი აქციის მიხედვით

ცხრილი 38.6

აქციების ვარიანტები	აქციების კოტირებული ფასი საფონდო ბირჟაზე პირ. ფულ. ერთ.	პრემიის დონე რისკზე	პრემიის თანხა რისკზე (ფორმულით განსაზღვრული) პირ.ფულ. ერთ.
აქცია 1	100	0,056	5,7
აქცია 2	70	0,070	4,9
აქცია 3	90	0,084	7,6

ზარალიანი შემოსაელიანობის (პრემია რისკისთვის) დონის განსაზღვრისას მთელი ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემთხვევაში მისი რისკის ერთეულზე გამოიყენება ე.წ. „შარპის კოეფიციენტი", რომელიც განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$S_p = \frac{RD_p - A_n}{\sigma\left(RD_p - A_n\right)}, \qquad (38.35)$$

სადაც, S_p – „შარპის კოეფიციენტი". რომლის მიხედვითაც იზომება ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ზარალიანი შემოსაელიანობა რისკის ერთეულზე და რომელიც ახასიათებს ამ წამგებიანი შემოსაელიანობის საშუალო კვადრატული (სტანდარტულ) გადახრას;

RD_p – პორტფელის შემოსაელიანობის საერთო დონე;

A_n – შემოსაელიანობის დონე ინვესტირების ურისკო საფინანსო ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით;

S – ზარალიანი შემოსაელიანობის საშუალოკვადრატული გადახრა.

მაგალითი: საჭიროა გამოთვალოს შემოსაელიანობის აუცილებელი საერთო დონე აქციების სამი სახის მიხედვით. ამოსაყალი მონაცემები და გათვლების შედეგები მოცემულია 38.7. ცხრილში.

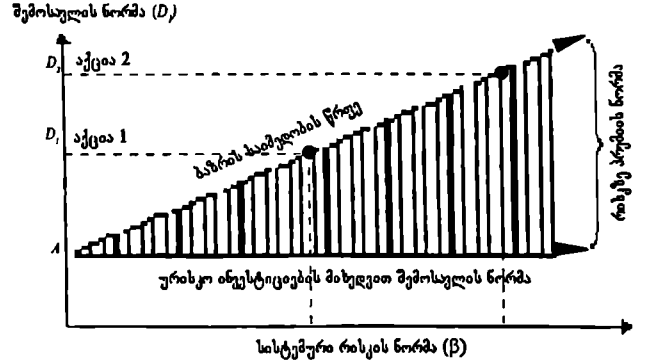
შემოსავლიანობის საერთო დონის განსაზღვრა (გაანგარიშება) სამი აქციის მიხედვით

ცხრილი 38.7

აქციების დასახელება	შემოსავლიანობის ურისკო ნორმა საფონდო ბაზარზე., %	პრემიის დონე რისკზე, %	შემოსავლიანობის აუცილებელი საერთო ნორმა (ფორმულით განსაზღვრული). %
აქცია 1	5,0	5,6	10,6
აქცია 2	5,0	7,0	12,0
აქცია 3	5,0	8,4	13,4

ზემოთ მოყვანილი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსაელიანობის აუცილებელი დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რისკის გათვალისწინებით აგებულია „კაპიტალური აქტივების ფასისმიერი მოდელის" საფუძველზე, რომელიც შეიმუშავეს გ. მარკოვიცმა და უ. შარპიმ, (ამ მოდელის შემუშავებისათვის მათ მიენიჭათ ნობელის პრემია 1990 წელს). ამ მოდელის გრაფიკულ ინტერპრეტაციას წარმოადგენს „ბაზრის საიმედოობის წრფე" (ნახ. 38.12)

ცალკეული წერტილები „ბაზრის საიმედოობის წრფეზე" (გრაფიკზე) გვიჩვენებს ფასიანი ქაღალდების მიხედვით (რისკისათვის პრემიის გათვალისწინებით) აუცილებელი შემოსავლიანობის დონეს ამ გალალების სისტემატური რისკის დონესთან მიმართებაში, რაც იზომება β - კოეფიციენტით.



ნახ. 38.12. „ბაზრის საიმედოობის წრფის" გრაფიკი

111. ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით

ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით საშუალებას იძლევა გაითვალოს ამ სახსრების როგორც მიმდინარე, ასევე მომავალი ღირებულება რისკისათვის პრემიის აუცილებელი დონის უზრუნველყოფის პირობით.

1. ფულადი სახსრების მომავალი ღირებულების შეფასებისას რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$S_R = P \times \left[(1 + A_n) \times (1 + RP_n)\right]^n, \text{ სადაც} \qquad (38.36)$$

S_R – ანაბრის (ფულადი სახსრების) მომავალი ღირებულება რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით;

P – ანაბრის პირველსაწყისი ღირებულება;

A_n – საინვესტიციო ბაზარზე შემოსავლიანობის ურისკო (რისკგარეშე) ნორმა, გამოსახული ათწილადით;

RP_n – ცალკეული საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის (საინვესტიციო ოპერაციის) მიხედვით რისკისათვის პრემიის დონე, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი კონკრეტული გადახდა, დროის საერთო მოცემულ პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ანაბრის მომავალი ღირებულება რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგი პირობით:

ანაბრის პირველსაწყისი ღირებულება შეადგენს 1000 პირობით ფულად ერთეულს.

შემოსავლიანობის რისკგარეშე (ურისკო) ნორმა საინვესტიციო ბაზარზე შეადგენს 5%-ს; რისკისთვის პრემიის დონე განსაზღვრულია 7%-ის ფარგლებში.

ანაბრის ბანკში განთავსების საერთო პერიოდი შეადგენს 3 წელს წელიწადში ერთხელ პროცენტის დარიცხვის პირობით.

ამ მაჩვენებლების ჩასმით ზემოთმოტანილ ფორმულაში მივიღებთ;

ანაბრის მომავალი ღირებულება რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით უდრის

$1000 \times \left[(1 + 0.05) \times (1 + 0.07)\right]^3 = 1418$ პირ. ფულის ერთეულს

2. ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასებისას მიმდინარე პერიოდში რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$P_R = \frac{S_R}{\left[(1 + A_n) \times (1 + RP_n)\right]^n},$$

სადაც, P_R – ანაბრის (ფულადი სახსრების) ღირებულება მიმდინარე პერიოდში, რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით;

S_R – ანაბრის (ფულადი სახსრების) მოსალოდნელი მომავალი ღირებულება;

A_n – საინვესტიციო ბაზარზე შემოსავლიანობის ურისკო (რისკგარეშე) ნორმა, გამოსახული ათწილადით;

RP_n – კონკრეტული საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის (საინვესტიციო ოპერაციის) მიხედვით რისკისათვის პრემიის დონე, გამოსახული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი კონკრეტული გადახდა, დროის საერთო მოცემულ პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ფულადი სახსრების ღირებულება მიმდინარე პერიოდში რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგი პირობებით:

ფულადი სახსრების მოსალოდნელი მომავალი ღირებულება — 1000 პირობითი ფულადი ერთეული; ფინანსურ ბაზარზე შემოსავლიანობის რისკგარეშე (ურისკო) ნორმა შეადგენს 5%-ს.

რისკისთვის პრემიის სიდიდე განსაზღვრულია 7%-ის ოდენობით.

დისკონტირების პერიოდი შეადგენს 3 წელს ინტერვალით — 1 წელი.
ამ მონაცემების ჩასმით ზემოთმოტანილ ფორმულაში მივიღებთ:
ფულადი სახსრების ღირებულება მიმდინარე პერიოდში რისკის ფაქტორის გათვალისწინებით იქნება:

$$\frac{1000}{\left[(1+0.05)\times(1+0.07)\right]^3} = 705 \quad \text{პირობით ფულადი ერთეული}$$

მოტანილი მიმოხილვა გვიჩვენებს, რომ რისკის ფაქტორის გათვალისწინების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვაში საკმაოდ ფართოა და შესაძლებელს ხდის რიგი ამოცანების გადაწყვეტას ინვესტიციური მენეჯმენტის ამ სფეროში.

38.4. ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია და მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი

ლიკვიდობის კატეგორიის ადგილი საინვესტიციო მენეჯმენტში

საინვესტიციო მენეჯმენტი მჭიდროდაა დაკავშირებული ლიკვიდობის კატეგორიასთან, რომელსაც საინფორმაციო საქმიანობის მართვის თეორიასთან მიმართებაში აქვს რიგი ასპექტები. ეკონომიკურ ლიტერატურაში ჩვეულებრივ გამოყოფენ საწარმოს ლიკვიდობის (მისი სწრაფი რეალიზაციის შესაძლებლობას გაკოტრების ან თვითლიკვიდაციის შემთხვევაში), აქტივების ლიკვიდობის (საწარმოს მიმდინარე გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფა) და ინვესტირების განსაზღვრული ობიექტების (რომელიც უზრუნველყოფს კაპიტალის სწრაფი რეინვესტირების შესაძლებლობას საინვესტიციო ბაზრის ცვალებადი კონიუნქტურის პირობებში) ლიკვიდობის ცნებას.

ლიკვიდობის პირველ ორ სახეობას საქმე აქვს ამ ლიკვიდობის ობიექტების უალტერნატივო ვარიანტებთან. (რომლებიც უკვე ფორმირებულია მთლიანი ქონებრივი კომპლექსებით ან აქტივების ცალკეული სახეებით), მაშინ, როცა ლიკვიდობის მესამე სახეობა დაკავშირებულია ალტერნატიული ობიექტების არჩევანთან, რომლებიც უზრუნველყოფენ აღნიშნული საინვესტიციო ოპერაციების ეფექტიანობის სხვადასხვა დონეს. მმართველობითი გადაწყვეტილებების ეს ალტერნატიულობა განსაზღვრავს ლიკვიდობის ფაქტორის მუდმივი გათვალისწინების აუცილებლობას საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების დროს.

ინვესტირების ობიექტის ლიკვიდობა არსებით გავლენას ახდენს შესაბამის საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის დონეზე. რაც უფრო დაბალია ინვესტირების ცალკეული ობიექტების (ინსტრუმენტების) ლიკვიდობის დონე, შესაბამისად, მით უფრო მაღალი უნდა იყოს მათი აუცილებელი შემოსავლიანობის დონე, რომელიც უზრუნველყოფს ფინანსური დანაკარგების დაფარვას, რაც დაკავშირებულია კაპიტალის რეინვესტირებისას მათი რეალიზაციის მაღალ ხანგრძლივობასთან. ამ ორი მაჩვენებლის ურთიერთკავშირი შებრუნებული ხასიათის მატარებელია და აყალიბებს „შკალას“ — „შემოსავლიანობა — ლიკვიდობა“. რომელიც განსაზღვრავს მათი დონეების რაოდენობრივ პროპორციას კაპიტალის ინვესტირებასთან დაკავშირებული ოპერაციების განხორციელების პროცესში.

ასე, რომ ლიკვიდობის ფაქტორი წარმოადგენს ობიექტურ ფაქტორს. რომელიც განაპირობებს მმართველობითი გადაწყვეტილებების შერჩევას შესაბამისი საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის დონის ფორმირებისას.

ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია გულისხმობს მისი დონის ობიექტურ შეფასებას ინვესტირების აღნიშნული ობიექტების მიხედვით მათზე შემოსავლიანობის აუცილებელი დონის უზრუნველყოფის მიზნით, რომელიც ანაზღაურებს ფულადი ბრუნვის შესაძლო შენელებას კაპიტალის რეინვესტირებისას.

ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების მეთოდური ინსტრუმენტის ფორმირება საინვესტიციო მენეჯმენტის პროცესში მოითხოვს რიგი საბაზო ცნების წინასწარ განხილვას, რომელთაგან ძირითადია შემდეგი:

ლიკვიდობა: ქონებრივი ფასეულობის ცალკეულ სახეობათა თვისება: იყვნენ სწრაფად კონვერტირებადი ფულად ფორმაში მისი მიმდინარე ღირებულების დანაკარგების გარეშე ბაზრის ჩამოყალიბებული კონიუნქტურის პირობებში. ლიკვიდობის ასეთი ცნება ახასიათებს მას, როგორც დროის (შესაძლო გაყიდვის პერიოდს) და რისკის (ქონების ღირებულებას შესაძლო დანაკარგი მისი სწრაფი გაყიდვის დროს) ფუნქციას.

ინვესტიციების ლიკვიდობა — ინვესტირების ობიექტების (როგორც რეალური, ასევე ფინანსური) დახასიათება მათი თვისების მიხედვით: იყვნენ სწრაფად რეალიზებადი დროის მოკლე პერიოდში, მისი რეალური საბაზრო ღირებულების დანაკარგის გარეშე, ადრე მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ცვლილებების შემთხვევაში, კაპიტალის რეინვესტირების აუცილებლობიდან გამომდინარე.

ინვესტორების ინდივიდუალური ობიექტების ლიკვიდობა — ინვესტირების ცალკეული კონკრეტული ობიექტების (ინსტრუმენტარიუმის) ლიკვიდობის დახასიათება;

საინვესტიციო პორტფელის ლიკვიდობა — საინვესტიციო ობიექტების (ინვესტირების ინსტრუმენტების) ჩამოყალიბებული ერთიანობის ლიკვიდობის საერთო დახასიათება;

ინვესტიციების ლიკვიდობის დონე — მაჩვენებელი, რომელიც ახასიათებს ინვესტირების ობიექტების (ინ-სტრუმენტების) რეალიზაციის შესაძლო სისწრაფეს მათი რეალური საბაზრო ღირებულების მიხედვით.

ინვესტიციების აბსოლუტური ლიკვიდობა – სწრაფად ლიკვიდური ინვესტირების დახასიათება, რომლებიც შეიძლება კონვერსირებულნი იქნან ფულად ფორმაში მათი რეალიზაციის ტექნიკურად დასაბუთებულ ვადაში (ჩვეულებრივ 7 დღემდე). აბსოლუტური ლიკვიდური ინვესტიციების მაგალითია დეპოზიტური ანაბრები მოთხოვნამდე, რომლებიც განთავსებულია შედარებით უფრო საიმედო კომერციულ ბანკებში; საფონდო ბაზარზე სწრაფად კოტირების სახელმწიფო მოკლევადიანი ობლიგაციები შემოსავლიანობის მაღალი განაკვეთით და ა.შ.

ინვესტიციების შემოსავლიანობისა და ლიკვიდობის დონეთა თანაფარდობა — საინვესტიციო მენეჯმენტის ერთ-ერთი ძირითადი საბაზისო კონცეფცია, რომელიც განსაზღვრავს ამ ორი მაჩვენებლის შებრუნებით ურთიერთკავშირს. ამ კონცეფციის თანახმად, ინვესტიციების ლიკვიდობის დონის შემცირება უნდა განაპირობებდეს სხვა თანაბარ პირობებში, მათი აუცილებელი შემოსავლების დონის ამაღლებას.

პრემია ლიკვიდურობისათვის — დამატებითი შემოსავალი, რომელსაც უხდიან ინვესტორს შესაძლო ფინანსური დანაკარგების დაფარვის მიზნით, რაც დაკავშირებულია ინვესტირების ობიექტების (ინსტრუმენტების) დაბალ ლიკვიდობასთან.

ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი, რომელიც ყალიბდება ამ კატეგორიის ზემოთ განხილული საბაზო ცნებების საფუძველზე, საშუალებას იძლევა გადაიჭრას რიგი ამოცანებისა, რომელთაც ადგილი აქვთ შესაბამისი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მომზადებისას ინვესტიციური მენეჯმენტის პროცესში.

ამ მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის დიფერენციაცია ასახავს ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების ამოცანას საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში: (ნახ.38.13.):

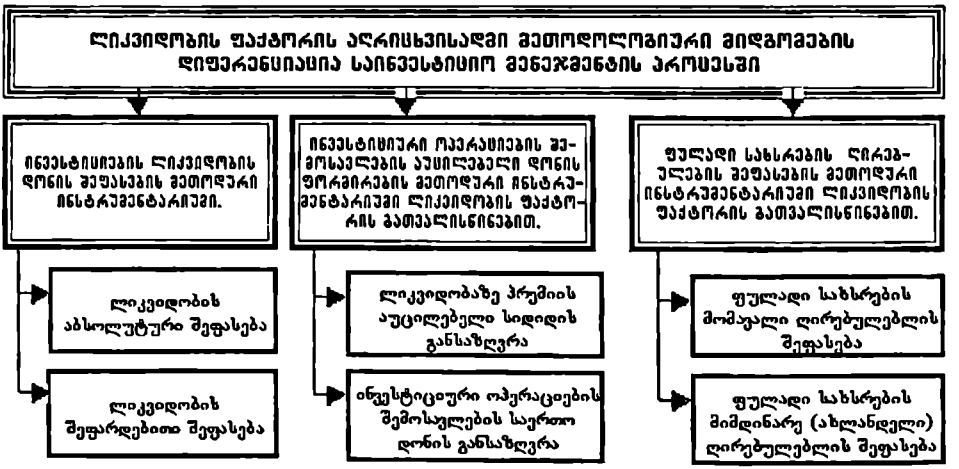
I. ინვესტიციების ლიკვიდობის დონის შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი უზრუნველყოფს ასეთი შეფასების განხორციელებას აბსოლუტურ და შეფარდებით მაჩვენებლებში.

1. ლიკვიდობის შეფასების ძირითადი აბსოლუტური მაჩვენებელი, ინვესტირების შესაბამისი ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) შესაძლო რეალიზაციის საერთო პერიოდი, იგი გამოითვლება ფორმულით:

$$POI = PCcf - PCal, \text{ სადაც} \qquad (38.37)$$

POI არის ინვესტირების კონკრეტული ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) ლიკვიდობის საერთო პერიოდი, დღეებში;

PCCF – ინვესტირების კონკრეტული ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) ფულად ფორმაში კონვერსიის შესაძლო პერიოდი, რომელიც ჩვეულებრივ მიღებულია 7 დღედ.



ნახ. 38.13. სწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში ლიკვიდობის ფაქტორისადმი ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია

2. ინვესტიციების ლიკვიდობის დონის შეფასების ძირითადი შეფარდებითი მაჩვენებლია მათი ლიკვიდობის კოეფიციენტი, რომელიც განისაზღვრება ფორმულით:

$$CIL = \frac{PCal}{PCcf}, \qquad (38.38)$$

სადაც, CIL არის ინვესტიციების ლიკვიდობის კოეფიციენტი;

PCal – აბსოლუტური ლიკვიდობის მქონე ინვესტიციების ფულად ფორმაში კონკურსის ტექნიკურ პერიოდად ჩვეულებრივ მიღებულია 7 დღე;

PCcf – ინვესტიციის კონკრეტული ობიექტების (ინსტრუმენტარიუმის) ფულად სახსრებად კონვერსიის შესაძლო პერიოდი, დღეებში.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს ინვესტიციების ლიკვიდობის აბსოლუტური და შეფარდებითი მაჩვენებლები მოცემული საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის 35 დღეში რეალიზაციის პირობით.

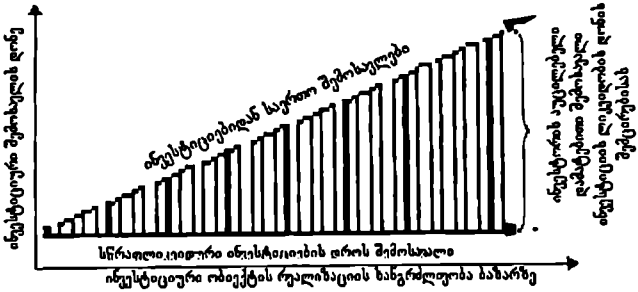
ა) ლიკვიდობის საერთო პერიოდი = 35 – 7 = 28 (დღე);

ბ) ლიდვიდობის კოეფიციენტი $= \frac{7}{35} = 0.2$;

II. საინვესტიციო ოპერაციების აუცილებელი შემოსავლიანობის დონის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით ემყარება ამ მაჩვენებლების ურთიერთდამოკიდებულებას, რომელიც განისაზღვრება „შკალით“ „შემოსავლიანობა — ლიკვიდობა“.

ინვესტიციის ეკონომიკური ქცევა მიმართულია ინვესტირების მაღალლიკვიდური ობიექტების შერჩევაზე სხვა თანაბარ პირობებში, რამდენადაც ეს უზრუნველყოფს მის დიდ შესაძლებლობებს

ფინანსურირესურსებისმანევრირებისათვისინვესტიციურიპორტფელისმართვისპროცესში.იმისათვის, რომ ინვესტორი დაინტერესებული იყოს აირჩიოს საშუალო და დაბალლიკვიდური ინვესტირებას ობიექტები, მას სჭირდება სტიმულები განსაზღვრული დამატებითი ინვესტიციური შემოსავლების სახით. რაც უფრო დაბალია საინვესტიციო ობიექტის ლიკვიდობის დონე, (კოეფიციენტი), მით უფრო მაღალი უნდა იყოს საინვესტიციო მოგების, ანუ ლიკვიდობის პრემიის სიდიდე. გრაფიკულად ეს დამოკიდებულება წარმოდგენილია 38.14 ნახაზზე.



ნახ. 38.14. ობიექტების მიხედვით დამატებითი და საერთო შემოსავლების დამოკიდებულება მათი ლიკვიდობის დონეზე.

1 ლიკვიდობისათვის აუცილებელი პრემიის დონე განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$PLI = \frac{TPI \times NPal}{360}, \qquad (38.39)$$

სადაც, PLI არის ლიკვიდობისათვის პრემიის აუცილებელი დონე პროცენტებში;

TPI – ინვესტირების კონკრეტული ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) ლიკვიდობის საერთო პერიოდი, დღეებში;

NPal – საინვესტიციო ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) მიხედვით შემოსავლიანობის საშუალო წლიური ნორმა აბსოლუტური ლიკვიდობით %-ში ;

2. ინვესტიციების შემოსავლიანობის აუცილებელი საერთო დონის განსაზღვრა ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით ხორციელდება შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$PLi = Pi - PLI, \qquad (38.40)$$

სადაც, PLi – ინვესტიციების შემოსავლიანობის საჭირო აუცილებელი დონე პროცენტებში;

Pi – საინვესტიციო ობიექტის (ინსტრუმენტარიუმის) მიხედვით შემოსავლიანობის საშუალო წლიური ნორმა აბსოლუტური ლიკვიდობის გათვალისწინებით, %-ში;

PLI – ლიკვიდობისათვის პრემიის აუცილებელი დონე პროცენტებში;

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ინვესტიციების ლიკვიდობისათვის პრემიის აუცილებელი დონე და შემოსავლიანობის საერთო აუცილებელი დონე ლიკვიდურობის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგი პირობებით:

ინვესტირების კონკრეტული ინსტრუმენტარიუმის ლიკვიდობის საერთო პერიოდი შეადგენს 30 დღეს;

შემოსავლიანობის საშუალოწლიური ნორმა საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით აბსოლუტური ლიკვიდობის გათვალისწინებით შეადგენს 20%-ს. ლიკვიდურობის პრემიის აუცილებელი დონე

$$= \frac{30 \times 20}{360} = 1,7\% \cdot$$

შემოსავლიანობის აუცილებელი საერთო დონე ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით შეადგენს 20 + 1.7 = 21.7 %.

ფულადი სახსრების შეფასების ინსტრუმენტები

III. ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით შესაძლებელს ხდის ჩამოყალიბდეს შედარებითი ინვესტიციური ნაკადები, რომლებიც უზრუნველყოფენ ლიკვიდობისათვის პრემიის აუცილებელ დონეს.

1. ფულადი სახსრების მომავალი ღირებულების შეფასებისას ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$FPl = P \times \left[(1 + Pnl) \times (1 + PLl)\right]^n, \qquad (38.41)$$

სადაც, FPl არის ანაბრის (ფულადი სახსრების) მომავალი ღირებულება ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით;

Pnl – საინვესტიციო პროექტების (ინსტრუმენტარიუმის) შემოსავლიანობის საშუალო წლიური ნორმა აბსოლუტური ლიკვიდობით, გამოხატული ათწილადით;

PLl – პრემიის აუცილებელი დონე ლიკვიდობისათვის, გამოხატული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი კონკრეტული გადახდა საერთო განსაზღვრული დროის პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა გაითვალოს ინვესტირების ინსტრუმენტარიუმის მომავალი ღირებულება ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგი პირობით: ინვესტირების ინსტრუმენტარიუმის შეძენის ღირებულებამ შეადგინა 1000 პირობითი ფულადი ერთეული. შემოსავლიანობის საშუალო წლიური ნორმა ინვესტიციური ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით აბსოლუტური ლიკვიდობით შეადგინა 20%;

აუცილებელი პრემიის დონე ლიკვიდობისათვის ინვესტირების განხილული ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით განსაზღვრულია 2%-ის ფარგლებში.

ინვესტირების მოცემული ინსტრუმენტარიუმის განხორციელების საერთო პერიოდის შეადგენს 2 წელს მათზე გათვალისწინებული მიმდინარე შემოსავლის გადახდით წელიწადში ერთხელ.

ამ მაჩვენებლების ჩასმით მოცემულ ფორმულაში, მივიღებთ:

ინვესტირების ინსტრუმენტარიუმის მომავალი ღირებულება ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით იქნება:

$$1000 \times \left[(1 + 0.20) \times (1 + 0.20)\right]^2 = 1498 \text{ პირობითი ფულადი ერთეული}$$

2. ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასებისას მიმდინარე პერიოდში ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$P_i = \frac{S_i}{\left[(1 + Pnl) \times (1 + PLl)\right]^n}, \qquad (38.42)$$

სადაც, P_i – ანაბრის (ფულადი სახსრების) ღირებულება მიმდინარე პერიოდში ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით;

S_i – ანაბრის (ფულადი სახსრების) მოსალოდნელი ღირებულება მომავალ პერიოდში;

Pnl – საინვესტიციო პროექტების (ინსტრუმენტარიუმის) შემოსავლიანობის საშუალო წლიური ნორმა აბსოლუტური ლიკვიდობით, გამოხატული ათწილადით;

PLl – პრემიის აუცილებელი დონე ლიკვიდობისათვის, გამოხატული ათწილადით;

n – ინტერვალების რიცხვი, რომელთა მიხედვით ხორციელდება ყოველი კონკრეტული გადახდა საერთო განსაზღვრული დროის პერიოდში.

მაგალითი: საჭიროა განისაზღვროს ფულადი სახსრების ღირებულება მიმდინარე პერიოდში ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინებით შემდეგი პირობების მხედველობაში მიღებით:

მოცემული ინვესტირების ინსტრუმენტარიუმის მოსალოდნელი ღირებულება მომავალში — 1000 პირობითი ფულადი ერთეული.

საინვესტიციო ინსტრუმენტარიუმის შემოსავლიანობის საშუალოწლიური ნორმა აბსოლუტური ლიკვიდობის გათვალისწინებით შეადგენს 20%-ს.

ლიკვიდურობისათვის პრემიის აუცილებელი დონე ინვესტირების მოცემული ინსტრუმენტარიუმის მიხედვით განსაზღვრულია 2%-ის ოდენობით.

ინვესტირების მოცემული ინსტრუმენტარიუმის გამოყენების განსაზღვრული პერიოდი შეადგენს 3 წელს მიმდინარე შემოსავლის წელიწადში ერთხელ გადახდის გათვალისწინებით;

მოცემული მაჩვენებლების ჩასმით ზემოთმოტანილ ფორმულაში მივიღებთ:

$$\frac{1000}{\left[(1+0.20)\times(1+0.20)\right]^{n}} = 546 \text{ პირობით ფულადი ერთეული.}$$

ზემოთ განხილული იყო გამოთვლების მეთოდოლოგიური ინსტრუმენტარიუმი, რომელიც ფართოდ გამოიყენება საინვესტიციო მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკაში. ცალკეული სპეციალური მაჩვენებლების მეთოდოლოგიური ინსტრუმენტარიუმი განხილულია მომდევნო განყოფილებებში.

მოკლე დასკვნები

✓ საინვესტიციო მენეჯმენტი იმ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავებისა და რეალიზაციის პრინციპებისა და მეთოდების სისტემაა, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტის განხორციელებას უკავშირდება.

საინვესტიციო მენეჯმენტი ორგანულად შედის საწარმოს მართვის საერთო სისტემაში და მისი ერთ-ერთი ძირითადი ფუნქციური ნაწილია. იგი უპირატესად სტრატეგიული გადაწყვეტილებების განხორციელებას უზრუნველყოფს.

საინვესტიციო მენეჯმენტი მჭიდრო კავშირშია საწარმოს მართვის ისეთ ძირითად ფუნქციურ სისტემებთან, როგორიცაა ოპერაციული მენეჯმენტი, საფინანსო მენეჯმენტი, საინოვაციო მენეჯმენტი და სხვა.

✓ თავისი მთავარი ამოცანის რეალიზაციის პროცესში საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვა შემდეგი შვიდი მთავარი ამოცანის გადაჭრას ემსახურება: 1) საწარმოს ოპერაციული საქმიანობის განვითარების მაღალი ტემპების საკმარისი საინვესტიციო მხარდაჭერის უზრუნველყოფა. 2) საწარმოს ცალკეული, რეალური და ფინანსური ინვესტიციებით და მთლიანად მისი საინვესტიციო საქმიანობის მაქსიმალური შემოსავლიანობის (მომგებიანობის) უზრუნველყოფა საინვესტიციო რისკის გათვალისწინებული დონის დროს. 3) საწარმოს რეალური და ფინანსური ინვესტიციების და მთლიანად საინვესტიციო საქმიანობის საინვესტიციო რისკის მინიმიზაციის უზრუნველყოფა მათი შემოსავლიანობის (მომგებიანობის) გათვალისწინებული დონის დროს. 4) კაპიტალის სწრაფად რეინვესტირების შესაძლებლობებისა და ინვესტიციების ოპტიმალური ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შიდა და გარე პირობების ცვლილების დროს. 5) საინვესტიციო რესურსების საკმარისი მოცულობის ფორმირებისა და მათი ოპტიმალური სტრუქტურის უზრუნველყოფა საინვესტიციო საქმიანობის საპროგნოზო მოცულობების შესაბამისად. 6) საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში საწარმოს ფინანსური წონასწორობის უზრუნველყოფა. 7) საწარმოს მოქმედი საინვესტიციო პროგრამის განხორციელების დაჩქარების გზების ძიება.

✓ საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემა თავისი მიზნისა და ძირითადი ამოცანების რეალიზებას გარკვეული ფუნქციების შესრულებით ახდენს. ეს ფუნქციები ორ მთავარ ჯგუფადაა დაყოფილი, რომლებსაც განსაზღვრავს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სისტემის კომპლექსური შინაარსი.

1. საინვესტიციო მენეჯმენტის როგორც მმართველი სისტემის ფუნქციები. ეს ფუნქციები მართვის ნებისმიერი პროცესის (ნებისმიერი მმართველური სისტემის) შემადგენელი ნაწილია საწარმოს საქმიანობის სახის, სიდიდის, საკუთრების ფორმის და ა.შ. მიუხედავად. მართვის თეორიაში ამ ფუნქციებს საერთო (ზოგად) ფუნქციებს უწოდებენ.

2. საინვესტიციო მენეჯმენტის, როგორც საწარმოს მართვის სპეციალური სფეროს ფუნქციები. ამ ფუნქციების შემადგენლობას განსაზღვრავს მოცემული მმართველური სისტემის კონკრეტული ობიექტი. მართვის თეორია მათ სპეციფიკურ ფუნქციებად განიხილავს.

✓ საინვესტიციო მენეჯმენტის წარმატებით ფუნქციონირებას დიდად განსაზღვრავს მისი ორგანიზაციული უზრუნველყოფის ეფექტიანობა. საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემა საწარმოს იმ შიდა სტრუქტურული სამსახურებისა და ქვედანაყოფების ურთიერთდაკავშირებული ერთობლიობაა, რომლებიც უზრუნველყოფენ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავებასა და მიღებას მისი საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების მიხედვით და პასუხს აგებენ ამ გადაწყვეტილებათა შედეგებზე.

საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის საფუძველია საწარმოში ჩამოყალიბებული მისი საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურა, რომლის ელემენტებადაც გვევლინებიან ცალკეული მენეჯერები, სამსახურები და მართვის აპარატის სხვა ორგანიზაციული ქვედანაყოფები. რადგან საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემა საწარმოს მართვის საერთო სისტემის

შემადგენელი ნაწილია, ამიტომ მისი საინვესტიციო საქმიანობის მართვის სტრუქტურა ინტეგრირებული უნდა იყოს მართვის საერთო ორგანიზაციულ სტრუქტურასთან. ამგვარი ინტეგრირება საშუალებას იძლევა შემცირდეს მართვის ხარჯების საერთო დონე, უზრუნველყოფილ იქნას საინვესტიციო მენეჯმენტის სისტემის მოქმედებათა კოორდინირება საწარმოს მართვის სხვა სისტემებთან, ამაღლდეს მიღებულ გადაწყვეტილებათა რეალიზაციის კონტროლის კომპლექსურობა და ეფექტიანობა.

✓ ყოველი მმართველი სისტემის ეფექტიანობა დიდადაა დამოკიდებული მის საინფორმაციო უზრუნველყოფაზე. საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პირობებში ცნობილ ფორმულას „დრო ფულია“ ემატება მისი ანალოგიური ფორმულა — „ინფორმაცია ფულია“. საინვესტიციო მენეჯმენტში ეს ფორმულა პირდაპირ მნიშვნელობას იძენს, რადგან მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღებისას გამოყენებული ინფორმაციის ხარისხზე მნიშვნელოვანწილადაა დამოკიდებული საინვესტიციო რესურსების ხარჯვის მოცულობა, საინვესტიციო მოგების დონე, საწარმოს საბაზრო ღირებულება, საინვესტიციოპროექტებისადაინვესტირებისფინანსურიინსტრუმენტებისშერჩევისალტერნატიულობა, საწარმოს მფლობელთა კეთილდღეობის დონე და ამ საწარმოს ეკონომიკური განვითარების ტემპები. რაც უფრო მეტ კაპიტალს აბანდებს საწარმო და უფრო დივერსიფიცირებულია მისი საინვესტიციო საქმიანობა, მით უფრო ფართოვდება იმ ხარისხიანი ინფორმაციის როლი, რომელიც ამ საქმიანობის ეფექტიანობის ასამაღლებელი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისთვისაა საჭირო.

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემა (ან ინფორმაციული უზრუნველყოფის სისტემა)- ამ შესაბამისი საინფორმაციო მაჩვენებლების უწყვეტად და მიზნამიმართულად შერჩევის პროცესია, რომლებიც საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ყველა ასპექტზე ეფექტიანი ოპერატიული გადაწყვეტილებების ანალიზის, დაგეგმვისა და მომზადებისთვისაა საჭირო.

საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემამ საჭირო ინფორმაციით უნდა უზრუნველყოს არამარტო მმართველი პერსონალი და თვით საწარმოს მფლობელები, არამედ მის გარეშე მოსარგებლეთა ფართო წრის ინტერესებიც უნდა დააკმაყოფილოს.

✓ ეფექტიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მომზადებასა და მიღებაში საინვესტიციო ინფორმაციის დიდი მნიშვნელობა შესაბამისად დიდ მოთხოვნებს უყენებს მის ხარისხს საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემის ფორმირების დროს. მაგალითად, ამ სისტემაში შემავალ ინფორმაციას შემდეგ ძირითად მოთხოვნებს უყენებენ: 1) დანიშნულება; 2) სისრულე; 3) სარწმუნოება; 4) თავისდროულობა; 5) გასაგებობა; 6) რელევანტობა; 7) შესადარისობა; 8) ეფექტიანობა.

✓ საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მართვის ძირითადი მექნიზმია საინვესტიციო დაგეგმვა. საინვესტიციო დაგეგმვა არის შესაბამისი საინვესტიციო რესურსების საწარმოს განვითარების უზრუნველყოფისა და მომავალ პერიოდში მისი საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის ამაღლების გეგმებისა და საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლების სისტემის შემუშავების პროცესი.

საწარმოში არსებული საინვესტიციო დაგეგმვა (ანუ შიდასაფირმო საინვესტიციო დაგეგმვა) მისი სამი სისტემის გამოყენებას ეყრდნობა: 1. საინვესტიციო საქმიანობის პროგნოზირება; 2. საინვესტიციო საქმიანობის დაგეგმვა; 3. საინვესტიციო საქმიანობის ოპერატიული დაგეგმვა.

✓ განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ამ ბოლო წლებში ფართოდ დაიწყო გავრცელება შიდა კონტროლის ისეთმა სისტემამ, რომელსაც „კონტროლინგს“ უწოდებენ. კონტროლინგის კონცეფცია 1980-იან წლებში შეიმუშავეს, როგორც საწარმოების საქმიანობაში გაჩენილი კრიზისული სიტუაციების დაძლევის საშუალება.

საწარმოში ორგანიზებული კონტროლინგის საერთო სისტემაში გამოყოფენ მის ერთ-ერთ ძირითად ბლოკს — საინვესტიციო კონტროლინგს.

საინვესტიციო კონტროლინგი ისეთი მაკონტროლებელი სისტემაა, რომელიც უზრუნველყოფს მაკონტროლებელ მოქმედებათა კონცენტრაციას საწარმო-საინვესტიციო საქმიანობის ყველაზე უფრო პრიორიტეტულ მიმართულებებზე, გათვალისწინებული შედეგებიდან ფაქტობრივად მიღებული

შედეგების გადახრის თავისდროულად გამოვლენისა და მისი ნორმალიზების ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა მიღების მიზნით.

საინვესტიციო კონტროლინგის ძირითადი ფუნქციებია: 1) საგეგმო მაჩვენებლებისა და ნორმატივების სისტემის მიერ დადგენილი საინვესტიციო დაჯალებების რეალიზაციის მსვლელობაზე დაკვირვება; 2) საინვესტიციო საქმიანობით გათვალისწინებული შედეგებიდან ფაქტიური შედეგების გადახრის ხარისხის გაზომვა; 3) საწარმოს საინვესტიციო პოზიციაში სერიოზულ გაუარესებათა და მისი განვითარების ტემპების არსებითად დაქვეითების დიაგნოსტირება გადახრათა სიდიდის მიხედვით; 4) საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის ნორმალიზების ოპერატიულ მმართველურ გადაწყვეტილებათა შემუშავება გათვალისწინებული მიზნებისა და მაჩვენებლების შესაბამისად; 5) საჭიროების შემთხვევაში საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული მიზნებისა და მაჩვენებლების კორექტირება გარე საინვესტიციო სფეროს, ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურისა და შიდა პირობების შეცვლასთან დაკავშირებით.

✓ საინვესტიციო მენეჯმენტში საჭიროა ყოველთვის გათვალისწინებულ იქნას ინფლაციის ფაქტორი, რომელიც დროის ცვლილებასთან ერთად აუფასურებს მიმოქცევაში არსებულ ფულად სახსრებს (კაპიტალს ფულადი ფორმით).

ინფლაციის გავლენა მრავალმხრივი ასპექტით აისახება საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობაზე: ინფლაციის პროცესში ადგილი აქვს საწარმოს მიერ გამოყენებული ცალკეული მატერიალური აქტივების (ძირითადი საშუალებები, სასაქონლო- მატერიალურ ღირებულებათა მარაგების და ა.შ.) ღირებულების შეფარდებით შემცირებას;

საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის სხვადასხვა ასპექტების მართვაში ინფლაციის ფაქტორის გავლენის გათვლის კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ აუცილებელია მისი საწარმოს ინვესტიციური აქტივობისა და ფულადი ნაკადების ღირებულების რეალურად გათვლა და გათვალისწინება, სხვადასხვა ინვესტიციური ოპერაციების განხორციელების დროს ინფლაციური პროცესებით განპირობებული ინვესტიციური შემოსავლების დანაკარგების ანაზღაურების უზრუნველყოფას.

✓ საინვესტიციო საქმიანობის თანმდევი რისკები, აყალიბებს საწარმოს რისკების საერთო პორტფელს, რომელიც განისაზღვრება ზოგადი ცნებით — ინვესტიციური რისკი. იგი შეადგენს საწარმოს მთლიანი სამეურნეო რისკების მნიშვნელოვან ნაწილს. მისი სიდიდე იზრდება საინვესტიციო საქმიანობის მოცულობისა და დივერსიფიკაციის გაფართოებასთან ერთად; მენეჯერთა ამოცანაა გაადიდონ საინვესტიციო საქმიანობის, საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის დონე, აითვისონ ახალი საინვესტიციო ტექნოლოგიები და ინსტრუმენტები.

საინვესტიციო რისკი სერიოზულ ზეგავლენას ახდენს საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობის მრავალ ასპექტზე. თუმცა მისი გავლენა განსაკუთრებით მნიშვნელოვნად ვლინდება ორი მიმართულებით:

1. რისკის დონე განმსაზღვრელ ზეგავლენას ახდენს საწარმოს საინვესტიციო ოპერაციების შემოსავლიანობის დონეზე — ეს ორი მაჩვენებელი (რისკი და ინვესტიციების შემოსავლიანობის დონე) წარმოადგენს ერთიან სისტემას: „შემოსავლიანობა — რისკი“.

2. საინვესტიციო რისკი არის საწარმოს გაკოტრების პირდაპირი საფრთხის გენერირების ძირითადი ფორმა. ვინაიდან ფინანსური დანაკარგები, რაც ამ რისკთანაა დაკავშირებული, ყველაზე მნიშვნელოვანია.

✓ საინვესტიციო მენეჯმენტი მჭიდროდაა დაკავშირებული ლიკვიდობის კატეგორიასთან, რომელსაც საინფორმაციო საქმიანობის მართვის თეორიასთან მიმართებაში აქვს რიგი ასპექტები. ეკონომიკურ ლიტერატურაში ჩვეულებრივ გამოყოფენ საწარმოს ლიკვიდობის (მისი სწრაფი რეალიზაციის შესაძლებლობას გაკოტრების ან თვითლიკვიდაციის შემთხვევაში), აქტივების ლიკვიდობის (საწარმოს მიმდინარე განხდისუნარიანობის უზრუნველყოფის) და ინვეტირების განსაზღვრული ობიექტების (რომელიც უზრუნველყოფს კაპიტალის სწრაფი რეინვესტირების შესაძლებლობას საინვესტიციო ბაზრის ცვალებადი კონიუნქტურის პირობებში) ლიკვიდობის ცნებას.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

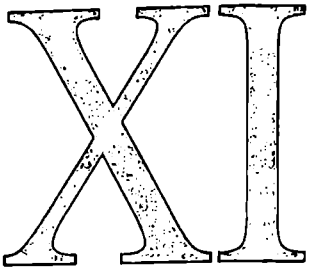
- რაში მდგომარეობს ფულის ღირებულების კონცეფციის არსი დროის ფაქტორის გათვალისწინებით?
- რა ნიშნების მიხედვით კლასიფიცირდება ფულადი სახსრების ღირებულების ზრდის ან დისკონტირების პროცესში გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთი?
- როგორ ხდება ფულის დროში შეფასებისადმი ძირითადი მეთოდური მიდგომების სისტემატიზაცია?
- რას ემყარება ინფლაციის წლიური ტემპისა და ინდექსის პროგნოზირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი?
- როგორ ხდება ინვესტიციური მენეჯმენტის პროცესში ინფლაციის ფაქტორის ალრიცხვისადმი მეთოდური მიდგომების დიფერენციაცია?
- რას ემყარება რეალური საპროცენტო განაკვეთის ფორმირების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით.
- რისი საფუძველია ფულადი სახსრების ღირებულების შეფასების მეთოდური ინსტრუმენტარიუმი ინფლაციის ფაქტორის გათვალისწინებით?
- რა ფორმულა გამოიყენება „ინფლაციური პრემიის“ აუცილებელი სიდიდის განსაზღვრისათვის?
- მოკლედ დაახასიათეთ რა არის საინვესტიციო რისკები.
- როგორ გესმით რისკის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია.
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო რისკების სახეები
- რა არის შემოსავლიანობის ურისკო ნორმა?
- რა არის საინვესტიციო რისკის დონე?
- რა არის საინვესტიციო რისკის ალბათობა?
- რა არისბეტა-კოეფიციენტი?
- რა არის კაპიტალური აქტივების ფასისმიერი მოდელი?
- რა არის პრემია რისკისათვის?
- რა არის რისკის საიმედოობის წრფე?
- რაში მდგომარეობს რისკის ფაქტორის გათვალისწინების ამოცანები?
- რა კავშირი აქვს საინვესტიციო მენეჯმენტს ლიკვიდობის ფაქტორთან?
- რაში მდგომარეობს ლიკვიდობის ფაქტორის გათვალისწინების კონცეფცია?
- რა არის ლიკვიდობა?
- რა არის ინვესტიციების ლიკვიდობა?
- რა არის ინვესტორების ინდივიდუალური ობიექტების ლიკვიდობა?
- რა არის საინვესტიციო პორტფელის ლიკვიდობა?
- რა არის ინვეტიციების ლიკვიდობის დონე?
- რა არის ინვესტიციების აბსოლუტური ლიკვიდობა?
- რა არის ინვესტიციების შემოსავლიანობისა და ლიკვიდობის დონეთა თანაფარდობა?
- რა არის პრემია ლიკვიდობისათვის?
- რა ნიშნების მიხედვით ხდება საწარმოს ინვესტიციური საქმიანობის მართვის პროცესში ლიკვიდობის ფაქტორების სისტემატიზაცია?
- განმარტეთ საინვესტიციო მენეჯმენტის უზრუნველყოფის სისტემის არსი.
- რა ამოსავალი ფაქტორები განსაზღვრავს საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციულ სტრუქტურას?
- როგორ კავშირებად იყოფა მართვის აპარატის ცალკეულ რგოლებს შორის კავშირების სისტემა?
- რა არის მართვის სტრუქტურების იერარქიული ტიპი?
- რითი ხასიათდება საწარმოს მართვის სტრუქტურების ორგანული ტიპები?

- რამდენი და რა სახის მიდგომა არსებობს მართვის ცენტრების ფუნქციონირების გამოკვლევის დონისადმი?
- ჩამოთვალეთ მართვის ფუნქციონალური ცენტრების დამოუკიდებელი საქმიანობის პრინციპიალური სქემის ძირითადი რგოლები.
- რაში მდგომარეობს ჯ.ჰიგინსის „პასუხისმგებლობის ცენტრების“ კონცეფცია.
- დასახელეთ საწარმოს ინვესტიციური მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის ფორმირების ძირითადი ეტაპები.
- რა არის საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემა, როგორ განმარტავთ მას?
- დასახელეთ საინფორმაციო სისტემის მოსარგებლეთა შემადგენლობა.
- რა თვისებები აქვს საინფორმაციო სისტემაში შემავალი ინფორმაციის ძირითად მახასიათებლებს?
- რა ძირითად მოთხოვნებს უყენებენ საინფორმაციო სისტემაში შემავალ ინფორმაციას?
- ჩამოთვალეთ გარე წყაროების ხარჯზე ფორმირებული საინვესტიციო მენეჯმენტის ინფორმაციული უზრუნველყოფის ძირითადი ჯგუფები.
- დასახელეთ მაკროეკონომიკური განვითარების მაჩვენებლები.
- დასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის მახასიათებელი მაჩვენებლები.
- დასახელეთ კონტრაჰენტებისა და კონკურენტების საქმიანობის მახასიათებელი მაჩვენებლები.
- დასახელეთ ნორმატიულ-მარეგულირებელი მაჩვენებლები.
- რა ძირითადი რგოლებისაგან შედგება საინვესტიციო მენეჯმენტის შიდა წყაროებიდან ფორმირებული ინფორმაციული უზრუნველყოფის მაჩვენებელთა სისტემა?
- რას მოიცავს საინვესტიციო ანალიზი და რა ნიშნების მიხედვით ყოფენ მას?
- დასახელეთ საინვესტიციო ანალიზის ძირითადი სახეები საწარმოში ჩატარების მიზნების მიხედვით.
- მოკლედ დახასიათეთ ჰორიზონტალური საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დახასიათეთ ვერტიკალური საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დახასიათეთ შედარებითი საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დახასიათეთ ფინანსური კოეფიციენტების საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ გეცნობათ ინტეგრალური ანალიზის შესახებ.
- როგორ განმარტავდით საინვესტიციო დაგეგმვას?
- დასახელეთ საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემის ძირითადი რგოლები და მოკლედ დახასიათეთ ისინი.
- საწარმოს მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების რა სახეებს იცნობთ?
- ჩამოთვალეთ ბიუჯეტის ძირითადი საკლასიფიკაციო ნიშნები.
- საინვესტიციო კონტროლის რა სახეებს იცნობთ?
- როგორ განმარტავთ საინვესტიციო კონტროლინგს?
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგების ძირითადი პრინციპები.
- დასახელეთ საინვესტიციო კონტროლინგის ჩატარების ძირითადი ეტაპები.
- განმარტეთ საინვესტიციო მენეჯმენტის უზრუნველყოფის სისტემის არსი.
- რა ამოსავალ ფაქტორებს განაზღვრავს საინვესტიციო მენეჯმენტის ორგანიზაციულ სტრუქტურას?
- როგორ კავშირებად იყოფა მართვის აპარატის ცალკეულ რგოლებს შორის კავშირების სისტემა?
- რა არის მართვის სტრუქტურების იერარქიული ტიპი?
- რითი ხასიათდება საწარმოს მართვის სტრუქტურების ორგანული ტიპები?
- რამდენი და რა სახის მიდგომა არსებობს მართვის ცენტრების ფუნქციონირების გამოკვლევის დონისადმი?
- ჩამოთვალეთ მართვის ფუნქციონალური ცენტრების დამოუკიდებელი საქმიანობის პრინციპიალური სქემის ძირითადი რგოლები.
- რაში მდგომარეობს ჯ.ჰიგინსის „პასუხისმგებლობის ცენტრების“ კონცეფცია.
- დასახელეთ საწარმოს ინვესტიციური მართვის ორგანიზაციული უზრუნველყოფის სისტემის ფორმირების ძირითადი ეტაპები.

- რა არის საინვესტიციო მენეჯმენტის საინფორმაციო სისტემა, როგორ განმარტავთ მას?
- დაასახელეთ საინფორმაციო სისტემის მოსარგებლეთა შემადგენლობა.
- რა თვისებები აქვს საინფორმაციო სისტემაში შემავალი ინფორმაციის ძირითად მახასიათებლებს.
- რა ძირითად მოთხოვნებს უყენებენ საინფორმაციო სისტემაში შემავალ ინფორმაციას?
- ჩამოთვალეთ გარე წყაროების ხარჯზე ფორმირებული საინვესტიციო მენეჯმენტის ინფორმაციული უზრუნველყოფის ძირითადი ჯგუფები.
- დაასახელეთ მაკროეკონომიკური განვითარების მაჩვენებლები.
- დაასახელეთ ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის მახასიათებელი მაჩვენებლები.
- დაასახელეთ კონტრაჰენტებისა და კონკურენტების საქმიანობის მახასიათებელი მაჩვენებლები.
- . დაასახელეთ ნორმატიულ-მარეგულირებელი მაჩვენებლები.
- რა ძირითადი რგოლებისაგან შედგება საინვესტიციო მენეჯმენტის შიდა წყაროებიდან ფორმირებული ინფორმაციული უზრუნველყოფის მაჩვენებელთა სისტემა?
- რას მოიცავს საინვესტიციო ანალიზი და რა ნიშნების მიხედვით ყოფენ მას?
- დაასახელეთ საინვესტიციო ანალიზის ძირითადი სახეები საწარმოში ჩატარების მიზნების მიხედვით.
- მოკლედ დაახასიათეთ ჰორიზონტალური საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დაახასიათეთ ვერტიკალური საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დაახასიათეთ შედარებითი საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ დაახასიათეთ ფინანსური კოეფიციენტების საინვესტიციო ანალიზი.
- მოკლედ გეცნობათ ინტეგრალური ანალიზის შესახებ.
- როგორ განმარტავდით საინვესტიციო დაგეგმას?
- დაასახელეთ საინვესტიციო დაგეგმვის სისტემის ძირითადი რგოლები და მოკლედ დახასიათეთ ისინი.
- საწარმოს მიმდინარე საინვესტიციო გეგმების რა სახეებს იცნობთ?
- ჩამოთვალეთ ბიუჯეტის ძირითადი საკლასიფიკაციო ნიშნები.
- საინვესტიციო კონტროლის რა სახეებს იცნობთ?
- როგორ განმარტავთ საინვესტიციო კონტროლინგს?
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო კონტროლინგის სისტემის აგების ძირითადი პრინციპები.
- დაასახელეთ საინვესტიციო კონტროლინგის ჩატარების ძირითადი ეტაპები.

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. **გიტმანი ლ.ჯ., ჯონკი მ.დ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული შემოკლებული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ., 2001.
2. **გუგუშვილი პ., ჩანტლაძე ვ., ჩიქავა ლ., კოშკელაშვილი ა.** ეკონომიკური და დემოგრაფიული ტერმინოლოგია. თბ.: საგ. ფირმა „სიახლე". 2001.
3. ეკონომიკის ენციკლოპედიური ლექსიკონი. ავტ. კოლექტივი ა.სილაგაძის ხელმძღვანელობით. თბ.: „ინოვაცია". 2005.
4. ქოქიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ.: პოლიგრაფი, 2005.
5. ქოქიაური ლ. ინვესტიციების თეორიული გენეზისი. თბილისი, თსუ გამომცემლობა, 2007.
6. **Балабанов И.Т.** Риск-менеджмент. М.: „Финансы и статистика", 1996.
7. **Виссема Х.** Стратегический менеджмент. Пер. с англ. М.: „Финпресс", 2000.
8. **Кочетков В.Н., Шипова Н.А.** Экономический риск и методы его измерения. Киев: Европейский ун-т финансов, информационных систем, менеджмента и бизнеса, 2000.
9. **William N Goetzmann.** An Introduction to Investment Theory. Vale School of Manajment. New Yourk. 2005.
10. **Agreement on Trade-Related Investment Measures (TRIMS).** Marrakesh, 1994.
11. **Alyssa A.** Encouraging Foreign Investment in latin America: Strategies for Companies and Countries. Inter-American Bar Association conference XLI. Buenos Aires, Argentina. June 27-July 2, 2005.
12. Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, Volume 5 (Advances in Investment Analysis and Portfolio Management) by **Cheng-Few Lee (Hardcover** - Jan 1, 1999).
13. **American Bar Association.** September, 1998. Sheldrake G. Managament Theory. International Thompson Business Press. 1996.
14. Analisis of the Law on Foreign Investments` for the Republic of Armenia.
15. **Bogie Z., Kane A., Marcus A. J.** Essentials of investments, Irvin, Mc Craw - Hill, 2001.
16. **Brigham Eugene F., Capensk Louis C.** Intermediate Financial Management. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers. 1985.
17. **Brigham Eugene F., Ehrhardt Michael C.** Financial Management. Theory and Practice. South-Western. Thomson Learning. United States. 2005.
18. **Crum B.L., Derkinderen F.G.J.** (Eds) Readings in Strategies for Corporate Investments. New York: Pitman. 1981.
19. Credit, Investments and the Macroeconomy: A Few Open Issues by Marco Mazzoli (Hardcover - Feb 13, 1998)
20. Contrarian Investment Strategies in the Next Generation by **David Dreman** (Hardcover - May 18, 1998).
21. Investment Banking in the Financial System by **Charles Geisst** (Paperback - Aug 18, 1994)
22. Investment Management by **Stephen Lofthouse and Jane Raybould** (Paperback - April 15, 2001).
23. Invest in Georgia 2006. Georgian National Investment and Export Promotion Agency. Ministry of Economic Development of Georgia. Tbilisi. Bagebey City Croup. 2006.
24. Modern Investment Theory (5th Edition) by **Robert A. Haugen** (Paperback - Jun 8, 2000).
25. The Investment Portfolio User's Manual by Inc. Intellipro, Christopher Blake, **Edwin J. Elton,** and **Martin J. Gruber** (Paperback - Feb 27, 1998).
26. Investment Management for Insurers (Frank J. Fabozzi Series) by **David F. Babbel** and **Frank J. Fabozzi (Hardcover** - Feb 1999)
27. Investment Management by **Stephen Lofthouse** and **Jane Raybould** (Paperback - April 15, 2001).
28. **Williams J.B.** The Theory of Investment Value. Cambrudge, Mass:Harvard Univ. Press. 1938.



განყოფილება

უცხოური ინვესტიციები ეკონომიკის გლობალიზაციის პირობებში

ალნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- რა მნიშვნელობა აქვს უცხოური ინვესტიციების ფორმირების ევოლუციის შესწავლას;
- კაპიტალის გატანის თეორიის ძირითადი პოლსტულატები;
- უცხოური ინვესტიციების მიზნები;
- რა მნიშვნელობა აქვს უცხოური ინვესტიციებს ეროვნული ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაში;
- უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და გამოყენების ძირითადი პრობლემები თანამედროვე პირობებში;
- უცხოური ინვესტიციების ფორმირების ევოლუციის მნიშვნელობა;
- უცხოური ინვესტიციების სტრუქტურის ანალიზი;
- უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და საბელმწიფო რეგულრება განვითარებულ ქვეყნებში;
- უცხოური ინვესტირების ძირითადი საბეები;
- უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები და მათი რეგულირების ბერკეტების საბეები;
- უცხოური ინვესტიციების პოტენციალის გაზრდის აუცილებლობის შესაბებ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;
- უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირების აუცილებლობა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;
- რა უმლის უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას საქართველოში?
- უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული მიზეზ-შედეგობრივი წინააღმდეგობები;
- უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და გამოყენების საერთო პრობლემების დაბასიათება გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ფონზე.

ოცდამეცხრამეტე თავი. უცხოური ინვესტიციების როლი ეროვნული ინვესტიციის ბაზრის განვითარებაში

საკამათო არ არის, რომ ადრე ეროვნული საზღვრებით შემოფარგლული ბაზრები ამჟამად ერთიანდება როგორც საერთაშორისო ვაჭრობის, ისე ტრანსნაციონალური კორპორაციების ექსპანსიის საფუძველზე. ეს უკანასკნელი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების საშუალებით ხორციელდება. დღეისათვის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკური ინტეგრაციის უმთავრესი ფორმაა.

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სწრაფად ზრდამ ბოლო წლებში დიდად გაზარდა ინტერესი ინვესტიციებისა და საგარეო ვაჭრობის ურთიერთკავშირის პრობლემის მიმართ. საერთაშორისო ექსპერტები ცდილობენ პასუხი გასცენ კითხვებს: რომელია პირველადი – ინვესტიციები თუ საგარეო ვაჭრობა? რამდენად ავსებენ ისინი ერთმანეთს?

კლასიკური ლიბერალიზმის წარმომადგენლებმა - ჯ. ვაინერმა, გ. ხაბლერმა, გ. ჯონსონმა და ა.შ. განავითარეს ა. სმიტისა და დ. რიკარდოს თეორია და ჩამოაყალიბეს საერთაშორისო ვაჭრობის თეორია. ისინი საერთაშორისო ვაჭრობას ეროვნულ მეურნეობათა ინტერნაციონალიზაციისა და ინტეგრაციის მამოძრავებელ ძალად განიხილავდნენ, ვაჭრობის განვითარების გზით წარმართულ ინტერნაციონალიზაციის პროცესებს კეთილდღეობის ზრდის ძირითად კატალიზატორად მიიჩნევდნენ, განსაკუთრებით მაშინ, თუ ქვეყანა იმ სფეროებში იყო დასპეციალებული, სადაც მას შეფარდებითი უპირატესობა ჰქონდა.

39.1. კაპიტალის გატანის თეორია

მოგვიანებით გაჩნდა მსოფლიო ვაჭრობის თეორიასთან ახლოს მდგომი კაპიტალის გატანის თეორია, რომლის დებულებებიც ბ.ოლინის, ი.ოერსენისა და რ. ნურკსის შრომებშია მოცემული. კაპიტალის მსოფლიო მიგრაციის მიზეზად ამ ავტორებს მიაჩნიათ მისი „სიჭარბე“ ან „სიმწირე“ ამა თუ იმ ეროვნულ მეურნეობაში. „გარედან დამატების“ ცნობილი პრინციპი ასეთია: როდესაც ესა თუ ის სისტემა თავის შიგნით ამოწურავს თვითგანვითარების რეზერვებს, მისი ორგანიზაციის დონის განვითარება, ამის შემდეგ შესაძლებელია ორგანიზაციის უფრო მაღალი დონის მქონე გარე სისტემასთან კავშირის დამყარების გზით კაპიტალის გადადინება ერთი მეურნეობიდან მეორეში გარდუვალია მანამ, ვიდრე იგი თანაბრად არ განაწილდება ქვეყნებს შორის, რაც ათანაბრებს მის ზღვრულ მწარმოებლურობას. ამ ფაქტორის დონის გამოთანაბრებას, თავის მხრივ, იწვევს ცალკეული ქვეყნების ეკონომიკური განვითარების საერთო დონეების გამოთანაბრებასაც. ამგვარად, ხსენებული ფაქტობრივად აღიარებულია უცხოელი ინვესტორების მისწრაფება, უცხოურ დაბანდებათა ხარჯზე მიიღონ მეტი შემოსაელები, მაგრამ მთლიანობაში საზღვარგარეთულ დაბანდებათა გაძლიერების ფაქტს ისინი ახასიათებენ არა როგორც დამატებითი სარფის ცალმხრივად მიღების ხერხს, არამედ როგორც ორმხრივად მომგებიან პროცესს ექსპორტიორი და მიმღები ქვეყნებისთვის.

კაპიტალის გატანის ასეთი პოზიტიურად შეფასებები შემთხვევითი არაა, რადგან თანამედროვე პირობებში უმრავლესი ქვეყნებისთვის კაპიტალის გატანა-შეტანა ეროვნულ მეურნეობათა ტექნოლოგიური სტრუქტურის გარდაქმნის ხერხ დაა ქცეული.

უცხოური ინვესტიციები XX საუკუნის საინვესტიციო რესურსების ყველაზე დინამიკური ნაწილი გახდა, განსაკუთრებით, მის ბოლო ათწლეულებში, როდესაც დაიწყო ეკონომიკის გლობალიზაციის პროცესი. ეკონომიკის გლობალიზაცია სამეურნეო ცხოვრების ინტერნაციონალიზაციის ახალმედროვე რთული ფორმაა. სწორედ ბოლო წლებში, დიდი ხნის განმავლობაში დაგროვილმა რაოდენობრივმა ცვლილებებმა გამოიწვია თვისებრივი ნახტომი, ეკონომიკურმა ცხოვრებამ ახალი შინაარსობრივი დატვირთვა შეიძინა. გამოყოფენ ეკონომიკური საქმიანობის გლობალიზაციის შემდეგ ძირითად ფორმებს:

1. საერთაშორისო ვაჭრობა (საქონლის, მომსახურებით, ტექნოლოგიებით, ინტელექტუალური საკუთრების ობიექტებით);
2. წარმოების ფაქტორების საერთაშორისო მოძრაობა (პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სახის მქონე კაპიტალის; სამუშაო ძალის - როგორც არაკვალიფიციური და ნაკლებად კვალიფიციური მუშების სტიქიური მიგრაციის, ისე „გონების გაჟონვის" სახით);
3. საერთაშორისო ფინანსური ოპერაციები (პორტფელური უცხოური ინვესტიციები, კრედიტები, საწარმოო ფინანსური ინსტრუმენტები: ფიუჩერსები, ოპციონები, სავალუტო ოპერაციები).

როგორც ცნობილია, ბოლო წლებში არსებითად შეიცვალა აღნიშნულ ფორმებს შორის თანაფარდობა. მკვლევართა ერთი ნაწილი მიიჩნევს, რომ აღნიშნულ სამ მიმართულებას შორის ყველაზე სწრაფად იზრდება საერთაშორისო ფინანსური ოპერაციების მოცულობა, შემდეგ - კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობა (პირდაპირი ინვესტიციები) და, ბოლოს, საერთაშორისო ვაჭრობა.[1]

ჩვენი აზრით, ეკონომიკის გლობალიზაციაში ბოლო ხანს წამყვან როლს თამაშობს არა საერთაშორისო ფინანსური ოპერაციები, არამედ სწორედ კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობა (ე.ი. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები), ვინაიდან ეკონომისტთა უმრავლესობის შეფასების, გლობალიზაციის საფუძველი, მისი მთავარი მამოძრავებელი ძალა და მთელი თანამედროვე საერთაშორისო ეკონომიკის ხერხემალია ტრანსნაციონალური კორპორაციები.[2] საზღვარგარეთულ საქმიანობას მათთვის იმაზე მეტი მნიშვნელობა აქვს, ვიდრე საშინაო ოპერაციებს. გაეროს მოხსენებაში საზღვარგარეთული ინვესტიციების შესახებ (ჟენევა, 1997 წელი) ტრანსეროვნული კორპორაციების და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების როგორც გლობალიზაციის მთავარი კომპონენტების როლი ასეთნაირადაა განსაზღვრული: სულ უფრო მეტად ლიბერალური პოლიტიკისა და ტექნოლოგიური მიღწევების შედეგად და კონფერენციის გაელვნით გლობალიზაცია სულ უფრო მეტად აჟალიბებს თანამედროვე მსოფლიო ეკონომიკას. ტრანსეროვნული კორპორაციების პირდაპირი საზღვარგარეთული ინვესტიციები უმნიშვნელოვანეს როლს თამაშობენ მრავალი ეროვნული მეურნეობის შეერთებაში და ინტეგრირებული ინტერნაციონალური საწარმოო სისტემის - გლობალიზებადი მსოფლიო ეკონომიკის წარმოებლური ბირთვის შექმნაში.

უცხოური ინვესტიციების მასშტაბები ამჟამად წარმოუდგენლად დიდია. 1991 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გლობალურმა მოცულობამ 3,2 ტრლნ. დოლარს მიაღწია, თანაც, ბოლო ათწლეულის განმავლობაში მათი ზრდის ტემპმა 2-ჯერ გაუსწრო ძირითად კაპიტალში განხორციელებულ დაბანდებებს.

XX საუკუნის 60-იანი წლებიდან, მსოფლიო ეკონომიკის გლობალიზაციის პროცესების გათვალისწინე-ბით, ჩნდება და გამუდმებით იხვეწება უცხოური ინვესტიციების ახალი კონცეფციები. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ძირითადი თანამედროვე თეორიები მოცემულია 39.1. სქემაზე.

რ. ვერნონის საქონლის საერთაშორისო წარმოების ციკლის პარადიგმა

საქონლის საერთაშორისო წარმოების ციკლის პარადიგმა, რომელიც ფრანგმა მეცნიერმა რ. ვერნონმა დაამუშავა 1966 წელს, აღწერს დინამიკურ ურთიერთქმედებას საერთაშორისო ვაჭრობასა და საზღვარგარეთულ ინვესტირებას შორის. ამ კონცეფციის ორიგინალობაა საერთაშორისო ეკონომიკის ელემენტების (ქვეყნებს შორის ვაჭრობა და მთელი დარგების გადაადგილების მიზეზი) კომბინირება მარკეტინგის თეორიასთან (საქონლის სასიცოცხლო ციკლის მრუდი). თეორიის შესაბამისად, საქონლის სიცოცხლის ბუნებრივი ციკლი და დანახარჯების სათანადო ცვლილება სამი ტიპის გადაწყვეტილებებს კარნახობს კორპორაციათა ლიდერებს. კერძოდ, შინ აწარმოონ საქონელი, ექსპორტზე გაიტანონ იგი, ან საზღვარგარეთის ბაზრებზე გადაიტანონ წარმოება.

1960 წელს ს. გ. ჰაიმერმა გააანალიზა აშშ-ის მულტინაციონალების ზრდის მიზეზები და მათი საზღვარგარეთ წარმოება. მისი ნაშრომი შემდეგ მტკიცებას ეყრდნობა: უცხოელი ინვესტორები ცდილობენ გამოიყენონ ბაზრის არასრულყოფილება, რადგან საზღვარგარეთ

[1] Абдеев Г. Философия информационной цивилизации: диалектика прогрессивной линии развития как. гуманная общечеловеческая философия XX века. М.: "Мысль", 1994, გვ. 206.

[2] Современные экономические теории Запада. Под ред. Марковой А.И. М.: «Финстатинформ». 1996, გვ. 67-68.

განხორციელებული საწარმოო ინვესტიციები უფრო დიდ რისკს უკავშირდება, ვიდრე ინვესტირება მისი წარმოშობის ქვეყნის წარმოებაში. კინდლბერგერმა (1969) განაერცო პაიმერის კონცეფცია და არასრულყოფილებათა საფუძველზე გამოყო ტრანსეროვნული კორპორაციების წარმატების სამი წამყვანი ფაქტორი: ფირმების სასაქონლო პოლიტიკასთან დაკავშირებული არასრულყოფილებანი (მარკეტინგის ტექნიკა, საუკეთესო მარკის იმიჯი, სასაქონლო დიფერენციაცია); წარმოების ფაქტორებთან დაკავშირებული არასრულყოფილებანი (წარმოების უშუალო კონტროლი, საკუთარი ტექნოლოგიები, პერსონალის კვალიფიკაცია, კაპიტალის ბაზრებში პრივილეგირებულად შეღწევა); მასშტაბზე ინტერნალური (შიდა) და ექსტერნალური (გარე) ეკონომიის გამოყენების შესაძლებლობა; მთავრობის პოლიტიკა და მისი ორიენტაცია.

ბანკის ინვესტირების რისკის შემცირებისათვის გამოსადეგი მარკეტინგი პორტფელური სტრატეგიის სახეები

39.1. სქემა

თეორია/პარადიგმა	აქტორები	წელი	ანალიზის საგანი	პრობლემატიკა
საქონლის საერთაშორისო ციკლი	ვერნონი	1966	აშშ-ის ტრანსნაციონალური კორპორაციები	პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და საგარეო ვაჭრობა, ნაკადები, ტექნოლოგიების სასიცოცხლო ციკლის გავლენა საერთაშორისო ბაზრებზე
ტრანსნაციონალური კორპორაციები და ბაზრის არასრულყოფილების (მონოპოლიური კონკურენცია)	პაიმერი, კინდლბერგერი	1960 1969	აშშ-ის ტრანსნაციონალური კორპორაციები	ტრანსნაციონალური კორპორაციების კონკურენტუნარიანობისა და მათი ინტერნაციონალისტური სტრატეგიის ახსნა
ოლიგოპოლიები და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები	ჰაიმერი, კინდლბერგერი, ვერნონი, გრუბი	1973 1974 1978	ამერიკისა და ევროპის ტრანსნაციონალური კორპორაციები	ოლიგოპოლური ბაზრის სტრუქტურები და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სტრატეგიები
ინტერნაციონალიზაცია	ბარკლი და კასონი, რუტმანი	1976 1981 1985	ტრანსნაციონალური კორპორაციები	ტრანსნაციონალური ვერტიკალური და პორიზონტალური ინტეგრაცია
„მფრინავი ბატების“ პარადიგმა	კოჯიმა ოზავა	1978 1995	იაპონიის ტრანსნაციონალური კორპორაციები	ეკონომიკური განვითარების ექსპორტის მეშვეობით
ერების კონკურენტული უპირატესობები	პორტერი	1990	განვითარებული სამრეწველო ქვეყნების ტრანსნაციონალური კორპორაციები	ქვეყნებისა და მრეწველობის დარგების კონკურენტუნარიანობა
ელექტრული პარადიგმა	დანინგი	1981	განვითარებული სამრეწველო ქვეყნების ტრანსნაციონალური კორპორაციები	პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სპეციფიკური დეტერმინანტები კომპანიებისა და ქვეყნების მიხედვით
ინვესტიციური განვითარების გზა	დანინგი, ნარულა 1993	1981 1986	განვითარებული და მზარდი მეურნეობები	ქვეყნების კლასიფიკაცია წმინდა საგარეო ინვესტორების მიხედვით მათი პოზიციის შესაბამისად
„ძალის პოზიცია“	ჟილპენი როტგები	1975 1980	ტრანსნაციონალური კორპორაციები და მთავრობები	ინვესტიციური დამოკიდებულება და პოლიტიკური კონფლიქტები, მთავრობასა და ტრანსნაციონალურ კორპორაციებს შორის ურთიერთობა

ჰიკერბოკერმა (1973) აღმოაჩინა, რომ ოლიგოპოლიურ დარგებში ბაზრის იმ ლიდერებს, რომლებიც საზღვარგარეთ ახდენენ ინვესტირებას, ავტომატურად მიჰყვებიან მათი ადგილობრივი კონკურენტები. გრუმმა (1978) რამდენადმე გააუმჯობესა ეს მოდელი და ახსნა, კერძოდ, ევროპის ტრანსეროვნული კორპორაციების ქცევა აშშ-ში. მათი მიზანი უფრო მეტად იყო ევროპაში ამერიკის კომპანიების

* **Фишер С., Дорнуш Р., Шмалензи З.** Экономика: Пер. с анг.-го. М.: "Дело", 1993. გვ. 25.

სტრატეგიასთან დაპირისპირება, ვიდრე აშშ-ში თავიანთ ევროპელ კონკურენტებთან ბრძოლა. ეს მოდელი გამოსადეგია დღესაც და ძირითადად იმ ფინანსურად მძლავრი კომპანიებისთვისაა მისაღები, რომლებიც ეკონომიკური განვითარების დაახლოებით ერთსაირი დონის მქონე ქვეყნებში არიან წარმოშობილნი. მაგრამ ოლიგოპოლიური მოდელი არ ხსნის ბაზრის ლიდერთა თავდაპირველ საინვესტიციო მოტივაციებს. გარდა ამისა, იგი არ იოვალისწინებს სამუალო სიდიდის ტრანსეროვნული კორპორაციების იმ როლს, რომელსაც ისინი თამაშობენ გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნების სამრეწველო მოდერნიზაციაში.

ბარკლისა და კასონის თეორია

ბარკლისა და კასონის თეორიის (1976) თანახმად, მხვილ ფირმებს შეუძლიათ თავიანთი საქმიანობის გაფართოება მასშტაბიანი შიდა სტრუქტურის არსებობისას და მათ ნოუ-ჰაუზე კონკურენტების გამორიცხვა. პრაქტიკულად ყველა სამრეწველო სექტორში - იქ, სადაც მაღალია სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე გაწეული დანახარჯები და არსებობს კაპიტალტევადი წარმოება (ქიმიური მრეწველობა, აეტომობილთმშენებლობა) და დიდძალი შუალედური საქონელი კომპონენტების და ნახევარფაბრიკატების სახით (ელექტრონიკა, ფარმაცევტიკა) არსებობს ინტერნაციონალიზაცია. საგადასახდო რეჟიმი და რეციპიენტ ქვეყნებში გამოყენებული სხვა შეზღუდვები ასევე აიძულებენ კომპანიებს თავიანთი საქმიანობის ინტერნაციონალიზებას, ე.ი. ექსპორტი ნაკლებად ეფექტიანი ხდება, ვიდრე მიზნობრივი ინვესტირება.

„მეჩინაური ბატების" პარადიგმა XX საუკუნის 30-იანი წლების ბოლოს დააშუშავა იაპონელმა მეცნიერმა კ. აკამაცუმ, როგორც ეკონომიკური განვითარების განზოგადოებული თეორია. 40 წლის შემდეგ კოჯიმამ და ოზავამ ამ პარადიგმას მიუმატეს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ფაქტორი და აჩვენეს, თუ როგორ შეუძლია საზღვარგარეთის ტრანსეროვნული კორპორაციების ტექნოლოგიურ და ფინანსურ დახმარებას ეკონომიკური პროგრესის ფორსირება განვითარებად ქვეყნებში. მათ ეს დაამტკიცეს იაპონიის იმ კომპანიების მაგალითზე, რომლებმაც თავიანთი წარმოება და მენეჯმენტი ჩინეთის და სამხრეთ-აღმოსავლეთი აზიის ბაზრებზე გადაიტანეს. მართალია, ეს ინვესტიციები საწარმოო ხარჯების შემცირებისა და ბაზარზე გასვლის ასპექტებით იყო მოტივირებული, მაგრამ ადგილობრივი შეურნეობებისთვის მათ დადებითი ეფექტი მოპქონდათ. იაპონიის ინვესტიციებს მოჰყვა დიდი რაოდენობით კონკურენტუნარიანი დარგების შექმნა, კერძოდ, აეტომობილთმშენებლობა და ტექსტილის დარგი ტაილანდში, საყოფაცხოვრებო ელექტრონიკის სექტორი მალაიზიასა და პონკონგში, მიკროკომპიუტერების წარმოება ტაივანზე.

„ერების საკონკურენტო უპირატესობაში" (1990) მაიკლ პორტერმა წარმოადგინა მისი მსხვილმასშტაბიანი კვლევის შედეგები, რომელიც ათობით განვითარებულ სამრეწველო ქვეყანაში ჩატარდა. თავის ნაშრომში პორტერმა აჩვენა დინამიკური ურთიერთქმედება ტრანსნაციონალური კორპორაციების სტრატეგიებსა და რეციპიენტი ქვეყნების საკონკურენტო უპირატესობებს შორის.

მრეწველობის განვითარებული მხარდამჭერი დარგების არსებობა მნიშვნელოვანი განმსაზღვრელი ფაქტორია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისათვის. მაგალითად, *Mc Donald's* - მა მხოლოდ მაშინ მიიღო საქართველოში ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილება, როდესაც ფირმის სპეციალისტებმა ადგილობრივი მიწოდების სტრუქტურა შეისწავლეს (კარტოფილი, ხორცი, სოუსებისა და სასმელების წარმოება). უცხოელი ინვესტორებისათვის ადგილობრივი მიწოდება, ჩვეულებრივ, უკავშირდება უფრო დაბალ ხარჯებს ნედლეულსა და ნახევარფაბრიკატებზე, ვიდრე მათი იმპორტის დროს. და მაინც, საწყის ეტაპზე შესაძლებელია ცალკეული კომპონენტებისა და ინგრედიენტების შემოტანა საზღვარგარეთიდან მანამ, ვიდრე არ მოწესრიგდება მათი ადგილობრივი მიწოდების სტრუქტურა.

ეკლექტიკური თეორია

ეკლექტიკური თეორია პირველად 1981 წელს ჩამოაყალიბა ცნობილმა ამერიკელმა ეკონომისტმა ჯ. დანინგმა. ტერმინი „ეკლექტიკური" იმიტომ გამოიყენეს, რომ განმარტების თანახმად, პარადიგმის მიზანია საუკეთესო მეთოდების შერჩევა და სხვადასხვა თეორიებიდან აღებული ცალკეული ელემენტების გაერთიანება. ეკლექტიკური პარადიგმა „ამომწურავი" თეორიაა, რომელიც ახსნას უძებნის ინტერნაციონალი-

ზაციის ყველა ტიპს უცხოელი ინვესტორისათვის არსებული უპირატესობების შესაბამისად.

ინვესტიციური განვითარების გზა იმას გულისხმობს, რომ ქვეყნის მიერ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ექსპორტი ან იმპორტი პირდაპირაა დამოკიდებული მისი ეკონომიკური განვითარების დონეზე დანარჩენი მსოფლიოს მიმართ. ამ თეორიის ძირითადი ელემენტები დანიგმა 1981 წელს ჩამოაყალიბა. შემდეგ კი ნარულასთან ერთად გაუმჯობესა ისინი (1994). პარადიგმა ასახავს ქვეყნის როგორც ინვესტიციების ნეტო - ექსპორტიორის პოზიციას, რომელიც განსაზღვრება როგორც განთავსებული და მიზიდული ინვესტიციების მოცულობებს შორის სხვაობა. დადებითი პოზიცია გვიჩვენებს, რომ ქვეყანა ინვესტიციების ნეტო-ექსპორტიორად გადაიქცა და პირიქით, ნეტო-იმპორტიორად უარყოფითი პოზიციის შემთხვევაში. პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებში დაკავებული დადებითი პოზიცია გვეხმარება შევაფასოთ ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში გადანაცვლებული აქტივების მოცულობა. ეს პოზიცია შეესაბამება ტრანსეროვნული კორპორაციის ტექნოლოგიურ უპირატესობას საშინაო ბაზარზე.

გარდა ჩამოთვლილისა, არსებობს უცხოური ინვესტიციების ეკონომეტრიკული მოდელებიც.[1] ესაა კ. მილნერისა და ე. პინკერსტონის, ე.ნ. ბალასუბრამანიამისა და დ. გრინვეის მოდელები, რომლებიც გულისხმობს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობაზე სხვადასხვა ფაქტორის გავლენის მოდელირებას, აგრეთვე, მ.ჯ. ფრაის, მ. ფელდსტეინისა და ჩ. ხორიოკას მოდელი, რომლებიც თვალყურს ადევნებენ უცხოური ინვესტიციების გავლენას ძირითად მაკროეკონომიკურ მახასიათებლებზე.

მთლიანად, რაც შეეხება ინვესტირების თეორიულ ბაზას, ამჟამად არც ერთ პარადიგმას არ შეუძლია ეროვნული მეურნეობების უზრუნველყოფა ისეთი ზუსტი ანალიტიკური ინსტრუმენტარიუმით, რომელიც საშუალებას მისცემდა მათ განეჭვრიტათ კონკრეტული კომპანიის ქცევა და ეფექტიანად ეხელმძღვანათ კაპიტალის, ტექნოლოგიებისა და ნოუ-ჰაუს საერთაშორისო გადადინებაზე. პარადიგმების უმრავლესობა შეიცავს ისეთ დებულებებს, რომლებსაც მნიშვნელოვანი დახმარების უნარი აქვთ ეკონომიკური ზრდისა და სამრეწველო წარმოებისკენ მიმართული ინვესტირების პოლიტიკის შექმნასა და გატარებაში. მთელ რიგ მეცნიერულ კვლევებში მოყვანილია უცხოური ინვესტიციების მოდელებში მომხდარი ცვლილებების ახსნისა და უცხოელი ინვესტორების მოტივაციის მცდელობა (ამა თუ იმ ეკონომიკური სტრატეგიისა და რეციპიენტ ქვეყნებში არსებული წამაქეზებელი მოტივების პასუხად).

39.2. რა მნიშვნელობა აქვს უცხოური ინვესტიციების ფორმების ევოლუციას?

პრაქტიკაში დიდ ინტერესს იწვევს უცხოური ინვესტიციების ფორმების სწრაფი ევოლუცია. კაპიტალის გატანა დაიწყო მთაურობებისა და ფირმებისთვის კრედიტების, მოწყობილობების მიწოდებით და ინვესტორებისათვის მიმზიდველი, საზღვარგარეთ არსებული საწარმოების, სასარგებლო წიაღისეულის საბადოებისა და ა.შ. შეძენით. მან ისტორიულად მოკლე ვადაში არსებითად გააფართოვა თავისი ფორმებისა და მიმართულებების წრე. უცხოური ინვესტიციების ყველაზე „ენერგიულად" განვითარებადი ფორმაა ამა თუ იმ ქვეყანაში ეროვნული კორპორაციების ფილიალების შექმნა. ამჟამად მათი ჯამური კაპიტალი ფანტასტიკური თანხით - 9 ტრლნ. დოლარით ფასდება, დაგროვილი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მთლიანმა თანხამ კი ჯერ კიდევ 1996 წელს გადააჭარბა 3,2 ტრლნ. დოლარს.[2]

ამრიგად, უცხოური ინვესტიციები უზარმაზარ გავლენას ახდენენ ეკონომიკის მდგომარეობაზე, მისი განვითარების პერსპექტივებსა და ზრდის ტემპებზე. ასევე აშკარაა მათი ურთიერთკავშირი, რაც არაერთ ასპექტში ვლინდება:

1. უცხოური ინვესტიციები დღეს საგარეო ბაზრებზე საქონლისა და მომსახურების მიწოდების მთავარი

[1] Балацкий Е. Прямые иностранные инвестиции и внутренняя инвестиционная активность. «МЭиМО», 1999, №11, გვ. 84-87.

[2] Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление. М.: «Экономика». 1998. გვ.11.

ინსტრუმენტი და საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი სფეროა. ისინი სულ უფრო მზარდ გავლენას ახდენენ მსოფლიო კაპიტალის მასშტაბებზე, მიმართულებებსა და სტრუქტურაზე. ასეთ ვითარებაში საგარეო ვაჭრობაზე დიდ გავლენას ახდენს უცხოური ინვესტიციების რეგულირებაც;

2. ეკონომიკური განვითარების პროცესში უცხოური ინვესტიციების როლს სულ უფრო მეტი ქვეყანა აღიარებს. ამაღე დროს, უცხოური ინვესტიციების ნაკადების მასშტაბებზე, მიმართულებებსა და სტრუქტურაზე გავლენას ახდენს საგარეო ვაჭრობა და საგარეო სავაჭრო პოლიტიკა.

იმისათვის, რომ წარმოვაჩინოთ საგარეო ვაჭრობისა და უცხოური ინვესტიციების როლი ეკონომიკურ განვითარებაში, ისინი უნდა განვიხილოთ როგორც ერთიანი მთელი. აქამდე საგარეო ვაჭრობისა და უცხოური ინვესტიციების მიმართ პოლიტიკა ერთმანეთისგან მოწყვეტით მუშაობდა, რაც იწვევდა მათ შორის წინააღმდეგობას და ამცირებდა მათი გამოყენების ეფექტიანობას.

საგარეო ვაჭრობისა და უცხოური ინვესტიციების ურთიერთკავშირი ვლინდება ინტერნაციონალიზაციის პროცესში. ეკონომიკის რეალურ სექტორში ფირმები, როგორც წესი, საქმიანობას იწყებენ საქონლის წარმოებით და საშინაო ბაზარზე მისი რეალიზაციით. ინტერნაციონალიზაციისკენ გადადგმული მათი პირველი ნაბიჯია საქონლის ექსპორტი, გამსაღებელი ფილიალების შექმნა საზღვარგარეთ. ლიცენზირება და უცხოურ პარტნიორებთან საკონტაქტო ურთიერთობათა სხვა ფორმები. მხოლოდ ამის შემდეგ ხდება საზღვარგარეთულ წარმოებაში პირდაპირ ინვესტირებაზე გადასვლა.

„პროდუქციის სასიცოცხლო ციკლის თეორია"

ტრანსნაციონალიზაციის ამგვარი მსვლელობის გათვალისწინებით მიჩნეულია, რომ უცხოური ინვესტიციების სფეროში პირდაპირ ცვლიან საგარეო სავაჭრო მიწოდებებს. ამგვარი გაგების დამატებით არგუმენტებს იძლევა „პროდუქციის სასიცოცხლო ციკლის" ცნობილი თეორია, რომლის თანახმადაც უცხოური ინვესტიციები მხოლოდ მაშინ ხორციელდება, როცა ტრადიციულ სასაქონლო ექსპორტს აღარ მოაქვს საკმარისი მოგება მწარმოებელი ფირმისათვის და მდგომარეობიდან ერთადერთი გამოსავალი საზღვარგარეთ წარმოების ორგანიზებაა. ესაა ტრანსნაციონალური კორპორაციის ჩამოყალიბების ყველაზე ტიპური მაგალითი, როდესაც მთავარი ფაქტორია გასაღების ბაზრების ძიება. შესაძლებელია მეორე შემთხვევაც: ფირმა საზღვარგარეთ ეძებს იაფ საწარმოო რესურსებს, კერძოდ. სამუშაო ძალას, რათა მან შეამციროს დანახარჯები და გაზარდოს ეფექტიანობა ამის შესაბამისად. მისი ტრანსნაციონალიზაციის ამოსავალი პუნქტია სხვა ქვეყნებში განხორციელებული ინვესტიციები, რაც შემდგომში სავაჭრო ნაკადებს აყალიბებს.

სანედლეულო სექტორში ვაჭრობასა და უცხოური ინვესტიციებს შორის კავშირი ნედლეულის იმპორტით იწყება. შემდეგ იმპორტიორი ფირმა ინვესტიციებს ახორციელებს საზღვარგარეთ ამა თუ იმ ნედლეულის მოპოვებაში, რაც, თავის მხრივ, ნიადაგს უმზადებს ექსპორტის ზრდას ნედლეულის მომპოვებელი ქვეყნიდან. ხდება ისიც, რომ საზღვარგარეთ არსებული ნედლეულის ხელში ჩასაგდებად ფირმა იმთავითვე ახორციელებს უცხოურ ინვესტიციებს და ეწევა ამ ნედლეულის ექსპორტს. ეს ვარიანტი უფრო ხშირად იმ საინვესტიციო პროექტებში ხდება, რომლებიც არაგანახლებად ბუნებრივ რესურსებთანაა დაკავშირებული.

ინვესტიციები მომსახურების სექტორში

მომსახურების სექტორში ინვესტირების განხორციელებას გარკვეული თავისებურება აქვს: აქ პრაქტიკულად შეუძლებელია ტრადიციულად გაგებული ექსპორტი, რადგან მომსახურების გაწევა განუყოფელია მისი მოხმარებისაგან. ამ სექტორის ფირმების გასვლა მსოფლიო ბაზარზე თავიდანვე მოითხოვს იმ უცხოური ფილიალების შექმნას, რომლებიც ადგილზევე უწევენ კლიენტებს სათანადო მომსახურებას, სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ამ შემთხვევაში ტრანსნაციონალურ კორპორაციებს არ შეუძლიათ ისარგებლონ ვაჭრობიდან საზღვარგარეთულ ინვესტიციებზე თანდათანობით გადასვლის იმ ხელსაყრელი პირობებით, როგორც ეს მატერიალურ-ნივთობრივი წარმოების სფეროში ხდება. მომსახურების სფეროს ფირმების მიერ ადგილის მოპოვებას სხვა ქვეყნების ბაზრებზე დიდად

განსაზღვრავს უცხოური ინვესტიციების სტრუქტურაში მიმდინარე ძვრები.

უკანასკნელ პერიოდში მნიშვნელოვნად შეიცვალა ვითარება მომსახურების სფეროში. მეცნიერულ-ტექნოლოგიური პროგრესის მიღწევები (კერძოდ, ტელეკომუნიკაციებისა და დიდი მოცულობის ინფორმაციის გადაცემის დარგში) უზრუნველყოფს მიღი რიგი მომსახურების, უპირველეს ყოვლისა, ინფორმაციის ტექნიკის, მზარდ ტრანსპორტაბელობას. ამის შედეგად უცხოურ ინვესტიციებზე მოთხოვნა უცხოელი კლიენტებისათვის ამგვარი მომსახურების გაწევის დროს მცირდება. ამავე დროს, ტექნოლოგიური პროგრესი გზას უხსნის საერთაშორისო ბიზნესს მომსახურების ახალ სახეობებში, მაგალითად, ინფორმაციის დამუშავებაში ან საბუღალტრო აღრიცხვაში. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საუბარია იმ ფუნქციებზე, რომლებსაც ადრე ფირმები დამოუკიდებლად ასრულებდნენ. ახლა შესაძლებელი ხდება, რომ ფირმებს არ ჰყავდეთ საკუთარი შესაბამისი ძვირადღირებული შტატი და საჭიროების შემთხვევაში იმ სპეციალიზირებული ფირმებისგან მიიღონ კვალიფიციური მომსახურება, რომელთა უმრავლესობის საქმიანობაც ტრანსნაციონალურ საფუძველზეა აგებული.

ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს, რომ 80-იანი წლების პერიოდიდან არსებითად იცვლება საგარეო ვაჭრობისა და უცხოური ინვესტიციების მსოფლიო სამეურნეო პირობები. ძალას იკრებს საქონლის, მომსახურების, კაპიტალის, სამუშაო ძალისა და მთლიანად ფირმების საერთაშორისო გადაადგილების ლიბერალიზაცია, ტექნოლოგიური პროგრესი კი საგრძნობლად ამარტივებს არა მარტო მატერიალური, არამედ არამატერიალური აქტივების გაცვლასაც. ასეთი ვითარება არსებითად უწყობს ხელს საერთაშორისო წარმოების მასშტაბების გაფართოებას.

ამის შედეგად ვაჭრობისა და ინვესტიციების ურთიერთზემოქმედების ტრადიციული გამარტივებული სქემა ადგილს უთმობს კომპლექსურ ურთიერთკავშირებს, რომლის ფარგლებშიც მატულობს ტრანსნაციონალური კორპორაციის სისტემების შიგნით საერთაშორისო ვაჭრობა. საუბარია ნაკადებზე სათაო ფირმასა და მის საზღვარგარეთულ ფილიალებს შორის.

თანამედროვე პირობებში ლიბერალიზაცია საერთო მახასიათებელი ნიშანი გახდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფოებრივ რეგულირებაში. ამჟამად პრაქტიკულად ყველა ქვეყანა აქტიურად ცდილობს მათ მიზიდვას და ხელსაყრელ გარემოს ქმნის საამისოდ: აუქმებს ადრე არსებულ შეზღუდვებს, მეტ სივრცეს აძლევს საბაზრო კონკურენციას და ა.შ.

უცხოური ინვესტიციების გამოყენების მნიშვნელობა

უცხოური ინვესტიციების გამოყენება მრავალწახნაგოვანი მოვლენაა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები უცხოური სესხებისა და კრედიტებისგან განსხვავებით დამატებით საწარმოო მოთხოვნას წარმოქმნის ეროვნულ ბაზარზე და ხელს უწყობს ფინანსური და ეკონომიკური მდგომარეობის სტაბილიზაციას რეციპიენტ (მიმღებ) ქვეყანაში. უაღრესად არსებითია ის, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები არ უკავშირდება საგარეო ვალის ზრდას. მეორე მხრივ, უცხოურ ინვესტიციებს აკონტროლებს საზღვარგარეთული ინვესტორი, რომლისთვისაც, მკაცრად რომ ვთქვათ, სულ ერთია მიმღები ქვეყნის ეკონომიკის ეროვნული ინტერესები.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის მსოფლიო პრაქტიკის შესაბამისად, მიზნობრივ ნორმატივად, როგორც წესი, ინვესტიციების მთლიან მოცულობაში მათი ხვედრითი წონის 10%-ს იღებენ. ამას განსაზღვრავს კაპიტალის მსოფლიო ბაზრის მდგომარეობა, მძაფრი კონკურენცია და ეკონომიკური უსაფრთხოების საზღვრები.

ცნობილია, რომ პირდაპირ უცხოური ინვესტიციები ფართოდაა გავრცელებული განვითარებულ ქვეყნებში: მათზე მოდის საზღვარგარეთ დაბანდებული კაპიტალის 91%, თვით ამ ქვეყნებში კი უცხოურ ინვესტიციათა 70%-ია დაბანდებული.[1]

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ფართოდაა გავრცელებული დემოკრატიულ ქვეყნებში. უცხოელი ინვესტორები და საერთაშორისო კომპანიები ისეთ ქვეყნებს

[1] გრუპში ე. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და ვაჭრობა. „ეკონომიკური რეფორმები დღეს". 1999, № 1, გვ. 37-42.

ეძებენ, სადაც კეთილდღეობა და სტაბილურობაა, თუმცა აქვე აღვნიშნავთ, რომ ბოლო წლებში, განვითარებად ქვეყნებში შეტი დაბანდებები ხორციელდება, ვიდრე ადრე. ინვესტიციური ნაკადების იმ ნაწილიდან, რაც ინდუსტრიულ ქვეყნებს არ მოხვედრია, 70% რეა ქვეყანაში დაბანდდა: ეს ქვეყნებია: მექსიკა, ბრაზილია, არგენტინა, ჩინეთი, ინდონეზია, მალაიზია, სინგაპური და პოლონეთი.[1] უცხოური ინვესტიციების ზრდა ამ ქვეყნებში მოწმობს იმას, რომ საერთაშორისო კორპორაციები ეძებენ ისეთ ბაზრებს, რომლებიც ხელსაყრელია და მათ აქციონერებს მაღალ შემოსავალს პპირდება, თუმცა ამ ქვეყნებს სტაბილური დემოკრატიული განვითარების დიდი ისტორია არა აქვთ და, შეიძლება ითქვას, იგი ჩანასახოვან მდგომარეობაშია.

უაღრესად აქტუალურად მიგვაჩნია აგრეთვე საერთაშორისო ეკონომიკური კავშირების საკანონმდებლო გაუმჯობესების შესწავლა – გათვალისწინება უცხოური ინვესტიციების სტიმულირების ოპტიმალური სახელმწიფო სტრატეგიისა და ტაქტიკის გამომუშავებისთვის.

დიდ ინტერესს იწვევს ახალინდუსტრიული ქვეყნების, ჩინეთისა და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების გამოცდილების შესწავლა და გათვალისწინება.

ახალინდუსტრიული ქვეყნების (სამხრეთ კორეა, ტაივანი, სინგაპური, მალაიზია, ტაილანდი და სხვ.) ეკონომიკური წარმატების ოთხი ძირითადი ფაქტორიდან ერთ-ერთი უცხოური კაპიტალის მოზიდვაა. მაგალითად, სამხრეთ კორეაში დამუშავდა უცხოური ინვესტიციებისათვის კეთილსასურველი პირობების შექმნის ღონისძიებები: მოიხსნა შეზღუდვები ან შესუსტდა საგადასახადო განაკვეთები, შეიქმნა სპეციალური ეკონომიკური ზონები კაპიტალის მოზიდვისათვის განსაკუთრებით შეღავათიანი პირობებით. იმავდროულად, ეკონომიკის მთელი რიგი დარგები ჩაკეტილია უცხოური კაპიტალისათვის. მაგალითად, დაზღვევა, საბანკო საქმე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და ა.შ.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის ჩინური გამოცდილება

ამჟამად განსაკუთრებულ ყურადღებას იქცევს ჩინეთის გამოცდილება პირდაპირი საგარეო ინვესტიციების მოზიდვის საქმეში, კერძოდ კი, ის საშუალებები და მეთოდები, რომლებმაც უცხოური კაპიტალისათვის მიმზიდველი გახადა ქვეყანა. საზღვარგარეთლმა პარტნიორებმა თავდაპირველად სახსრები დააბანდეს არა იმდენად მრეწველობაში (მით უმეტეს, მძიმე მრეწველობაში), რამდენადაც მომსახურების სფეროს ობიექტების მშენებლობაში, სადაც შედარებით მცირე ინვესტიციები სწრაფად უკუგების იმედს იძლეოდა. უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის გაძლიერებისა და მათი ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით ჩინეთში შემოიღეს რიგი წამახალისებელი ღონისძიებები. საზღვარგარეთლი პარტნიორების წილი არასაკლებ 25%-ია (ქედა ზღვრად არის მიჩნეული) იქმნება ისეთ საწარმოებიც, რომლებიც მთლიანად საზღვარგარეთლ კაპიტალს ეკუთვნის. ყველაზე უფრო საინტერესო კი ისაა, რომ ამ ქვეყნის ყოველ რეგიონს შესთავაზეს მოეძებნა საკუთარი, მისი თავისებურებების შესაბამისი სპეციალიზაცია საზღვარგარეთული ტექნოლოგიისა და კაპიტალის მოზიდვის სფეროში. მიჩნეულია, რომ ეს მოხსნის რეგიონთაშორის „ტიხრებს", თავიდან აიცილებს ქვეყანას შესაძლო დუბლირებას და მთლიანობაში გაზრდის საგარეო-ეკონომიკური საქმიანობის ეფექტიანობას.

აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში უცხოურ ინვესტიციებს განიხილავენ როგორც კაპიტალის, ტექნოლოგიისა და მენეჯმენტის შემცველ „პაკეტს". ისინი მასში ხედავენ თავიანთი პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ამაღლების, ექსპორტის გადიდების და შიდა ბაზრის უკეთ მომარაგების შესაძლებლობას. და რაც ძალიან მნიშვნელოვანია ამ ქვეყნების დიდი საგარეო დავალიანებისას,

დასავლეთის ფირმების პირდაპირი ინვესტიციები არ აუარესებენ საგადასახდელო ბალანსის მდგომარეობას. აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებიდან უნგრეთი ერთადერთი ქვეყანაა, რომელიც. თავისი ინვესტიციური პოლიტიკით თანდათანობით, მაგრამ განუხრელად უახლოვდება აპრობირებულ მსოფლიო პრაქტიკას, რასაც თან ახლავს საზღვარგარეთული კაპიტალის მოზიდვის გაძლიერება. კერძოდ, უნგრეთის გამოცდილება გვიჩვენებს უცხოური კაპიტალის მოზიდვის შემდეგ ალტერნატიულს

[1] გრუპეში ე. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და ევპრობა. „ეკონომიკური რეფორმები დღეს". 1999, № 1, გვ. 39.

(პირდაპირი კრედიტების გარდა): ერთობლივი სანარმოების შექმნა (შემდგომ განვითარებაში კაპიტალდაბანდებაია დაფინანსების განსხვავებული ხერხებით); უკვე მოქმედი ობიექტების აქციების ნაწილობრივ ან მთლიანად გაყიდვა; იმ სანარმოების არენდა, რომელიც საზღვარგარეთულმა კომპანიამ ააშენა და ამოქმედებას მომენტში იმყოფება მის სრულ ან ერთობლივ საკუთრებაში.

უცხოური კაპიტალის მოზიდვის პრობლემა მჭიდროდაა გადაჯაჭვული საკუთრების საკითხთან. რამდენადაც სწორედ საკუთრების შეძენის შესაძლებლობაა ის მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელიც უცხოელ ინვესტორს უბიძგებს თავისი კაპიტალის გამოყენების პერსპექტიულ მიმართულებათა ძებნისაკენ. მხოლოდ დემონოპოლიზებული საბაზრო ეკონომიკის პირობებში და განვითარებული ფინანსური ინფრასტრუქტურისას იქმნება კეთილსასურველი ინვესტიციური გარემო, განსაკუთრებით კი – გრძელვადიანი პროექტების რეალიზაციისათვის. უნდა აღინიშნოს, რომ უკანასკნელ პერიოდში ფინანსური სფეროს დარეგულირებისკენ აღებულმა საერთო კურსმა ხელი შეუწყო კაპიტალის გატანის ზრდასა და საერთაშორისო ფინანსური ნაკადების სწრაფ გაფართოებას.

უცხოური კაპიტალის როლი დიდია განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკის სტრუქტურის გარდაქმნაშიც. სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის ახალ მიღწევათა გამოყენებით და ინვესტიციის ბაზრის განვითარებით, მათ შორის, უცხოური ინვესტიციების ფართო დანერგვით, მათ განაზორციელეს საწარმოო აპარატის კარდინალური გადაიარაღება და ახლა ეკონომიკური აღმავლობის ფაზაში იმყოფებიან. ინტერნაციონალური ხასიათის მქონე ინვესტირების მოქნილობა, სისწრაფე და მანევრირების უნარი განპირობებულია მძლავრი საკრედიტო-საფინანსო სისტემის არსებობით. იგი რისკისა და ბაზრის განუსაზღვრელობისაგან აზღვევს ფულად სახსრებს და უზრუნველყოფს მათ მოზიდვას პერსპექტიულ წარმოებებში, რასაც ხელს უწყობს კაპიტალის სააქციო ფორმის უპირატესობა და საფონდო ბირჟების აქტიური საქმიანობა.

შემთხვევითი არაა, რომ სტრუქტურული გარდაქმნის პრობლემების გადაჭრასა და საერთო ევროპულ საბაზრო სისტემაში თავიანთი ეკონომიკის ჩართვას საზღვარგარეთის ქვეყნების სამეცნიერო და საქმიანი წრეები იმ თანმიმდევრულ რეფორმაში ხედავენ, რომლის უმთავრესი შემადგენელი ელემენტებია საბაზრო ფასწარმოქმნა, საგადასახადო პოლიტიკის გადასინჯვა და მისადაგება ევროპულ სტანდარტებთან. საბანკო სისტემის განახლება და საკრედიტო ინსტიტუტების ფუნქციებისა და ქსელის გაფართოება, სამართლებრივ დებრკოლებათა მოხსნა საკუთრებით ურთიერთობათა სფეროში გრძელვადიანი ინვესტიციების მოზიდვის მიზნით და ბოლოს, მოსახლეობის სოციალური დაცვის ღონისძიებები.

ამგვარად, საუბარია არა რაიმე ახალი პრიორიტეტების შემუშავებაზე ინვესტიციურ პოლიტიკაში, არამედ იმ საერთო სამეურნეო გარემოს შექმნაზე, რომელიც მასირებულ კაპიტალდაბანდებებს მომავალ სტრუქტურულ გარდაქმნათა საწინდარს უწყობს ხელს. უცხოური კაპიტალის მოზიდვისა და გამოყენების ერთ-ერთი მთავარი პირობაა პოლიტიკური და ეკონომიკური სტაბილურობა და საბაზრო ინფრასტრუქტურის, მათ შორის საკრედიტო-საფინანსო ორგანოების განვითარებული ქსელის არსებობა.

39.3. უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირება განვითარებულ ქვეყნებში

განვითარებულ ქვეყნებში უცხოურ ინვესტიციათა სახელმწიფოებრივი რეგულირების საერთო ტენდენცია შემდეგში მდგომარეობს: რეგულირების მეტნაკლებად მკაცრ ზომებს მიმართავენ მათი შეღწევის თავდაპირველ ეტაპზე, იქნება ეს ახალი უცხოური საწარმოს, ერთობლივი საწარმოს შექმნის თუ ეროვნული კომპანიის კაპიტალში მონაწილეობის უფლების შეძენის ფორმით. უკვე მოქმედი უცხოური კომპანიების საქმიანობის რეგულირებისას სპეციალური ღონისძიებები იშვიათადაა გამოყენებული და ეს საერთო-ეროვნული რეგულირების ღონისძიებებით ხდება.

უცხოური ინვესტიციების დარგობრივ რეგულირებასთან დაკავშირებით ინტერესს იწვევს ინდოეთის გამოცდილება. სადაც 60-იანი წლებიდან მოყოლებული სამთავრობო ორგანოები დარგების სამ კატეგორიას ადგენენ მათში უცხოური კაპიტალის შესაძლო მონაწილეობის მიხედვით:

1. დარგები, სადაც საზღვარგარეთის კომპანიების მონაწილეობა შესაძლებელია როგორც ინვესტიციებისა და ერთობლივ საწარმოთა შექმნის, ისე ადგილობრივი კომპანიებისათვის ტექნიკური დახმარების აღმოჩენის გზით; 2. დარგები, სადაც მხოლოდ ტექნიკური დახმარებაა ნებადართული; 3. დარგები, სადაც ნებადართული არაა უცხოელთა ნებისმიერი მონაწილეობა.

ამგვარად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დარგობრივი რეგულირება ემსახურება საზღვარგარეთის კორპორაციების გაელენის ზრდის შეკავებას მეურნეობის სტრატეგიულ უბნებზე და ოპტიმალური ეკონომიკური სტრუქტურების შექმნას. მისი ფორმები შეიძლება იყოს:

- ინვესტიციების აკრძალვა;
- დარგში უცხოური ინვესტიციების ხვედრითი წონის განსაზღვრა-დაწესება;
- საწარმოების შექმნაზე სპეციალური ლიცენზიების წარდგენა.

ქვეყნის მთავრობას შეუძლია განსაზღვროს იმ დარგების ჩამონათვალი, რომლებიც მთლიანად ჩაკეტილია უცხოური ინვესტიციებისათვის ან სადაც ისინი იზღუდება. გარდა ამისა, ზოგიერთ დარგში ამგვარი რამ შეიძლება ერთნაირად იქნეს გამოყენებული ეროვნული და უცხოური კომპანიების მიმართ.

ერთობლივი საწარმო – უცხოური ინვესტირების ფორმა

უცხოური ინვესტიციების ყველაზე უფრო გავრცელებული ფორმაა ერთობლივი საწარმოები, ე.ი. ის საწარმოები, ორგანიზაციები და გაერთიანებები, რომლებსაც ერთობლივად აფუძნებენ და იყენებენ მოცემული ქვეყნისა და სხვა სახელმწიფოების საკუთრების სუბიექტები. ეს ტერმინი შეესაბამება მსოფლიო მეურნეობაში გავრცელებულ ცნებას *joint venture*. ერთობლივი საწარმოების შესახებ 1986 წელს აშშ-ში გამოცემულ ფუნდამენტურ ნაშრომში „*International joint ventures*" მოცემულია ერთობლივი საწარმოების შემდეგი ნიშან-თვისებები: სხვადასხვა ქვეყანაში მყოფი ფირმების მონაწილეობა; ერთობლივი საწარმოს როგორც დამოუკიდებელი იურიდიული პირის კონსტიტუირება, რომელიც მონაწილეთა ერთობლივად მართვით მოქმედებს; საწარმოთა შექმნა რეგულარული და არა ერთჯერადი საქმიანობისთვის.[1]

მსოფლიო ეკონომიკის თანამედროვე პრაქტიკამ აჩვენა, რომ ერთობლივ საწარმოებს უფრო ხშირად ორი გზით ქმნიან:

1. სხვა ქვეყნის სუბიექტი იძენს უკვე არსებული ეროვნული კომპანიის აქციათა პაკეტს ან აქციების გამოშვებით აარსებს ახალ კომპანიას.

2. საკუთრების აქციონერული ფორმის გავრცელების და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის შედეგად თანამედროვე ეკონომიკაში იქმნება კოლექტიური მფლობელობის საერთაშორისო სამრეწველო საწარმოები. ისინი ჩნდება სხვადასხვა ქვეყნის ორ ან მეტ ფირმას შორის შეთანხმების საფუძველზე. ამ შეთანხმებათა მონაწილე ფირმები ნაწილობრივ აერთიანებენ თავიანთ რესურსებს (საქმიანობის ამა თუ იმ სფეროში) გარკვეული მიზნების მისაღწევად. ამგვარად, ერთობლივი საწარმო ისეთი ორგანიზაციული ფორმაა, რომელიც უზრუნველყოფს სხვადასხვა ეროვნული კუთვნილების მქონე კაპიტალების ნაწილობრივ გაერთიანებას.

ერთობლივი კომპანიები ფართოდაა გავრცელებული მსოფლიოში. ტრანსნაციონალური კომპანიების ყველა უცხოური ფილიალის 1/3 -ზე მეტი კოლექტიური მფლობელობის მქონე სააქციო კომპანიებია.[2] ერთობლივ საწარმოებს დიდ როლს ანიჭებენ თანამედროვე ტრანსნაციონალური კომპანიების სისტემაში. კომპანიების საერთაშორისო ექსპანსიის საწყის ეტაპზე მათი დანიშნულებაა უპირატესობების მიღება პარტნიორთა ხარჯზე. ჩვეულებრივ, კომპანია, რომელიც მომაგრდა მსოფლიო ბაზარზე, თავისი პარტნიორებისგან მიიღო მისთვის აუცილებელი გამოცდილება და რესურსები, იწყებს მათი წილის გამოსყიდვას და ერთობლივი საწარმოების გარდაქმნას საკუთარ საწარმოდ. ასეთი საწარმოების შიგნით მიმდინარეობს შეურიგებელი ბრძოლა, რომელიც ხშირად მთავრდება არა მარტო ერთ-ერთი პარტნიორის მთლიან კონტროლქვეშ ერთობლივი საწარმოს გადასვლით, არამედ მათ შორის

[1] Фельзенбаум В. Совместные предприятия: проблемы становления и развития. «Вопросы экономики», 1992, № 12, გვ. 199.
[2] Панова Т. СП за рубежом: опыт совместного предпринимательства в развитых странах. «Совместные предприятия», 1993, №6, გვ. 9.

ყველაზე სუსტის შთანთქმით. ასეთი საწარმოები არ გამოირჩევა მდგრადობით. უფრო ხშირად, განსაკუთრებით, თუ ერთობლივი საწარმოები ოლიგოპოლიურ დარგებში იქმნება, ისინი თავის თავზე იღებენ კარტელების ორგანიზაციული ცენტრის ფუნქციებს, რომლებიც პარტნიორებს შორის ბაზრების დანაწილებას უზრუნველყოფენ. ერთმანეთის შორის კონკურენციაში მყოფი პარტნიორების ფარული შეთანხმებები ერთგვარად დუღაბდება ერთობლივი საწარმოს შექმნით, რომელიც ლეგალური ორგანო ხდება კონკურენტების ქცევის ერთიანი ხაზის გამოსამუშავებლად. სახელშეკრულებო (საკონტრაქტო) ფორმასთან შედარებით უფრო გავრცელებულია სააქციო ერთობლივი საწარმოები. ერთობლივი საწარმოები განვითარებულ ქვეყნებში საერთაშორისო საწარმოო თანამშრომლობის განხორციელების ერთ-ერთი ძირითადი ფორმაა, განსაკუთრებით, სამეცნიერო-ტექნიკური ან საწარმოო კოოპერირების, აგრეთვე. სამრეწველო ობიექტების ერთობლივად მშენებლობის მიმართულებით.

„კონტრაქტული ინვესტიციები"

მრავალ ქვეყანაში, როგორც განვითარებულში, ისე განვითარებადში, განსაკუთრებით დიდია უცხოური კაპიტალის მონაწილეობით შექმნილი ერთობლივი საწარმოების რილი. მაგალითად, იაპონიაში ერთობლივ საწარმოებზე მოდის უცხოური პარტნიორების მონაწილეობით დაფუძნებული ყველა კომპანიის 66%.[1]

ერთობლივ საწარმოებთან ძალიან ახლოს დგას ერთობლივი მეწარმეობის ე.წ. სახელშეკრულებო ფორმა (კონტრაქტი ერთობლივი საქმიანობის შესახებ). ამ შემთხვევაში ერთობლივი მეწარმეობის შესახებ ხელშეკრულებაში მონაწილეები არ ქმნიან იურიდიული პირის სტატუსის მქონე ახალ ფირმას. უცხოური ინვესტიციების ამგვარი ფორმის კონტრაქტს ყველაზე უფრო ეფექტიანად მიიჩნევენ. ინვესტიციების რეალიზება ხდება ადგილობრივი პარტნიორის საკუთრებაში მყოფი ობიექტებისთვის როგორც ტრადიციული, „ხილული", ისე „უხილავი" რესურსების მიწოდების გზით. ასეთი ფორმის საინვესტიციო კაშხირებს მიაკუთვნებენ სალიცენზიო შეთანხმებებს, მართვაზე დადებულ კონტრაქტებს, ობიექტების აგებაზე გაფორმებულ კონტრაქტებს მზა პროდუქციის („პროდუქცია ხელში") ან რეალიზაციის („ბაზარი ხელში") პირობებით, აგრეთვე, პროდუქციის განაწილების, ფრანჩაიზინგის და ზოგიერთი სხვა პირობით.

„კონტრაქტული" ინვესტიციების დროს ინვესტორი უცხოური კომპანიები მოგების მნიშვნელოვანწილად იღებენ სწორედ „უხილავი" აქტივების, ე.ი. ტექნოლოგიური, ტექნიკური, მმართველობითი, საბაზრო და სხვა უპირატესობების ფლობის წყალობით, რაც საშუალებას აძლევს მათ კონტროლი გაუწიონ საბოლოო პროდუქტის წარმოებასა და რეალიზაციას.

მართვაზე კონტრაქტის დადების დროს უცხოური კომპანიები გადაწყვეტილებას იღებენ ძირითად საკითხებზე, შემკვეთების განკარგულებაში მყოფი საინვესტიციო ობიექტების საქმიანობის ყველა ფაზაზე. უცხოელი ინვესტორები იყენებენ მარკეტინგისა და წარმოების ორგანიზაციის დარგში დაგროვილ გამოცდილებას და ახორციელებენ:

- წარმოების მართვას, ტექნიკური და საინჟინრო მეთვალყურეობის ჩათვლით;
- ობიექტების საფინანსო მართვას;
- პერსონალის მართვას, მათ შორის, ადგილობრივი სამუშაო ძალის დანიშვნას, გათავისუფლებასა და სწავლებას;
- საექსპორტო-საიმპორტო სტრატეგიის გამომუშავებასა და განხორციელებას, ტექნიკისა და ნედლეულის შეძენის ჩათვლით, მთელ რიგ შემთხვევებში კი - მთლიანად მარკეტინგის მართვას.

უცხოური ფინანსური ინვესტიციები

უცხოური ინვესტიციების ადრე განხილული ფორმები ძირითადად უკავშირდება „რეალური ინვესტიციების" ცნებას, ე.ი. გულისხმობს უცხოური კაპიტალების დაბანდებას უშუალოდ წარმოების პროცესში ან სხვა სახეობის ბიზნესში, სადაც ხდება მატერიალურ - ნივთობრივი ელემენტების რეალურად მატება. სწორედ ისინი შეადგენენ პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელოვან ნაწილს. რეალურთან ერთად თანამედროვე მსოფლიოში უზარმაზარ როლს თამაშობენ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები.

[1]Панова Т. За рубежом: опыт совместного предпринимательства в развитых странах. «Совместные предприятия», 1993, №6, გვ. 9.

ამჟამად სწორედ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოდის ინვესტიციების ძირითადი ნაწილი. ფინანსური ინვესტიციები შესაძლოა იყოს როგორც პირდაპირი (რომელთაც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი საწარმოს საქმიანობაზე კონტროლის უფლებას), ისე საპორტფელო. როდესაც ფასიანი ქაღალდების შეძენა არ იძლევა საწარმოზე კონტროლის დაწესების საშუალებას და უპირატესად ემსახურება მოგების მიღების მიზანს საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურის ხელსაყრელად შერჩევის ხარჯზე. უახლესი კომპიუტერული ტექნოლოგიის განვითარება ამჟამად საშუალებას გვაძლევს *„cross - border transactions"*-ის ფორმით განვახორციელოთ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები, როცა გარიგებებს დებენ ელექტრონული ფორმით (საზღვარგარეთის საფონდო ბირჟაზე), ან ერთჯერულ ბირჟაზე კოტირებადი უცხოური კომპანიების აქციების შეძენის გზით, საკუთარი ოფისიდან გაუსვლელად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრების მეშვეობით უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის მასშტაბები დიდადაა დამოკიდებული კონკრეტული კომპანიების „გამჭვირვალობაზე" და ზრდის სტაბილურობაზე, აქციონერთა ძირითადი უფლებების სურიდიული დაცვის დონეზე. ამა თუ იმ სახეობის ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობაზე. ამჟამად მიზანშეწონილია, რომ ერთმანეთისგან განვასხვავოთ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები ეროვნული კომპანიების აქციებისა და ობლიგაციების და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეძენის ფორმით.

„სხვა დანარჩენი" უცხოური ინვესტიციები

ბოლო წლებში მთელ მსოფლიოში ძლიერდება უცხოური ინვესტიციების ისეთი ფორმის რიცხ. როგორიცაა: საერთაშორისო საჯალუტო ფონდის, მსოფლიო ბანკის, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის და ეროვნული საფინანსო ორგანიზაციების კრედიტები. საქართველოში სწორედ ასეთ კრედიტებზე მოდის უცხოური ინვესტიციების ძირითადი მასა. ამასთან, თუ საჯალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიერ კრედიტების გაცემა ხშირად უკავშირდება საქართველოსთვის ძნელად შესასრულებელ პირობებს და მოთხოვნებს, ეროვნული საფინანსო ორგანიზაციებიდან მიღებული კრედიტები, ჩვეულებრივ, არ შეიცავს ხოლმე რაიმე განსაკუთრებულ დათქმებს.

აღსანიშნავია, რომ ამ ფორმის უცხოური ინვესტიციების ყველა სახესხვაობა გულისხმობს ვალის და სესხზე პროცენტების გადახდას. ეკონომიკური ზრდის უქონლობის პირობებში ამგვარი უცხოური ინვესტიციების გამოყენებას შეუძლია გამოიწვიოს სესხის ამღები ფირმის ან ქვეყნის ფინანსურად გაკოტრება, რასაც შეიძლება მოჰყვეს გაკოტრებულის ქონების გაყიდვა. სტატისტიკაში ამ ფორმას „სხვა დანარჩენ ინვესტიციებს" უწოდებენ.

სხვადასხვა ქვეყანაში და სხვადასხვა სიტუაციაში განსხვავებულია როგორც უცხოური ინვესტიციების საერთო მასშტაბები, ისე მათი ცალკეული ფორმების თანაფარდობა. რეფორმების პერიოდში საქართველოსთვის დამახასიათებელია უცხოური ინვესტიციების როგორც მეტისმეტად მცირე მოცულობები, ისე მათი არაეფექტიანი სტრუქტურაც. ზემოთ მოყვანილი ფორმების დახასიათებიდან გამომდინარეობს, რომ მიმღები მხარისთვის ყველაზე მომგებიანია პირდაპირი ინვესტიციები. ისინი, ერთი მხრივ, მჭიდრო კავშირშია ეკონომიკის რეალური სექტორის განვითარებასთან, მოწინავე ტექნოლოგიების ამოქმედებასთან და მენეჯმენტისა და მარკეტინგის თანამედროვე მეთოდების ათვისებასთან, ხოლო, მეორე მხრივ, სახელმწიფო მათზე არ იღებს ეკონომიკურ და პოლიტიკურ ვალდებულებებს. ყველაზე არამომგებიანი „სხვა დანარჩენი" ინვესტიციებია.

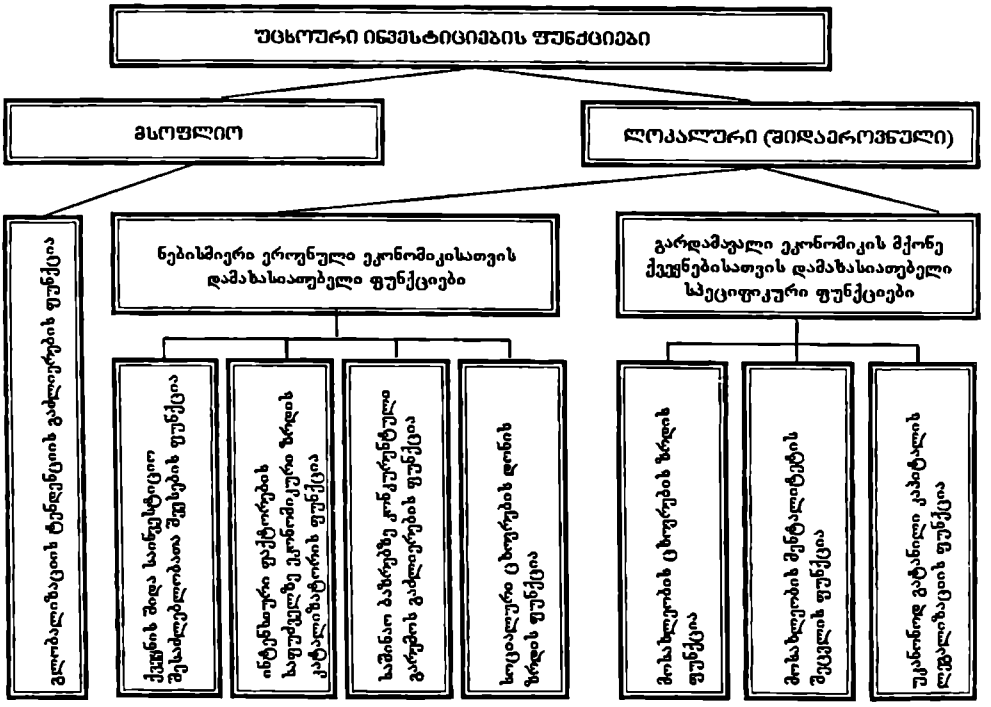
მთლიანობაში, შეიძლება დავასკვნათ, რომ XX საუკუნის ბოლო ათწლეულებში, ე.ი. ეკონომიკის გლობალიზაციის პერიოდში, უცხოური ინვესტიციები საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების მნიშვნელოვანი მოცულობა გახდა. თუმცა , უცხოურ ინვესტიციებზე ეროვნული ეკონომიკის „დაყრდნობის" ხარისხი ძალიან განსხვავებულია. კერძოდ, საქართველოსთვის ჯერ-ჯერობით დამახასიათებელია უცხოური ინვესტიციების მიზიდვისა და გამოყენების უკიდურესად მცირე მასშტაბები. ასეთი მდგომარეობის ერთ-ერთი მიზეზი ისიც არის, რომ არ არის გააზრებული უცხოური ინვესტიციების შესაძლებლობები ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკურ განვითარებაზე პოზიტიური გავლენის თვალსაზრისით.

ამასთან დაკავშირებით მიზანშეწონილად მიგვაჩნია იმ ფუნქციების კვლევა, რომლებსაც უცხოური ინვესტიციები ასრულებენ თანამედროვე ეკონომიკაში.

მეორმოცე თავი. უცხოური ინვესტიციების რეგულირების დასაშვები ბამოცდილების ბამოყენების შესაძლებლობა საქართველოში

40.1. უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები

მსოფლიო ეკონომიკაში ინტერნაციონალიზაციისა და გლობალიზაციის ტენდენციების გაძლიერებასთან და ეროვნულ მეურნეობათა განვითარებაში უცხოურ ინვესტიციების მნიშვნელობის მატებასთან ერთად სულ უფრო ფართოვდება უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები (იხ. 40.1. სქემა) და მათი რეგულირების ბერკეტების წრე. ეს ეხება როგორც მათ სტიმულირებას, ისე ეროვნულ ეკონომიკაში უცხოური ინვესტიციების მეტისმეტად ჭარბ შემოსელისგან „დაცვას“.



სქემა 40.1. უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები

მსოფლიო მეურნეობაში ამა თუ იმ ქვეყნის ჩართვის ხარისხიდან და იმ როლიდან გამომდინარე, რომელსაც უცხოურ კაპიტალს ანიჭებენ შიდა ეკონომიკის განვითარებაში, ჩვენი აზრით, შესაძლებელია გამოყოთ: ა) ამკრძალავი რეჟიმი; ბ) ეროვნული რეჟიმი; გ) უმეტესი ხელშეწყობის რეჟიმი. ბ) და გ) რეჟიმებს აერთიანებენ საერთო სახელით - ლიბერალური რეჟიმი.

ამკრძალავი რეჟიმის დროს აკრძალულია ნებისმიერი საქმიანობა, რომელიც საგანგებოდ არაა ნებადართული. ამ რეჟიმს საფუძვლად უდევს მკაცრი ლიცენზირება, მაღალი ტარიფები და არასატარიფო ბარიერების კომპლექსი, რომლებიც აძლიერებენ სახელმწიფოს კონტროლს და საინვესტიციო საქმიანობას უზღუდა-

ეს უცხოეთის კომპანიებს. ამას საპირისპირო ლიბერალური რეჟიმი აღიარებს პრინციპს: „ნებადართულია ყველაფერი, რაც საგანგებოდ არაა აკრძალული“. ამ რეჟიმს ახასიათებს ღია კანონმდებლობა და სახელმწიფოს მიერ განხორციელებული სტრატეგიული მიკროეკონომიკური მართვა.

უცხოური კაპიტალის შემოსაელის რეგულირების ზემოაღნიშნული ტიპები ასახავენ ერთმანეთს. განვითარებული ქვეყნების გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ ყველა არსებული რეჟიმის გამოყენება საუკეთესოდ პასუხობს ეროვნული ეკონომიკის მაღალი კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნების და მსოფლიო ბაზარზე მისი პოზიციების განმტკიცების ინტერესებს. თუმცა, უმრავლესი ქვეყნები ლიბერალურ რეჟიმებს ანიჭებენ უპირატესობას.

მრავალი ქვეყნის მთავრობა იცავს რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ ერთობლივად შემუშავებულ პრინციპებს, რომლებიც მოიცავს:[1] ეროვნულ რეჟიმს; საკუთრების დაცვას და ადეკვატურ კომპენსაციას ექსპროპრიაციის შემთხვევაში; მოგების თავისუფლად გატანას; დეზინვესტირების შესაძლებლობას; მიწის და სხვა უძრავი ქონების ფლობის უფლებას; ჰატიოსან კონკურენციას და ანტიტრასტულ კანონმდებლობას; მომხმარებელთა დაცვის ეფექტიან მექანიზმებს; გარემოს დაცვას.

უცხოური ინვესტირების ყველა რეჟიმს მთლიანობაში ორ შემადგენელ ნაწილად ყოფენ:

1. უცხოელი ინვესტორების მონაწილეობის შეზღუდვა როგორც ეკონომიკის ცალკეულ დარგებში, ისე ეროვნული კომპანიების კაპიტალში;
2. ქვეყნის ეკონომიკაში უცხოური ინვესტიციების სტიმულირების ღონისძიებები.

შეზღუდვები უცხოურ ინვესტიციებში

იმ კანონების მიუხედავად, რომლებიც საინვესტიციო რეჟიმის ლიბერალიზებას ითვალისწინებენ. უმრავლესი ქვეყნების პრაქტიკაში შენარჩუნებულია უცხოელი ინვესტორების საქმიანობის შეზღუდვა.

კერძოდ, აღმოსავლეთ და ცენტრალური ევროპის ქვეყნებში მთლიანადაა აკრძალული უცხოური კაპიტალის მონაწილეობა შემდეგ სფეროებში:[2] საბამაშო ბიზნესი (პოლონეთი, უნგრეთი); ატომსაგზაო ტრანსპორტი (უნგრეთი); სამდინარო ტრანსპორტი (უნგრეთი); 100%-იანი საკაციო კაპიტალი ბანკებსა და სადაზღვევო კომპანიებში (ბელარუსი, პოლონეთი, რუმინეთი, უნგრეთი); წმილების წარმოება (ლიტვა, უკრაინა); საფოსტო მარკების გამოშვება, ნადირობა და სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვება (ლატვია).

მექსიკაში უცხოელი ინვესტორებისთვის ჩაკეტილია ისეთი დარგები, როგორიცაა: ნავთობის ძიებაც და გადამუშავება, ელექტრომომარაგება, თანამგზავრული ტელეკომუნიკაციები, შიდა მიწისზედა გადაზიდვები, ბენზინისა და კუმშული გაზის გაყიდვა. ბრაზილიაში უცხოურ ინვესტიციებს კრძალავენ ნავთობმომპოვებელ და გადამმუშავებელ მრეწველობაში, უძრავ ქონებაზე წარმოებულ ოპერაციებში. ნაოსნობაში, აგრეთვე, ინფორმატიკასა და ტელეკომუნიკაციებში. კორეაში უცხოელ ინვესტორებს აკრძალული აქვთ მონაწილეობა ოც დარგში: მარცელეულის წარმოება, რადიომაუწყებლობა, გაზეთების გამოცემა, საფინანსო მომსახურება და ა.შ. ირანში უცხოური კაპიტალის მოზიდვას კრძალავენ მომსახურების სფეროში, საბანკო სისტემაში, სავაჭრო სექტორში. ნებადართული არაა საწარმოების შექმნა 100%-იანი უცხოური კაპიტალით. ეგვიპტეში XX საუკუნის 90-იანი წლებიდან მოქმედებს იმ დარგების ჩამონათვალი, სადაც არ ხდება უცხოური ინვესტიციების წახალისება. ესაა ენერგოტევადი წარმოება, საამწყობო მრეწველობა, სამხედრო მასალების წარმოება და მასთან დაკავშირებული წარმოებები, თამბაქო და მისი ნაწარმი. ნიგერიაში იმ დარგების ჩამონათვალის შემცირების მიუხედავად, სადაც 80-იანი წლების ბოლოს ნიგერიელებისთვის იყო დადგენილი 100%-იანი მონაწილეობა, ეს ჩამონათვალი მაინც საკმაოდ გრძელია და მოიცავს რადიო, ტელე- და სხვა საყოფაცხოვრებო ელექტრო

[1] **Фишер П.** Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. Пер. с англ.-го. М.: «Финансы и статистика». 1999. გვ. 411.

[2] **Бендарска Е.** Прямые иностранные инвестиции в развитые и развивающиеся страны (по материалам доклада «Иностранные инвестиции в Польше»). Варшава. 1995. გვ. 29.

ხელსაწყოებს, საგზაო საქონლის, ტანსაცმლის, საუველირო ნაკეთობების წარმოებას, ტრანსპორტს და ტელეკომუნიკაციებს.[1]

ამგვარი შეზღუდვები ყველა ქვეყანაშია. ეკონომიკის ცალკეულ სექტორებში უცხოური კაპიტალის მონაწილეობის სრულად შეზღუდვის გარდა ზოგიერთ (განსაკუთრებით - განვითარებადი) ქვეყნის მთავრობა ცდილობს უზრუნველყოს ეროვნული წარმოების ინტერესები და გარკვეული საზღვრებით ზღუდავს უცხოური კაპიტალის მონაწილეობას ან მხოლოდ ადგილობრიე მეწარმეებთან ერთად საქმიანობის ნებას რთავს მას.

მექსიკაში 49%-მდეა შეზღუდული უცხოური კაპიტალის მონაწილეობა ასაფეთქებელი ნივთიერებების წარმოებაში, პოლიგრაფიასა და გაზეთების გამოცემაში, საკაბელო ტელევიზიაში, თევზჭერასა და საწვაე-საცხები მასალების მიწოდებაში, 25%-ით - ადგილობრივ და სპეციალურ ავიაგადაზიდვებში, 10%-ით - კოოპერატიულ საწარმოო კომპანიებში. ეგვიპტეში ადგილობრივი წარმოებისთვის შემდეგი ლიმიტებია დაწესებული: 60%-ზე ნაკლები - საყოფაცხოვრებო სამარჯვები, აეტობუსები და სატვირთო აეტომობილები, სასოფლო-სამეურნეო და საირიგაციო მოწყობილობა, ტრაქტორები, მოტოციკლები და ველოსიპედები, დიზელები და ელექტროძრავები, 40%-ზე ნაკლები - ქვეყანაში წარმოებული აუდიო და ვიდეოაპარატურა, მსუბუქი აეტომობილები. ინდოეთში 1997 წელს გამოაცხადეს პრიორიტეტული სექტორები უცხოური კაპიტალისთვის, რომელთან ერთადაც დაადგინეს უცხოური კაპიტალის მონაწილეობის ზღვარი: 49% - კაეშირგაბმულობის სფეროში, 51% - ფარმაცეეტულ წარმოებაში, 20% - საბანკო ბიზნესში.

ამგვარი შეზღუდვები ინვესტიციების მიზიდვის მოცულობის მიხედვით ლიდერ ქვეყნებშიც კი მოქმედებს: ტაილანდში, მართალია, 1998 წელს გადასინჯეს კანონი, რომელიც ეროვნულ კომპანიებში უცხოური კომპანიების მონაწილეობას 49%-ით ზღუდავდა, მაგრამ შენარჩუნებულია უცხოელთა მონაწილეობის შეზღუდეა საბანკო საქმეში - 25%-მდე. მალაიზიაში უცხოელთა მონაწილეობამ ადგილობრივ კომპანიებში შეიძლება 100%-ს მიაღწიოს, თუ ეს კომპანია 80-100%-ითაა ორიენტირებული ექსპორტზე, სხვა შემთხვევებში კი უცხოური კაპიტალის მონაწილეების სხვა ფაქტორები განსაზღვრავს.

მთლიანობაში, მსოფლიოს უმრავლესი ქვეყნები თანდათანობით აუქმებენ ეროვნულ ბაზრებზე უცხოური ინვესტიციების დაშვების შეზღუდვებს. კერძოდ, ფილიპინებზე 1991 წელს მიიღეს ახალი კანონი უცხოური ინვესტიციების შესახებ, რომელიც ითვალისწინებს ქვეყანაში უცხოური კაპიტალის შემოსვლის ლიბერალიზაციას.

40.2. რაში მდგომარეობს უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირება?

უცხოელი ინვესტორებისთვის რეჟიმის ლიბერალიზაციასთან ერთად XX საუკუნის 90-იან წლებში გაფართოედა ინვესტორებისთვის შეღავათების მიცემის გზით უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირების პრაქტიკა. უცხოელი ინვესტორებისთვის არსებითი ეკონომიკური სტიმულია დაბეგვრის სფეროში არსებული შეღავათები. მრავალ ქვეყანაში ჩვეულებრივი სისტემაა წარმოებაში რეინვესტირებული მოგების შეღავათიანად დაბეგვრა, რომელსაც ან დაწეული განაკვეთით ბეგრავენ, ან გამორიცხავენ დასაბეგრი ქონების თანხიდან. გაუნაწილებელი მოგების გადასახადის განაკეეთი, არგენტინაში - 10-დან 30%-ს შეადგენს, სამხრეთ კორეაში - 20-დან 30%-ს, ინდოეთში - 25%-ს, უნგრეთში - 24-დან 32%-ს, რუმინეთში - 30%-ს. ჩინეთში თუ ყველა საწარმოსთვის ერთობლივი გადასახადი 33%-ია, იგი მხოლოდ 18%-ია იმ საწარმოებისთვის, რომელთა პროდუქციის 70%-ზე მეტი საეკსპორტოა. ასევე იბეგრება იმპორტშემცველი საწარმოები. პოლონეთში მოგების გადასახადისგან

[1] Зотов Г.М. Регулирование иностранных инвестиций в развивающихся странах. «Внешнеэкономический Бюллетень, 1998, №12, გვ. 37-38.

ათავისუფლებენ უცხოური კაპიტალის მონაწილეობით მოქმედ იმ საწარმოებს, რომლებიც თავიანთი პროდუქციის 20%-ზე მეტს საზღვარგარეთ ყიდიან.

იმ შეღავათებს შორის, რომლებიც მოგების გადასახადის განაკვეთის შემცირებას იწვევენ, ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარულია „საგადასახადო არდადეგები", ანუ მოგების გადასახადისგან ფირმების მთლიანად ან ნაწილობრივ განთავისუფლება ინვესტიციების განთავსებიდან გარკვეულ დრომდე. კერძოდ, ერთ-ერთი ყველაზე უფრო წარმატებულია 1949 წელს პუერტო-რიკოში დაწყებული „საგადასახადო არდადეგების" პროგრამა. 10-15 წლიან საგადასახადო არდადეგებს იყენებენ სინგაპურის ე.წ. „პიონერულ" კორპორაციებში, რომლებიც პირველად აწარმოებენ მაღალტექნოლოგიურ პროდუქციას. იტალიაში 1986 წლიდან იყენებენ „საგადასახადო არდადეგებს" მის სამხრეთში შექმნილი კომპანიებისთვის, სადაც ეს შეღავათი რეგიონული სტიმულირების როლს ასრულებს.[1]

უცხოური ინვესტიციების სტიმულირების პროგრამა არ შემოიფარგლება საგადასახადო შეღავათებით. მაგალითად, სინგაპურის მთავრობა უცხოური ინვესტიციების მოსაზიდად ერთმანეთს უხამებს საგადასახადო სტიმულებს და გრანტებს. წახალისების ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანი ღონისძიებებია:[2]

— „პიონერის" სტატუსის მქონე კომპანიების გათავისუფლება საშემოსავლო გადასახადისგან 10 წლით;
— დაწეული 10%-იანი საშემოსავლო გადასახადი ოფშორული კომპანიებისთვის, ან იმ კომპანიებისთვის, რომლებიც ოფიციალურადაა აღიარებული „მთავარი შტაბ-ბინის საოპერაციო კომპანიებად" ან რომლებიც ეწევიან მომსახურების ექსპორტს;
— ძირითად კაპიტალში განხორციელებული ახალი ინვესტიციების გარკვეული წილის (50%-მდე) ტოლი თანხის გამორიცხვა დასაბეგრი შემოსავლიდან (ზოგიერთი სახეობის საქმიანობისთვის).

გათვალისწინებულია იმ გრანტებისა და კრედიტების ფართოდ გამოყენება დაბალი პროცენტებით, რომლებსაც სინგაპურის მთავრობასთან არსებული დაწესებულებები მეშვეობით გასცემენ. განსაკუთრებით მიმზიდველია ფინანსური დახმარების გაწევის პროგრამები იმ მცირე და საშუალო საწარმოების წასახალისებლად, რომლებიც ინიციატივას იჩენენ კვლევებსა და დამუშავებებში, აგრეთვე, ის პროგრამები, რომლებითაც ნაწილობრივ მონაწილეობაა გათვალისწინებული. ხშირ შემთხვევებში პროექტს მაშინ ექნება ხელშეწყობა, თუ იგი 30%-ით მაინც ეკუთვნის სინგაპურის მოქალაქეებს.

კორეაში მაღალტექნოლოგიურ პროექტებში განსახორციელებელი უცხოური ინვესტიციებისთვის შემდეგი შეღავათებია დაწესებული: კორპორაციული და საშემოსავლო გადასახადისგან 3 წლით გათავისუფლება და 5 წლით 50-იანი შეღავათი უძრავი ქონების, საკუთრების და შეძენის აგრერიებული გადასახადებისგან; 50%-იანი შეღავათი (2 წლით) იმპორტირებულ კაპიტალურ მოწყობილობაზე ბაჟსა და სპეცგადასახადებზე.

ინვესტიციების მოზიდვისთვის არანაკლები მნიშვნელობა აქვს უცხოელი ინვესტორებისთვის იმ სამართლებრივი გარანტიების მიცემას, რომლებიც უკავშირდება მათ ხელშეუხებლობას, კაპიტალის დაბანდებას და მოგებისა და დივიდენდების გადაგზავნას საზღვარგარეთ. ექსპორტიორ ქვეყნებში გარანტიების მიცემის საკითხი დეტალურად აქვს შესწავლილი ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციას (ეთგო). საგარანტიო სქემები, რომლებიც ერთმანეთისგან მოცულობით განსხვავდება, განვითარებული მრეწველობის მქონე ყველა ქვეყანაში არსებობს.

განვითარებადი ქვეყნების უმრავლესობა ცდილობენ შექმნან თითქმის ისეთივე გარანტიები, როგორც ეთგო-ს წევრ ქვეყნებს აქვთ. მაგალითად, ეგვიპტეში იმ უცხოელ ინვესტორებს, რომლებსაც მიწა აქვთ

[1] **Аркин В. и др.** Налоговое стимулирование инвестиционных проектов в экономике. Научный доклад №99, 03.02.1999, М., Изд-во ЦИСК Миннауки России, с. 9.

[2] **Брыпов В.И.** Программа иностранных государств по стимулированию инвестиций. «Внешнеэкономический бюллетень», 1999, № 9, с. 32.

მიღებული წარმოების გაფართოებისა და მშენებლობებისთვის, მიწის ექსპროპრიაციის შემთხვევაში მიეცემათ მისი ტოლფასი კომპენსაცია. ბრაზილიის კანონმდებლობით ნებადართულია საინვესტიციო კაპიტალისა და მოგების შეუფერხებლად რეპატრიაცია. ამასთან, კაპიტალის რეპატრიაცია იძულებულია საშემოსავლო გადასახადისგან და აუტომატურად ხორციელდება.

ამჟამად სულ უფრო მზარდ ინტერესს იწვევს ჩინეთში, ინდოეთსა და მექსიკაში შემუშავებული უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის პოლიტიკა, რადგან, სპეციალისტთა აზრით, სწორედ ეს ქვეყნებია უდიდესი კონკურენტები უცხოური ინვესტიციების ბაზარზე.

ჩინეთი უცხოური ინვესტიციების მეშვეობით ქვეყნის ეკონომიკური გაჯანსაღების ერთ-ერთი ყველაზე უფრო ნათელი მაგალითია. ჩინეთის გამოცდილება უნიკალურია, რადგან კომუნისტურმა ხელმძღვანელობამ, ერთი მხრივ, შეინარჩუნა ძველი პოლიტიკური სისტემა და მბრძანებლური მექანიზმები, მეორე მხრივ კი, ფართო მასშტაბიანი ეკონომიკური რეფორმები გაატარა. XX საუკუნის 90-იანი წლების დასაწყისიდან ჩინეთი მსოფლიოს მეორე უდიდეს რეციპიენტ ქვეყნად გადაიქცა აშშ-ის შემდეგ. ეკონომიკის ზრდის და უცხოური ინვესტიციების მოდინების ტემპებიდან გამომდინარე, შეგვიძლია ვიფარაუდოთ, რომ ჩინეთი ტოლს არ დაუდებს აშშ-ს საზღვარგარეთიდან მოზიდული კაპიტალდაბანდებების მოცულობის მხრივ. ჩინეთი თავისი ამ პოლიტიკით კვალში მიჰყვება აღმოსავლეთ აზიის სხვა ქვეყნებს - იაპონიას, ტაივანსა და სამხრეთ კორეას, რომლებმაც დიდ წარმატებებს მიაღწიეს საკუთარი საწარმოო ბაზის განვითარებაში ერთობლივი საწარმოების შექმნის გზით. ჩინეთის მთავრობა აგრძელებს უცხოელი ინვესტორებისთვის პირობების გაუმჯობესებას და ხშირად უპირატესობებს უქმნის მათ ადგილობრივი ინვესტორების წინაშე.[1] აქციების განთავსების დროს ადგილობრივი და უცხოელი მყიდველებისთვის განსხვავებული ფასების დაწესებაშიც გამოიხატება.[2] მექსიკისა და ინდოეთის მაგალითის მსგავსად, ჩინეთის სახელმწიფო საგეგმო კომისიამ და ეკონომიკისა და ვაჭრობის სახელმწიფო კომისიამ გამოაქვეყნეს იმ სექტორების კატალოგი რომელშიც მოხდება უცხოური ინვესტიციების წახალისება, ნების დართვა, შეზღუდვა ან აკრძალვა. 1997 წელს გამოქვეყნებული კატალოგი მოიცავს იმ 17 ძირითად სექტორს, რომლებიც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მეშვეობით უნდა განვითარდეს საზღვარგარეთიდან ინვესტიციების მიღების წახალისება აქტიურად ხდება სოფლის მეურნეობისათვის, ენერგეტიკისთვის, ბუნების დაცვისთვის, სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვებისა და ინფრასტრუქტურისთვის.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის წამახალისებელი ღონისძიებები

ამრიგად, უცხოური, განსაკუთრებით, პირდაპირი ინვესტიციების მოსაზიდად უამრავ წამახალისებელ მოტივს იყენებენ. მათ შორისაა საგადასახადო შეღავათები და არდადეგები, შეღავათიანი საიმპორტო ტარიფები, უცხოური პერსონალის მიღებისა და გათავისუფლების გამარტივებული წესები, შედარებითი ავტონომია მენეჯმენტისთვის. კერძოდ, 1998 წლიდან აქ აკრძალეს საიმპორტო საბაჟო ტარიფის და დღგ იმ ობიექტებისთვის მოწყობილობის მიწოდებაზე, რომლებსაც უცხოური კაპიტალის მეშვეობით აშენებენ.[3] ჩინეთში გეგმით დამტკიცებულ სტიმულებს ემატება წამაქეზებელი მექანიზმების მუდმივად სრულყოფა ცენტრალური და რეგიონული ხელისუფლების მიერ. მაგალითად, განსაკუთრებული საგადასახადო რეჟიმი და ბაჟისგან გათავისუფლება პირველად შესთავაზეს იმ საწარმოებს, რომლებიც სანაპიროს განსაკუთრებულ ეკონომიკურ ზონებში და პონკონგისა და მაკაოს რაიონებში მდებარეობს, 20-იან წლებში არეალი გაფართოვდა და 90-იანი წლების დასაწყისში ასეთი შეღავათები სხვა პროვინციებზეც გავრცელდა. როგორც კი შედეგს მიაღწიეს, ჩინეთში ახალი მასტიმულირებელი ღონისძიებების პაკეტი მიიღეს. თუ რომელიმე რაიონში უცხოური ინვესტიციების მოცულობა გარკვეულ დონეზე დაბლა აღმოჩნდება, რეგიონულ ორგანოებს ცენტრალური ხელისუფლების საგანგებო ნებართვის გარეშე

[1] Дмитриев М., Китайская модель экономического роста. "Инвестиции", 1996. № 10, გვ. 20-22.
[2] Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ-го. М.: «ИНФРА», 1997. გვ. 941-943.
3 Иностранные инвестиции в КИР. М.: «Кориф». 1999, 14. გვ. 20.

შეუძლიათ შეძლიდნენ ახალი წამაქეზებელი მექანიზმები, ე.ი. მათ უფლება აქვთ უცხოურ ინვესტიციების მეშვეობით წაახალისონ და განაპირობონ ეკონომიკა. ამ დროს ძირითადი მიზანია ქვეყანაში დიდი მოცულობის ინვესტიციების მოზიდვა.

უცხოელმა ინვესტორებმა გაზარდეს კაპიტალდაბანდებათა საერთო დონე და ეს განსაკუთრებულად გაძლიერდა სანაპირო რაიონებში, რომლებშიც პირველად გაუხსნეს კარი უცხოურ ინვესტიციებს.

მთლიანობაში შეგვიძლია ვთქვათ, რომ XX საუკუნის 90-იან წლებში უმრავლეს ქვეყნებში უცხოელი ინვესტორებისთვის რეჟიმის რეგულირების გამოცდილების განზოგადება ასეთი დასკვნის გამოტანის უფლებას გვაძლევს: ეს ქვეყნები აღიარებენ, რომ უცხოურ კაპიტალს მოაქვს ახალი ტექნოლოგიები, მართვის თანამედროვე ხერხები, სხვა ბაზრებზე გასვლის შესაძლებლობა და, რაც ყველაზე უფრო მნიშვნელოვანია, თვით ფინანსური სახსრები; მეორე მხრივ, ის ქვეყნები, რომლებიც ეკონომიკურ გარდაქმნებს ატარებენ, განსხვავებულად უდგებიან ეროვნულ ეკონომიკაში უცხოელი ბიზნესმენების აქტიურად „დანერგვას". ამის მიუხედავად, შეგვიძლია გამოვყოთ ის ზოგადი კანონზომიერებები, რომლებიც ჩვენი აზრით, აუცილებლად უნდა გავითვალისწინოთ საქართველოში უცხოური კაპიტალის ინვესტირების განვითარების სტრატეგიის შემუშავების დროს. ესაა: ყველა ქვეყანა იცავს ეროვნული რეჟიმის პირობებს; ყველა ქვეყანა ითხოვს უცხოური კაპიტალის რეგისტრაციას; ყველა ქვეყანაში არის ეკონომიკის ისეთი დარგები, სადაც ითხოვენ სპეციალურ ნებართვას ინვესტირებისათვის; ყველა ქვეყანაში არის ისეთი დარგები, რომლებიც ჩაკეტილია უცხოური კაპიტალისთვის.

ამასთან, დღევანდელ საქართველოში უცხოური ინვესტირების მიმართ პოლიტიკის გატარების დროს არ შეიძლება არ გავითვალისწინოთ ის, რომ უმრავლეს ქვეყნებში შეიმჩნევა უცხოური ინვესტირების რეჟიმების თანდათანობით ლიბერალიზაცია. ეს უცხოური ინვესტიციების მიერ ზემოაღნიშნული პოზიტიური ფუნქციების შესრულებითაა განპირობებული და შემდეგი მიმართულებებით ხორციელდება:

- მცირდება იმ დარგების რაოდენობა, რომლებშიც უცხოელი ინვესტორებას საქმიანობა აკრძალება;
- რბილდება ის მოთხოვნები, რომლებიც ზღუდავს კომპანიის კაპიტალში უცხოური კაპიტალის მონაწილეობის წილს;
- უცხოელ ინვესტორებს ეძლევა საწარმოთა შექმნის უფლება 100 %-იანი მონაწილეობით;
- იოლდება საზღვარგარეთ მოგებისა და დივიდენდების გატანა;
- მარტივდება და წესრიგდება უცხოური ინვესტიციების რეგისტრაციის პროცედურა;
- სულ უფრო მეტი რაოდენობით ტარდება უცხოური ინვესტიციების სტიმულირების ღონისძიებები.

ორმოცდამეერთე თავი. საერთაშორისო პრაქტიკაში უცხოური ინვესტიციების რეგულირების პრინციპები

კაპიტალთა მსოფლიო შეჯერების პროცესის განვითარება დაკავშირებულია საერთაშორისო მასშტაბით შრომის სულ უფრო დიდ დანაწილებასთან. ამჟამად განვითარებული მრეწველობის ყველა ქვეყანა გეყვლინება კაპიტალის ექსპორტიორადაც და იმპორტიორადაც. კაპიტალის ექსპორტი ხელს უწყობს ბაზრებზე რეციპიენტი ქვეყნების შეღწევას. კაპიტალის იმპორტი სამეცნიერო-ტექნიკური პროცესის სწრაფი განვითარების და მისი არათანაბარზომიერების პირობებში ხშირად წარმოადგენს რეციპიენტ ქვეყნებში მრეწველობის ახალ-ახალი დარგების განვითარების ერთადერთ საშუალებას. ამიტომაც უცხოური კაპიტალდაბანდებანი არსებით როლს ასრულებენ განვითარებული საბრეწველო ქვეყნების ეკონომიკურ განვითარებაში, ზოგიერთ დარგში კი მათი გაყლენა შეიძლება გადამწყვეტიც იყოს.

ამასთან, უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ უცხოური ინვესტიციების ზემოქმედება განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნების ეკონომიკაზე — არაერთგვაროვანია; განვითარებულ ქვეყნებში ეს ზემოქმედება არც ისე მნიშვნელოვანია, მას უპირისპირდება მძლავრი ეროვნული კაპიტალი, განვითარებადში კი ეს დაპირისპირება არ არსებობს. ამით, გარკვეულწილად, აიხსნება ქვეყნების მითითებულ ჯგუფებში უცხოური ინვესტიციების სამართლებრივი რეგულირებისადმი სხვადასხვაგვარი მიდგომაც.

ევროპის განვითარებული სამრეწველო ქვეყნები

დასავლეთის ქვეყნების აბსოლუტურ უმრავლესობას არ გააჩნია სპეციალური კანონები ინვესტიციების შესახებ; ისინი, ისევე როგორც ეროვნული ინვესტიციები, რეგულირდება საერთო კანონმდებლობის ნორმების საფუძველზე. ზოგიერთი რომელიც არარეზიდენტებს შეეხება, მოცემულია საგალუტო კანონმდებლობასა და რიგ სხვა კანონქვემდებარე აქტებში.

არცერთ განვითარებულ სამრეწველო ქვეყანაში უცხოური კაპიტალის შემოტანა არ არის აკრძალული. თუმცა ქვეყნაში არსებული კანონმდებლობა არეგულირებს მის ნაკადს, წარმოგვიდგენს ინვესტიციების სტიმულირების საშუალებებს, მისი განთავსების გზებს. ამ კანონმდებლობისათვის ნიშანდობლივია ის, რომ იგი არ შეიცავს პირდაპირ შეზღუდვებს და, ამასთანავე, ახორციელებს ქმედით სახელმწიფოებრივ კონტროლს უცხოურ ინვესტიციებზე. მარეგულირებელი მექანიზმების ელემენტებს შორის შეიძლება გამოყოთ:

ა) სპეციალური კანონები, რომლებიც ახდენენ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოტანისა და ფუნქციონირების წესის, ხელისუფლებისა და ადგილობრივი პარტნიორის მხრიდან კონტროლის რეგლამენტაციას და ა.შ.;

ბ) ქვეყნის ტერიტორიაზე პირდაპირი უცხოური კაპიტალდაბანდებების მაკონტროლებელი ორგანოები;

გ) საგალუტო კონტროლი;

დ) დაბეგვრის სისტემა;

ე) უცხოელ ინვესტორთა ანგარიშგების სისტემა და წესები;

ვ) უცხოური ინვესტიციების და დავათა გადაწყვეტის პროცედურის სამართლებრივი დაცვა. ბოლო დროს, რიგი მიზეზების გამო, რეგულირების მექანიზმი რთულდება, უცხოური კაპიტალის გამოყენებისადმი მიდგომა უფრო დიფერენცირებული ხდება.

ევროპის წამყვანი ქვეყნების კანონმდებლობას მართალია, არ გააჩნია პირდაპირი შეზღუდვები ინვესტორების სფეროში, იგი მხოლოდ აწესებს უცხოური ინვესტიციების ირიბ საზღვრებს. პირველ რიგში, საგალუტო და საგადასახადო კანონმდებლობის საშუალებით, მითითებული კანონების კონკრეტული ნორმები ხშირად იცვლება.

უცხოური ინვესტიციების რეგულირების ძირითადი მეთოდები

უცხოური კაპიტალდაბანდებების რეგულირების ძირითადი მეთოდები შემდეგნაირად ჯგუფდება:

1. საგალუტო კანონმდებლობაში წესდება შეზღუდვა (შესაძლოა აკრძალვაც) მოგებისა და

ძირითადი კაპიტალის გატანაზე. რეციპიენტი ქვეყნის მხარობა ამგვარად ახდენს გავლენას უცხოური ინვესტიციების ნაკადზე.

2. ნებადართულია კაპიტალისა და მოგების თავისუფალი გადადინება, დგინდება შეღავათები იმ ინვესტორებისათვის, რომლებიც თავიანთ კაპიტალს აბანდებენ ტერიტორიულად დაშორებულ რაიონებში ან ქმნიან მრეწველობის „ახალ" დარგებს. ეს ხელს უწყობს ინვესტიციების მოზიდვასა და სასურველი მიმართულებით წარმართვას.

3. გადასახადების შესაბამისი რეგულირების მეშვეობით მიიღწევა უცხოური კაპიტალის დაბანდება სასურველი სამართლებრივი ფორმით, მაგ. პოლდინგური კომპანიების ფორმით.

ევროპის კაპიტალისტური ქვეყნები ძირითადად მხარს უჭერენ თავისუფალი მეწარმეობის პრინციპის სხვადასხვაგვარ მოდიფიკაციებს. უცხოური კაპიტალის მიმართ განსაკუთრებით მკაცრია რეჟიმი საფრანგეთში. გერმანიაში, პირიქით, უცხოური ინვესტიციების ერთ-ერთი ყველაზე ლიბერალური რეჟიმია.

ევროპული ქვეყნებიდან მხოლოდ საბერძნეთს, იტალიას, პორტუგალიას, ესპანეთსა და თურქეთს გააჩნიათ უცხოური ინვესტიციების მარეგულირებელი სამართლებრივი აქტები. **საბერძნეთში** 1953 წელს მიღებული კანონი №2687 ადგენს ინვესტიციებზე ნებართვის მისაღებად ეროვნული ეკონომიკის სამინისტროში მიმართვის აუცილებლობას. **იტალიაში**, 1953 წ. №43 კანონით, მსხვილი ინვესტიციები მოწონებული უნდა იყოს სამინისტროთაშორისი კომიტეტის მიერ ეკონომიკური პოლიტიკის კოორდინაციისათვის. კანონი ითვალისწინებს პრეფერენციალური რეჟიმის მინიჭების შესაძლებლობას. **პორტუგალიაში** უცხოური კაპიტალდაბანდებების მიმართ გამოიყენება წესების ორი კრებული. ინვესტიციები ევროკავშირის ქვეყნებიდან რეგულირდება 1986 წ. იანვრიდან ამოქმედებული 326/85 კანონით (პორტუგალიის „საერთო ბაზართან" გაერთიანების თარიღი). სხვა ქვეყნებიდან ინვესტიციები კი რეგულირდება 1977 წლის საინვესტიციო კოდექსით და 1982 წელს მიღებული შესწორებებით. მსხვილ ინვესტიციებს ფინანსთა სამინისტრო (თუ პასუხი არ იქნა მიღებული 60 დღის განმავლობაში. ეს იმას ნიშნავს, რომ იგი მოწონებულია 1986 წ. №2077 სამეფო დეკრეტის თანახმად, **ესპანეთში**. უცხოური კაპიტალის 50%-ს, თავისუფლად ხორციელდება, დანარჩენი კი ექვემდებარება საგარეო გარიგებების დარგში გენერალური დირექტორის წინასწარ შემოწმებას.

უცხოური ინვესტიციები არავითარ მხარდაჭერას არ საჭიროებენ ისეთ ქვეყნებში, როგორიცაა: ბელგია, გერმანია, შვეიცარია, ინგლისისა და ა.შ., თუმცა იქაც შეიძლება არსებობდეს ზოგიერთი ოფიციალური პროცედურა, რომელსაც ადგენენ ან ცენტრალური ბანკები, ან სამინისტროები. უცხოური ინვესტიციების ხარისხი შეზღუდული არაა. მხოლოდ **შვეიცარიაში** კაპიტალის 60% და ხშირ 80% ბუნებრივი რესურსების გადამამუშავებელ საწარმოებში უნდა ეკუთვნოდეთ შვეიცარიელებს, თუმცა აქაც შეიძლება არსებობდეს გამონაკლისი. დაახლოებით ამდაგვარი მოთხოვნებია ფინეთშიც.

უცხოური კაპიტალისადმი სხვადასხვაგვარი დამოკიდებულება ნაკარნახევია ყოველი ქვეყნის პოლიტიკური და ეკონომიკური განვითარების თავისებურებებით, რაც ასახვას პოულობს კანონმდებლობაში.

უცხოური კაპიტალის მიმართ კონკრეტული სახელმწიფოს დაინტერესების ხარისხზე მიუთითებს იმ გარემოებაც, გააჩნია თუ არა ინვესტორს კაპიტალის ადგილობრივი მეანაბრეების თანასწორი უფლებები თუ მისი უფლებები შეზღუდულია. ევროპის ქვეყნების მიერ გატარებულ პოლიტიკას და კანონმდებლობას საბოლოო ჯამი დაუსვა ინტეგრაციულმა პროცესებმა, პირველ რიგში კი ევროკავშირის (ეკ) შექმნამ. პირდაპირი უცხოური კაპიტალდაბანდებების სამ მეოთხედზე მეტი თავმოყრილია დასავლეთ ევროპაში, პირველ რიგში კი ევროკავშირის წევრ ქვეყნებში. ევროკავშირი წარმოადგენს ევროპის კონტინენტის დასავლეთ ნაწილის ეკონომიკურ ბირთვს. ამ ქვეყნების ერთიანი პოლიტიკურ-ეკონომიკური კურსის გატარება ხორციელდება „საერთო ბაზრის" ორგანოების მიერ საკმაოდ ფართო დირექტივების მიღების გზით, რომელთა რეალიზაცია მონაწილე ქვეყნებში მიიღწევა ეროვნული რეგულირების გზით. ამით განისაზღვრება ის, რომ ევროკავშირის ქვეყნებს ერთმანეთის ინვესტიციების მიმართ უფრო კეთილმოსურნე და ლიბერალური დამოკიდებულება გააჩნიათ.

მიზანშეწონილად მიგვაჩნია ევროპის ძირითად სახელმწიფოებში უცხოური ინვესტიციების რეგულირების დახასიათება წარმოადგინოთ, რაც შესაძლებლობას მოგვცემს უკეთ გაეერკვეთ საქართველოს საინვესტიციო კანონმდებლობაში.

საფრანგეთი

საფრანგეთის დამოკიდებულება უცხოური ინვესტიციებისადმი მთლიანობაში კეთილმოსურნე პრინციპებს ემყარება, თუმცა მთავრობის პოზიციები დროდადრო იცვლებოდა. უცხოური კაპიტალის ინვესტირება დაუშვებელია ან შეზღუდულია მხოლოდ ეკონომიკის ცალკეულ დარგებში, მაგალითად, სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვებაში, ფარმაცევტულ წარმოებაში. 1966 წლიდან შეინიშნებოდა კეთილმოსურნე დამოკიდებულება ევროკავშირის ქვეყნებიდან ინვესტიციებისადმი. საფრანგეთი, ისანამეგობრობის სხვა მონაწილეებთან ერთად, ვალდებული იყო ყოველგვარი წინააღმდეგობის გარეშე გაეცა ნებართვა ევროკავშირის წევრი ქვეყნებიდან შემოსული კაპიტალის ინვესტირებისათვის.

70-80-იან წლებში საფრანგეთის მთავრობა აქტიურად ახალისებდა ფრანგული კომპანიების უცხოურ ინვესტიციებს. 1980წ. საფრანგეთმა „საერთო ბაზრის" ქვეყნებში პირდაპირ ინვესტიციებთან მიმართებაში თავისი კანონმდებლობა მოიყვანა შესაბამისობაში რომის შეთანხმებასთან. 1980 წლიდან საფრანგეთის ინვესტიციები ამ ქვეყნებში, ისევე როგორც მათი კაპიტალდაბანდებები საფრანგეთში, არ საჭიროებდა ხელისუფლებისაგან წინასწარ ნებართვას, შეზღუდვები უცხოური მონაწილეობის პროცენტთან მიმართებაში საფრანგეთში არ არსებობს.

უცხოურ ინვესტიციებზე საერთო კონტროლს საფრანგეთში ახორციელებს ეკონომიკისა და ფინანსთა სამინისტრო. კონტროლის უშუალო და ძირითადი ორგანოა ამ სამინისტროს ხაზინის დირექტორატი. ისევე ახდენს საფრანგეთის საფინანსო ურთიერთობების კოორდინაციას უცხოურ სახელმწიფოებთან. დირექტორატი ახორციელებს სავალუტო კონტროლს და არეგულირებს ყველა საკითხს, რომელიც ეხება პირდაპირი ინვესტიციებისა და სესხების შემოდინებასა და გადინებას საზღვარგარეთ. ზოგიერთი უფლება სავალუტო კონტროლის დარგში დირექტორატმა გადასცა საფრანგეთის ბანკს და საბაჟოს.

საფრანგეთში ინვესტირებისათვის (ისევე როგორც იქიდან ფრანგული კაპიტალის გატანისათვის) აუცილებელია წინასწარი ნებართვის მიღება – ეკონომიკისა და ფინანსთა სამინისტროში დეკლარაციისა წარდგენა. პრინციპში, ნებართვა გაიცემა ნებისმიერი ქვეყნის კომპანიებზე შეუფერხებლად, თუ ისინი სასურველია და არ მოითხოვს უცხოური კონტროლის დაწესებას ეკონომიკის რომელიმე დარგზე.

საქციო კომპანიის კაპიტალის 205-ზე მეტი მოცულობის მონაწილეობა განიხილება როგორც პირდაპირი ინვესტირება. ქვეყნის ეკონომიკაზე უცხოური კაპიტალის გადაჭარბებული გავლენის თავიდან ასაცილებლად ხაზინის დირექტორატი უცხოური კომპანიების (თუნდაც ფრანგული, მაგრამ უცხოური კომპანიების მიერ კონტროლირებადი) კონტროლის ხარისხის შეფასებისას ითვალისწინებს არა მხოლოდ ინვესტიციების სიდიდეს, არამედ კონკრეტული ინვესტორის გავლენისა და დამოკიდებულების სხვა სახეებსაც, რომელიც შეიძლება იყოს (აქციებთან ერთად) პატენტების, ლიცენზიების შეძენის, სავაჭრო გარიგებებისა და სესხების განსორციელების, კომპანიებისათვის მსხვილი მასშტაბის გარანტიების მინიჭების შედეგი და ა.შ.

უცხოურ კომპანიებზე ვრცელდება გადასახადების გადახდის, კრედიტისა და სხვადასხვა შეღავათების მიღების ნაციონალური რეჟიმი. შეზღუდვები ქვეყნიდან მოგების მაგალითზე არ არსებობს. უფრო მეტიც, უცხოელი ინვესტორები, რომლებიც ახორციელებენ კაპიტალდაბანდებებს ნაკლებად განვითარებულ (ჩამორჩენილ) ქვეყნებში, სარგებლობენ საფრანგეთის მთავრობის სუბსიდიებით, შეღავათიანი კრედიტებით და საგადასახადო შეღავათებით. სუბსიდიები შეადგენენ შემოტანილი უცხოური კაპიტალის 15-დან 20%-მდე. გარდა ამისა, ადგილობრივ ხელისუფლებას შეუძლია გაათავისუფლოს საწარმოები გადასახადების გადახდისაგან 5 წლით.

გარდა ამისა, საფრანგეთში არსებობს ზოგიერთი შეზღუდვა უცხოელთა უფლებებზე. თუ საუბარია ნავთობის მომპოვებელი, გადამამუშავებელი საწარმოების შექმნაზე ან მის იმპორტზე, მასში უცხოელს

ეკრძალება ხელმძღვანელი თანამდებობის დაკავება.

საფრანგეთში, გარდა საკალუტო კონტროლისა, არსებობს ასევე სპეციალური კონტროლი, რომელიც ერცელდება უცხოურ სესხებზე, შიდა და საგარეო პირდაპირ ინვესტიციებზე; მისი მეთოდები მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია საკალუტო რეგულირების მოთხოვნებზე. „საერთო ბაზრის ქვეყნებთან პირდაპირ ინვესტიციებზე გარიგებები არ ექვემდებარება ასეთ კონტროლს და ხორციელდება მხოლოდ დეკლარაციის საფუძველზე საკალუტო კონტროლის ორგანოების მხრიდან.

საფრანგეთის ბაზარზე სესხებისა და აქციების გამოშვება, როგორც წესი, ასევე მოწონებული უნდა იქნეს ეკონომიკისა და ფინანსთა სამინისტროს მიერ. საზღვარგარეთ სესხების მიღება საფრანგეთში მყოფი იურიდიული პირების განყოფილებებისა და ფილიალების მიერ, ჩვეულებისამებრ, მოითხოვს მითითებული სამინისტროს წინასწარ ნებართვას. უნდა აღინიშნოს, რომ ეს ნორმა ხშირად იცვლება ქვეყნის საკალუტო-საფინანსო მდგომარეობის შესაბამისად.

1977 წ. საფრანგეთში მიღებულ იქნა ცირკულარი პირდაპირი ფრანგული ინვესტიციების შესახებ საზღვარგარეთ და პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე საფრანგეთში, რომელიც ადასტურებს იმას, რომ საფრანგეთი ისწრაფვის უცხოური კაპიტალის გადაჭარბებული გავლენისაგან თავის არიდებისაკენ. ცირკულარის 122—ე სტატიაში ნათქვამია, რომ ფრანგული ამხანაგობა შეიძლება ჩათვალოს უცხოურ კონტროლს დაქვემდებარებულ საწარმოდ, იმ შემთხვევაში, როცა უცხოური მონაწილეობის წილი ძალიან ცოტაა, თუ ამ მონაწილეობას თან ახლავს ამგვარი წილის ნაწილის ან დარჩენილი აქციების უპირატესი შეძენის უფლების დროს, ან თუკი ეს უკანასკნელი გვთავაზობს სესხებსა და გარანტიებს. რომელთა სიდიდე გვაფიქრებინებს რომ ამხანაგობის დაფინანსებაზე სწორედ ისაა პასუხისმგებელი, ასევე, თუკი უცხოურ მონაწილეობას თან ახლავს პატენტების, ლიცენზიების, კომერციული და ტექნიკური თანამშრომლობის კონტრაქტების დასკვნების გადაცემა, რის შედეგადაც ამხანაგობა ხდება უცხოურ ინვესტორებზე ან ინვესტორთა ჯგუფებზე დამოკიდებული.

„საერთო ბაზრის“ ქვეყნის კომპანიის მიერ კონტროლირებად უცხოურ კომპანიას თავისუფლად შეუძლია დაარწმუნოს შვილობილი საწარმო საფრანგეთში, ან მიიღოს მონაწილეობა ფრანგული კომპანიების კაპიტალში. სხვა უცხოურ კომპანიებსაც შეუძლიათ შექმნან საფრანგეთში შვილობილი საწარმოები, თუმცა ფრანგული კომპანიის შეძენა მათთვის შეზღუდულია 10 მლნ. ფრ. ფრანკით. აღნიშნულ თანხაზე მეტი ოდენობის წილის შეძენისას ინვესტორებს უნდა ჰქონდეთ ნებართვა. საზღვარგარეთ ინვესტირების მსურველ ფრანგულ კომპანიებთან არაფითარ წინასწარ დეკლარაციებს არ მოითხოვენ, თუკი ინვესტიციების თანხა არ აღემატება დადგენილ ზღვარს.

კაპიტალის გატანა საფრანგეთსა და იმ ქვეყნებს შორის, რომლებიც არ შედიან ფრანგული ფრანკის ზონაში, ასევე ნებადართული უნდა იქნეს. საერთო წესის თანახმად, კაპიტალის გატანა საფრანგეთიდან რეზიდენტების მიერ შეზღუდულია; ამაუდროულად, საფრანგეთში უცხოური სახელმწიფოებიდან კაპიტალის შემოტანა თავისუფალია, საზღვარგარეთ არარეზიდენტები თანხების გატანა ასევე შეზღუდული არ არის.

დიდი ბრიტანეთი

უცხოურ კაპიტალთან მიმართებაში ინგლისური პოლიტიკის მთავარი თავისებურება იყო და არის მისი შემოდინების ყოველმხრივ მხარდაჭერა. ინგლისური პოლიტიკა იმაში მდგომარეობს, რომ წაახალისოს არარეზიდენტთა ინვესტიციები. დიდი ბრიტანეთის მთავრობა მომხრეა ქვეყანაში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოზიდვის, რადგან მას თან ახლავს მოწინავე საზღვარგარეთული ტექნოლოგიების შემოტანა და ინგლისის მრეწველობაში სამუშაო ადგილების რიცხვის ზრდა.

წინათ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ხორციელდებოდა ინგლისის ბანკის მიერ გაცემული ინდივიდუალური ნებართვის საფუძველზე. ამჟამად ეს საჭირო აღარაა. დიდ ბრიტანეთში საკალუტო კონტროლის მექანიზმი ხელს უწყობს უცხოური კაპიტალის შემოდინებას. თუმცა, არსებობს მკაცრი წესი, რომელიც ითვალისწინებს იმას, რომ „სტერლინგის ზონის“ მიღმა ინგლისურ ბაზაზე ამპორტისა

და რეალიზაციისათვის წარმოებული პროდუქცია უნდა ფინანსდებოდეს მხოლოდდამხოლოდ საკუთარი, ანუ უცხოური სახსრებით და არა დიდ ბრიტანეთში მიღებული სესხები (რაც დასაშვებია, მაგალითად, საფრანგეთში). თუ შექმნილი კომპანია დიდი ბრიტანეთის ეკონომიკისათვის მნიშვნელოვნად ითვლება, უცხოელი ინვესტორი (უცხოური კომპანია) სარგებლობს გამონაკლისის უფლებით და შეუძლია გამოიყენოს ადგილობრივი კრედიტებიც საწარმოს განვითარებისათვის, თუკი მიიღებს დამატებით კიდევ ერთ ნებართვას. ამგვარი ნებართვა სჭირდება აქციების გამოშვებასაც.

ჩვეულებრივ, ხაზინა უცხოელ ინვესტორებს აძლევს შესაძლებლობას მიიღონ კრედიტები მხოლოდ მოკლევადიანი, მიმდინარე საჭიროებისათვის და არა ინვესტირებისათვის. არსებობს ამ პრინციპის მნიშვნელოვანი გამონაკლისები. ფუნტ სტერლინგებში არალიმიტირებული ფინანსების უფლება ეძლევათ კომპანიებს, რომლებშიც უცხოური მონაწილეობა აქციების საკონტროლო პაკეტზე ნაკლებია; თუ ინგლისური კომპანია კონტროლდება „საერთო ბაზრის" ქვეყნის წარმომადგენელი უცხოელის (კომპანიის) მიერ, მაგრამ შექმნილი ობიექტის მიმართ დიდ ბრიტანეთს განსაკუთრებული ინტერესი გააჩნია. განსაკუთრებით მკაცრი საკრედიტო შეზღუდვები ვრცელდება ბრუნვის სფეროში დასაქმებულ ფირმებს, ანუ სავაჭრო კომპანიებს. თუმცა საერთო წესება არ არსებობს, პრაქტიკულად ყველაფერი დამოკიდებულია ხელისუფალთა ნებაზე. ინგლისის მთავრობა აძლევს უცხოელ ინვესტორებს დიდ ბრიტანეთში მიღებული დივიდენდების და მოგებების (გადასახადების გამოქვითვით) ასევე საკუთრების გაყიდვისგან მიღებული ამონაგების დაუბრკოლებლად გატარების გარანტირებულ უფლებას.

ინგლისის მთავრობამ ინვესტორებისათვის შეიმუშავა და იყენებს როგორც ეროვნული, ასევე უცხოური ფირმებისათვის ერთიანი, ფინანსური შეღავათების სისტემა. ისევე, როგორც საფრანგეთში, ფინანსურ მხარდაჭერას და სხვადასხვა შეღავათებს პირველ რიგში, ის კომპანიები ღებულობენ, რომელთა საქმიანობაც დაკავშირებულია ე.წ. განვითარებად რაიონებთან – შოტლანდიის და უელსის ნაწილი, ლივერპულისა და მერსეისაიდის რაიონები, ასევე, ინგლისის ჩრდილო-აღმოსავლეთი და სამხრეთ-დასავლეთი.

ინგლისელი ეკონომისტების აზრით, უცხოური კაპიტალის შემოდინების შემზღუდველ ფაქტორებს მიეკუთვნება დაბეგვრის და სავალუტო შეზღუდვების არსებული სისტემა.

უკანასკნელ წლებში დიდ ბრიტანეთში შეინიშნება ტენდენცია უფრო დიფერენცირებული მიდგომისა ცალკეული უცხოური ფირმების მიერ დაპანდებათა გეგმების შეფასებისადმი და დააკისრონ მათ გარკვეული ვალდებულებები. უცხოური კაპიტალის მიერ ეროვნული ფირმების შთანთქმა განიხილება როგორც არასასურველი, ამიტომაც, როცა საკითხი ასე დაისმის, დღის წესრიგში დგება რამდენიმე მოთხოვნა („მოთხოვნათა პაკეტი") შთანმთქმელი საწარმოს მიმართ, კერძოდ, უცხოელთა მიერ აქციათა საკონტროლო პაკეტის შეძენისას წინასწარ იდება პირობა, რომ კომპანიის გამგეობაში ადგილების უმრავლესობას იკავებენ ინგლისელი დირექტორები, აქციათა გარკვეული რაოდენობა კი უმტკიცდება რომელიმე სხვა კომპანიას და არა იმას, ვინც იძენს საკონტროლო პაკეტს. ნაციონალიზაციის შემთხვევაში უცხოურ ფირმებს რაიმე გარანტიები არ გააჩნიათ. უკანასკნელ წლებში დიდ ბრიტანეთში ყურადღება ექცევა ადგილობრივი ფირმების კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისა და უცხოურ კომპანიებთან ბრძოლაში მათი პოზიციების განმტკიცების აუცილებლობას, 1978 წ. მიღებულ იქნა კანონი საექსპორტო გარანტიებისა და უცხოური ინვესტიციების შესახებ.

ბელგია

უცხოელი ინვესტორების მიერ ბელგია შეფასებულია, როგორც სასურველი რეჟიმის მქონე ქვეყანა.

კაპიტალის შემოტანა ბელგიაში შეზღუდული არ არის და ხორციელდება გენერალური ლიცენზიის შესაბამისად სავალუტო კონტროლის წესების დაცვით. სავალუტო კონტროლის ბელგო-ლუქსემბურგული ინსტიტუტის მიერ, რომელიც 1964წ. შეიქმნა, გარანტირებულია კაპიტალის რეპატრიაცია და მოგების გატანა თავისუფალი ან ოფიციალური კურსის შესაბამისად. უცხოელ ინვესტირებზე ვრცელდება ეროვნული რეჟიმი. უცხოური კომპანიები სარგებლობენ სახელმწიფოს

დახმარებითა და ხელშეკრულებით ეკონომიკურად ჩამორჩენილ რაიონებში კაპიტალის ინვესტირებისას (სადაც განსაკუთრებით მწვავედ დგას უმუშევრობის საკითხი). სახელმწიფოს დახმარება გამოიხატება ფინანსური სუბსიდიებით, საკრედიტო და საგადასახადო შეღავათებით (გარკვეული პერიოდით გადასახადებისაგან სრული ან ნაწილობრივი განთავისუფლება).

ბელგია დაინტერესებულია უცხოურ კომპანიებთან თანამშრომლობით, აგრეთვე იმით, რომ უცხოელი ინვესტორი იყენებდეს საციონალურ ფირმებს მიმწოდებლებისა და მონარდების რანგში ბელგიის ბაზარზე აქციების გამოსაშვებად უცხოურ კომპანიებს სჭირდება ფინანსთა სამინისტროს ნებართვა არარეზიდენტთა მიერ ბელგიური სააქციო საზოგადოებების აქციების შესაძენად ასევე საჭიროა ამავე სამინისტროს ნებართვა.

უცხოური კაპიტალი ბელგიაში ხშირად იძენს შვილობილი კომპანიების ფორმას, რომლებშიც 100% ეკუთვნის უცხოურ ფირმებს, უმთავრესად ამერიკულს.

უცხოური ინვესტიციებისათვის საკმარისად სასურველი რეჟიმის მიუხედავად, ბელგიაში ხანდახან წესდებოდა დროებითი შეზღუდვები საზღვარგარეთ უცხოურ კაპიტალდაბანდებიდან მოგების გატარებაზე (მსგავს შეზღუდვებს ადგილი ჰქონდა 1971 წ.).

იტალია

ამჟამად იტალიაში უცხოური კაპიტალის შეტანა და გამოტანა თავისუფლად ხორციელდება. ასევე არ არსებობს არაუთანარი შეზღუდვა მის რეპატრიაციაზე.

1956 წლიდან იტალიაში მოქმედებს №43 კანონი, რომელიც აწესებს ქვეყანაში ხელსაყრელ რეჟიმს უცხოელი ინვესტორებისათვის. მან გაამარტივა უცხოური კაპიტალის შემოტანაზე ნებართვის მიღების პროცედურა, დააკანონა მოგების გატარების შესაძლებლობა, გააუქმა ზოგიერთი არსებული შეზღუდვა. კანონი აწესებს დიფერენცირებულ მიდგომას ინვესტიციებისადმი, ახალისებს საწარმოო ინვესტიციებს. ხელსაყრელი რეჟიმის მისაღებად უცხოელმა ინვესტორმა თავის განცხადებაში უნდა დაასაბუთოს მათი საწარმოო ხასიათი; თუკი ასეთი განაცხადი არ გაკეთდება, ინვესტიციები ავტომატურად არასაწარმოოდ ჩაითვლება.

სხვა დასავლეთ ევროპული ქვეყნებისგან განსხვავებით, უცხოური კომპანიების ქსელი იტალიაში არც ისე დიდია. ამ ქვეყანაში ფართო გავრცელება ჰპოვა შერეულმა საზოგადოებებმა უცხოური და იტალიური კაპიტალის მონაწილეობით. შერეული საზოგადოებების დაფუძნება იტალიური კაპიტალის მნიშვნელოვანი მონაწილეობით განიხილება, როგორც უცხოურ ინვესტიციებზე ეფექტური კონტროლის შესაძლებლობა.

1974 წ. 26 დეკემბერს იტალიაში მიღებულ იქნა დეკრეტი, რომელიც რამდენადმე ავიწროებს უცხოელ ინვესტორთა შესაძლებლობებს. დეკრეტის თანახმად, საზღვაო ტრანსპორტისა და მომსახურების სფეროში უცხოური მონაწილეობა შეზღუდულია 49%-მდე, ამასთან, ამ სფეროში შექმნილ საწარმოთა უცილობელი მონაწილე უნდა იყოს იტალიური საზოგადოება „ფინმარე". „ფინმარე" სახელმწიფოებრივ-კერძო საფინანსო ორგანიზაციაა საზღვაო მომსახურების სფეროში, სადაც უცხოელთა მიერ უძრავი ქონების შეძენა ხორციელდება შეუფერხებლად.

იტალიიდან კაპიტალის გატანა შეზღუდულია. რიგ შემთხვევებში, იტალიური კაპიტალის საზღვარგარეთ დასაბანდებლად საჭიროა საგარეო ვაჭრობის სამინისტროს სპეციალური ნებართვა.

ნიდერლანდები

70-იანი წლების დასაწყისისათვის ჰოლანდიის მთავრობამ უცხოური კაპიტალისათვის ძალზე ხელსაყრელი რეჟიმი დააწესა. ჰოლანდიის კომპანიაში წილის მისაღებად ან საკუთარი საწარმოს შესაქმნელად უცხოელებს სჭირდებათ ნიდერლანდების ეკონომიკის სამინისტროსა და ნიდერლანდების ბანკის ნებართვის მიღება. ეს ბანკი იძლევა გენერალურ ლიცენზიას. კაპიტალის რეპატრიაციაზე ან მოგების შეზრუდვები არ არსებობს. უცხოურ კომპანიას თავისუფლად შეუძლია უძრავი ქონების შეძენა. შეზღუდვები არ არსებობს აგრეთვე შესაქმნელ კომპანიებში უცხოელთა მიერ ხელმძღვანელი

პოსტების დაკავების თაობაზე.

ზშირია შემთხვევები, როცა პოლანდიის მთავრობა უცხოურ ფირმებს სთავაზობს დამატებით შეღავათებს, უფრო მეტს, ვიდრე ევროკავშირის სხვა ქვეყნებში. არსებობს შეღავათები მუნიციპალურ დონეზეც. შეღავათიანი ტარიფებით მარაგდებიან ისინი ელექტროენერგიით და ა.შ. 1969 წლიდან უცხოურმა კომპანიებმა მიიღეს ადგილობრივი ფინანსური სახსრებით სარგებლობის საშუალება. საბანკო სისტემის განვითარების მაღალი დონე, სასესხო კაპიტალის ბაზრის, რომელსაც ძალზე აქტიურად მამართავენ უცხოური კომპანიები, უფრო ხელსაყრელია, ვიდრე სხვა ქვეყნებში. საგადასახადო კანონმდებლობაქმნის სასურველ კლიმატს უცხოური ინვესტიციებისათვის. 1980 წ. ამ ქვეყანაში მიღებულ იქნა კანონი საგარეო საფინანსო ურთიერთობების შესახებ. არარეზიდენტებს ათავისუფლად შეუძლიათ ნიდერლანდებში უძრავი ქონების ყიდვა როგორც პირადი სარგებლობისათვის, ასევე კაპიტალის დასაბანდებლად.

გერმანია

გერმანიის ეკონომიკაში უცხოურ ინვესტიციებს უკავიათ უფრო მნიშვნელოვანი ადგილი, ვიდრე ევროპის სხვა კაპიტალისტურ ქვეყნებში.

უცხოელი ინვესტორებისათვის ქვეყანაში არსებობს ერთ-ერთი ყველაზე ხელსაყრელი რეჟიმი. მაგალითად, გერმანიის კანონმდებლობა არ აწესებს რაიმე შეზღუდვას უცხოური კაპიტალის შემოტანასა და გატანაზე. ისინი ხორციელდება თავისთავად, ამისათვის არავითარი ნებართვა არაა საჭირო. იქ არც რაიმე არსებობს, რომელიც შეზღუდავდა უცხოელთა მონაწილეობას შესაქმნელი საზოგადოებების კაპიტალში ან მათ მიერ ხელმძღვანელ ორგანოებში თანამდებობების დაკავებას.

უცხოელს (უცხოური არასაზოგადოების) შეუძლია კაპიტალის თავისუფალი ინვესტირება გფრ-ს ეკონომიაში, ასევე უძრავი ქონების შეძენა პირადი საჭიროებისა თუ საწარმოთა მშენებლობისათვის. გერმანიაში არის საწარმოთა დიდი რაოდენობა, რომლებიც კონტროლდება უცხოური კაპიტალის მიერ, რომლებიც ფართოდ იყენებენ საზღვარგარეთ განთავსებული სათაო კომპანიების სამეცნიერო-ტექნიკური მიღწევებს. პატენტებისა და ლიცენზიების შესაძენად ქვეყნის დანახარჯების 50% მოდის აშშ მონოპოლიების ფილიალებზე, რომელთა ხვედრითი წილი გერმანიაში უცხოური ინვესტიციების თითქმის 45%-ს შეადგენს.

ინვესტიციების მიმართვა რეგულირდება დიფერენცირებული გადასახადების სისტემის მეშვეობით. მაგალითად, 1965 წლიდან გფრ-ში არსებობდა დაბალი (15%) გადასახადი. მოგებაზე და 51-იანი გადასახადი. ამიტომაც უცხოური კომპანიების (ძირითადი ამერიკული) სასწრაფოდ მოგებას გერმანიიდან ათავსებენ ქვეყნებში სათაო ორგანიზაციებში. გადასახადების სისტემის ცვლილებისა და სხვა ფაქტორების ზემოქმედებისას მოგების არახელსაყრელია. იგივე ამერიკულ კომპანიებს თანხის ნაცვლად აშკარად გააქვთ კაპიტალი პატენტების, მმართველობის სისტემის ლიცენზიების სახით და ა.შ.

თავისუფალი მეწარმეობის პრინციპი, რომლის შესანარჩუნებლად ასე ისწრაფვიან კაპიტალისტური ქვეყნები ერთის მხრივ და უცხოური კაპიტალისადმი სულ უფრო მზარდი მოთხოვნილება, რაც აძლიერებს ეკონომიკაში კონკურენციასა და ინტეგრაციულ პროცესებს – მეორე მხრივ, მნიშვნელოვანწილად განაპირობებენ უცხოური ინვესტიციების მარეგულირებელი კანონმდებლობის განვითარებას. რაც უფრო მეტია ქვეყნის დაინტერესება უცხოური კაპიტალით, მით უფრო ლიბერალური ხდება კანონები. მათში ნაკლები შეზღუდვებია, მეტწილად გამოიყენება დისპოზიციური ნორმები.

და ბოლოს, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ევროპის საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში უცხოური ინვესტიციების მარეგულირებელი კანონმდებლობის განვითარება ადასტურებს უცხოური კაპიტალის მოზიდვისადმი მიმართულ ზოგად ტენდენციას. თუმცა ეს სახელმწიფოები ცდილობენ არ დაუშვან მათი გადაჭარბებული გავლენა, მითუმეტეს კონტროლი ეკონომიკის რომელიმე დარგზე თავისუფალი მეწარმეობის პრინციპის შესაბამისად უმეტეს ქვეყნებში (დიდ ბრიტანეთში, გფრ-ში, ბელგიასა და შვეიცარიაში) არ არის გათვალისწინებული რაიმე შეზღუდვა სამეურნეო საქმიანობით დაინტერესებული

უცხოელების მიმართ მხოლოდ ზოგიერთ ქვეყნებში არსებობს საკანონმდებლო ნორმები, რომლებიც გარკვეულწილად ზღუდავენ უცხოელ მონაწილეს (საფრანგეთში, იტალიაში 1974 წლიდან, ფინეთში 1978 წლიდან). ერთიანი წესი არ არსებობს, არსებული შეზღუდვები აკრძალვის ხასიათს არ ატარებენ. უმეტესწილად ისინი მიმართულია შესაბამისი ნებართვის მიღების აუცილებლობისკენ. ამასტანავე, ყოველ სახელმწიფოსთვის განკარგულებაში გააჩნია იმის საშუალება, რომ არ დაუშვას ეკონომიკაში არასასურველი ინვესტორი.

იმდენად, რამდენადაც უცხოური ინვესტიციები კაპიტალის რეციპიენტ ქვეყანაში ხორცს ასხამს საწარმოში, საწარმოები კი იქმნებიან კონკრეტული ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით მიმღები სახელმწიფოს საკუთრო კანონმდებლობის შესაბამისად, ზედმეტი არ იქნება იმის გარკვევა, არის თუ არა ამ კანონმდებლობაში რაიმე შეზღუდვა უცხოელი ინვესტორისათვის. ევროპული სახელმწიფოების აბსოლუტური უმრავლესობის თანამედროვე საკუთრო კანონები როგორც წესი, არ ზღუდავენ უცხოელთა შესაძლებლობებს (როგორც ფიზიკურ ასევე იურიდიულ პირებს) იყონ საკუთრო საზოგადოებების დამფუძნებლები. განსახილველ ქვეყნების კანონმდებლობა არეგულირებს საკუთრო საზოგადოებების შექმნის წესს მიუხედავად იმისა, თუ ვინ არის კაპიტალის დამბანდებელი პირი. პრაქტიკულად არ არის საკანონმდებლო ბარიერი კომპანიათა მმართველობაში უცხოელთა ასარჩევად. უცხოელთა უფლებების დაცვა როგორც კომპანიის აქციონერების. ასევე მისი კრედიტორების რანგში ხორციელდება საკუთრო უფლებების ზოგადი ნორმების საფუძველზე.

სკანდინავიის ქვეყნები

ევროპის მხოლოდ ზოგიერთ ქვეყანაში იზღუდება საკუთრო კანონებით უცხოელები. ეს განსაკუთრებით შეეხება სკანდინავიურ ქვეყნებს. ასე, მაგალითად, შვეციაში მათ არ შეუძლიათ იყონ დამფუძნებლები; დანიაში ეს დასაშვებია, თუმცა იმ პირობით, თუ კომპანიის დამფუძნებელთა უმრავლესობა დანიელია.

მიუხედავად იმისა, რომ შვეიცარიის კანონმდებლობა მთლიანობაში საკმაოდ ლიბერალურია, აქ დაწესებულია ცნობილი შეზღუდვები, რომლებიც ადმინისტრაციული საბჭოს წევრებს შეეხება. ქვეყნის მაკალდებულებელი კოდექსის ნორმათა თანახმად, ადმინისტრაციული საბჭოს უმრავლესობა წარმოდგენილი უნდა იყოს შვეიცარიაში მცხოვრები შვეიცარელებით; თუ წესებით გათვალისწინებულია ერთი ადმინისტრატორი, ისიც ასევე შვეიცარიაში მცხოვრები შვეიცარიელი უნდა იყოს.

ფინეთში შექმნილი საკუთრო საზოგადოებების გამგეობაში უცხოელები დაიშვებიან მხოლოდ ფინეთის სახელმწიფო საბჭოს ნებართვით და მხოლოდ წევრთა ერთი მესამედის ოდენობით. სახელმწიფო საბჭოს ნებართვით უცხოელს შეუძლია დაიკავოს დირექტორის თანამდებობა. ნორვეგიასა და დანიაში უცხოელები შეიძლება იყონ გამგეობის წევრები ქვეყანაში არანაკლებ 5 წლის ცხოვრების პირობით. იაპონიაში შეზღუდულია უცხოელის მონაწილეობის ხვედრითი წილი საკუთრო საზოგადოებაში (არაუმეტეს 50%-ისა) და მმართველობის ორგანოებში; საზოგადოების პრეზიდენტი შეიძლება იყოს მხოლოდ იაპონელი.

უცხოური კომპანიის, როგორც ერთ-ერთი დამფუძნებლის წინაშე შეიძლება დადგეს საკუთრო კანონმდებლობით გათვალისწინებული სხვა სახის წინააღმდეგობა, არანაკლებ დიდ მნიშვნელოვანი, რაც ერთხელ ადასტურებს იმ ქვეყნის სამართლის გაცნობის აუცილებლობას, სადაც გათვალისწინებულია საწარმოს ორგანიზაცია. კერძოდ, ჩვენ მხედველობაში გვაქვს სკანდინავიის ქვეყნებში უცხოელებზე მიწების გაყიდვის აკრძალვა. ნორვეგიაში ეს, უბრალოდ, შეუძლებელია, შვეიცარიაში კი შესაძლებელია, ოღონდ მეფის ნებართვით. ამრიგად, მიწის ნაკვეთების შეძენა შესაძლებელია მხოლოდ არენდით.

აღნიშვნის ღირსია ის გარემოებაც, რომ ნორვეგია ქვეყანაში დარეგისტრირებულ შერეულ საზოგადოებებს, რომლებიც ნორვეგიულ იურიდიულ პირებს წარმოადგენენ, განიხილავს როგორც უცხოელებს, როცა საკითხი დაისმის მიწის ყიდვის შესახებ და არ ჰყიდის მათზე მიწას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეს ქვეყანა ხელმძღვანელობს კონტროლის პრინციპით თუნდაც ნორვეგიული კანონებით ინფორმირებული იურიდიული პირის ეროვნების დადგენას.

ორმოცდამეორე თავი. უცხოური ინვესტირების სტიმულირება

42.1. უცხოური ინვესტიციების პოტენციალის გაზრდის აუცილებლობა

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა ქვეყნის ინვესტიციის ბაზრის ფორმირების აუცილებელ პირობად უნდა განვიხილოთ. იგი მნიშვნელოვანწილად უზრუნველყოფს ერიუნული ეკონომიკის არა ფორმალურ, არამედ რეალურ ჩართვას მსოფლიო მეურნეობაში და, როგორც მრავალი განვითარებული ქვეყნის გამოცდილება ადასტურებს, ეკონომიკაში კრიზისული მდგომარეობის დაძლევის, მისი სტრუქტურული გარდაქმნის, წარმოების ეფექტიანობისა და ხარისხის ამაღლების, საგარეო-ეკონომიკურ კავშირურთიერთობათა გააქტიურების ერთ-ერთი ძირითადი გზაა.

მსოფლიო სამეურნეო პროცესებისაგან საქართველოს არსებითი იზოლირება ეკონომიკის სერიოზულ შუბრუჯად იქცა. ამიტომ დგება ამოცანა, არა მარტო აქტიურად გამოვიყენოთ საგარეო-ეკონომიკური კავშირების მექანიზმი ეკონომიკის ინტენსიფიკაციისათვის, არამედ კარდინალურად ავამაღლოთ კიდეც მისი ინტერნაციონალიზაციის დონე მსოფლიო სამეურნეო სისტემაში თანდათანობით ჩართვის განხორციელებით. აქ ოჯი უნდა ვხელმძღვანელოთ სტანდარტულ მიდგომებს და გულდასმით გავითვალისწინოთ ქვეყნისა და მისი რეგიონების სპეციფიკური თავისებურებები. კერძოდ, მსოფლიო სამეურნეო კავშირურთიერთობებში საქართველოს ჩასართველად აუცილებელია საგარეო-ეკონომიკური საქმიანობის ორგანიზაციისა და მართვის მთელი სისტემის გარდაქმნა და სამეურნეო მექანიზმის კარდინალური რეფორმა.

საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა ჩვენს მიერ მოიაზრება როგორც ინვესტიციის ბაზრის ოპტიმალური ფორმირების აუცილებელი პირობა. იგი უზრუნველყოფს საქართველოს ეკონომიკის მსოფლიო მეურნეობაში არა ფორმალურ, არამედ რეალურ ჩართვას და გვესახება ეკონომიკის კრიზისული მდგომარეობის გადალახვის, მისი სტრუქტურული გარდაქმნის, წარმოებრივი პოტენციალის თანამედროვე ტექნოლოგიურ დონეზე გადაყვანის მნიშვნელოვან, გამოცდილებით დადასტურებულ საშუალებად.

მეტიც. ვერც საქართველო, ვერც სხვა ქვეყნები ინვესტიციური პოტენციალის ფორმირებისას, მისი ეკონომიკის რეფორმირების პროცესში მოზიდვისა და ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდის უზრუნველსაყოფად გვერდს ვერ აუვლიან მსოფლიო ინვესტიციის ბაზარში ჩართვას.

ამრიგად, დღეს აშკარაა საქართველოს ეკონომიკაში უცხოური ინვესტიციების გამოყენების აქტუალობა. ეკონომიკის კარგახსნილობის, ეროვნული წარმოების კონკურენტუნარიანობის ამაღლების, მსოფლიო ბაზარზე ხდომის მოპოვების, საერთაშორისო საფინანსო გაცვლაში მონაწილეობის ინტერესები უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისათვის პირობების შექმნის აუცილებლობას განაპირობებს. თითქმის ყველა ყოფილი სოციალისტური ქვეყნის გამოცდილებამ გვიჩვენა, რომ უცხოელი სტრატეგიული ინვესტორების გამოჩენამ, რომლებიც საწარმოთა რეკონსტრუქციისათვის საჭირო რესურსების მობილიზაციისათვის არიან მზად და ამის უნარიც შესწევთ, მნიშვნელოვანი როლი ითამაშეს ამ ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაში.

საქართველოს ეკონომიკაში უცხოური ინვესტიციების ნაკადი საერთაშორისო მასშტაბებთან შედარებით უმნიშვნელოა ყველა ფინანსური წყაროს ხარჯზე 1995-2001 წლებში უცხოური ინვესტიციების მთლიანმა მოცულობამ 1126 ულ ლარი შეადგინა.[1]

მიუხედავად სახელმწიფოს მიერ გატარებული ღონისძიებებისა, დღეისათვის შემოსული უცხოური ინვესტიციების ნაკადი ეკონომიკაზე დიდ გავლენას ვერ ახდენს. 2000 წელს უცხოურმა ინვესტიციებმა მთლიანი დაბანდებული კაპიტალის მხოლოდ 34,1% შეადგინა (1995 წლისათვის იგივე მაჩვენებელი 33,9% იყო).[2] ციფრები დიდად დამამშვიდებელი არ არის, თუ მათ შევადარებთ მსოფლიო მასშტაბებს: გაერის სამრეწველო განვითარების ორგანიზაციის მონაცემებით, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების

[1] საინვესტიციო საქმიანობა საქართველოში. საქართველოს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტი. თბ., 2001, გვ. 9.

[2] იქვე. გვ. 9.

მსოფლიო მიცულობამ 1998 წელს 650 მლრდ დოლარს მიაღწია. მოსახლეობის ერთ სულზე გაანგარიშებით პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა 1992-1998 წლებში რუსეთში 47 აშშ დოლარი შეადგინა, ჩინეთში – 130, პოლონეთში – 326.[1]

ქვეყანაში შემოსული უცხოური ინვესტიციები ფაქტობრივად გაულენას ვერ ახდენს ცხოურების დონეზე. ამის ძირითადი მიზეზია საქართველოს საინვესტიციო გარემოს ნეგატიური აღქმა და უზარმაზარი რისკფაქტორები, რომ აღარაფერი ეთქვათ, საერთოდ ინვესტიციური კრიზისის უარყოფით შედეგებზე.

ცხადზე ცხადია, რომ დღეს მსოფლიო საინვესტიციო რესურსები წარამართება შეღავათიანი დაბეგვრის, სამართლებრივად უზრუნველყოფის, პროგნოზირებადი ინფლაციის, მტკიცე საბანკო სისტემის მქონე რეგიონებში.

ევროკავშირის ქვეყნების მიერ საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი ინვესტიციები (ათასი აშშ დოლარი)

ცხრილი 42.1.

ქვეყნები	2003	2004	2005	2006*				2006*	2007
				Q1	Q2	Q3	Q4		Q1
სულ	340070	499107	449785	146012	306907	280748	456708	1190375	285321
ევროკავშირი	95823	195622	243749	40629	108829	72749	184982	407189	152170
ავსტრია	18108	23157	14732	3904	2246	3174	1426	10749	342
ჩეხეთი	250	277	1280	1096	12170	1619	147	15032	-1306
ბულგარეთი	0	0	71	230	9	75	4	319	0
დანია	0	0	319	7132	3542	274	31529	42478	82325
დიდი ბრიტანეთი	37670	87875	132926	9153	52540	17854	107278	186824	28305
გერმანია	4145	5141	5032	1920	889	3525	14048	20381	-54
ირლანდია	37	41	592	428	-31	221	537	1155	-10
იტალია	15896	32480	22834	2078	17071	18449	9621	47219	2669
კვიპროსი	676	21333	47537	8718	17060	11659	2634	40071	146
ლუქსემბურგი	250	277	553	116	73	44	28	261	0
ლატვია	0	0	0	0	0	0	0	0	805
ლიტვა	0	0	0	2000	478	478	478	3434	-210
ნიდერლანდები	0	0	492	1391	480	1127	15533	18530	32756
პოლონეთი	0	0	294	246	39	192	25	502	0
საბერძნეთი	1967	2178	2217	522	294	628	1064	2507	126
საფრანგეთი	16709	22863	14383	1301	1906	13398	617	17221	6264
შვედეთი	81	0	160	152	21	12	4	189	12
უნგრეთი	34	0	327	242	43	20	9	315	0
ევროკავშირის წილი %	28.2	39.2	54.2	27.8	35.5	25.9	40.5	34.2	53.3

წყარო: საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტროს სტატისტიკის დეპარტამენტი
შენიშვნა: * დაზუსტებული მონაცემები

2007 წელი უცხოური ინვესტიციების მნიშვნელოვანი მატებით დაიწყო. მკვეთრად გაიზარდა ევროპიდან შემოსული კაპიტალის წილი მთლიან ინვესტიციებში: მისმა ზრდამ ნომინალურ გამოსახულებაში 95 პროცენტი შეადგინა, ანუ წინა წლის იგივე პერიოდთან შედარებით თითქმის გაორმაგდა. მათ შორის, 10-ჯერ და მეტად გაიზარდა ინვესტიციები დანიიდან, რომელმაც საქართველოში უმსხვილესი ინვესტორის სტატუსი მოიპოვა როგორც ევროკავშირის ფარგლებში, ისე

[1] Иоаннесян С.А., Проблемы привлечения капитала в промышленность России. "США. Канада: Экономика. Политика. Культура", 2000, № 5, გვ. 27.

მთლიანად, დასარჩენ უცხოელ ინვესტორთა შორის. აღნიშნული სახსრების ძირითადი ნაწილი დანიური ფირმა „ნილსენის" მიერ ბათუმის პორტის საპრივატიზაციო ობიექტის დაფარვას მოხმარდა. ნადერლანდები, როგორც საქართველოს ინვესტორი, ევროკავშირის ქვეყნებიდან მეორე, ხოლო დანარჩენ ქვეყნებს შორის მესამე ადგილზე გავიდა ზრდის ოცმაგი მაჩვენებლით, რაც კომპანია „ეისოლის" მიერ განხორციელებულ ინვესტიციას უკავშირდება. ამასთან, ჰოლანდიურ კომპანიას კვიპროსის ფირმისგან გადაეცა ყულევის ტერმინალის აქტივები. სწორედ ეს ორი ქვეყანა განაპირობებდა ინვესტიციების ნამატს საანალიზო პერიოდში. 3-ჯერ გაიზარდა ინვესტიციები გაერთიანებული სამეფოდანაც. თუმცა მისი მოცულობა მნიშვნელოვნად ჩამორჩებოდა დანიასა და ნიდერლანდებს.

რა უშლის ხელს საქართველოში უცხოური ინვესტიციების შემოსვლას?

დღეს საქართველოში მთლად ნათელი არ არის საფინანსო ბაზრის სუბიექტების პოზიციები, ბცარცა მტკიცე ფინანსური მდგომარეობის ბანკები, პრაქტიკულად არ არსებობენ კერძო საპენსიო ფონდები. სადაზღვევო ფონდები სრულყოფილად ვერ ახორციელებენ მათზე დაკისრებულ ფუნქციებს; ამგვარად, საფინანსო ბაზრის თითქმის ყველა ობიექტი ჩვენთან ჯერ კიდევ დიდად არაა განვითარებული. ეკონომიკას ესაჭიროება სტრატეგიული ინვესტორები და არა ე.წ. „ცხელი ფულის" დამანგრეველი შემოდინება და გადინება.

აღნიშნული პრობლემის სათავე უნდა ეძებოთ იმგვარი კანონმდებლობის უქონლობაში, რომელიც ხელშეწერალი კონტრაქტების შესრულებას სავალდებულოს გახდიდა. საზოგადოდ ინვესტორებს ჩვენს ქვეყანაში დიდი არჩევანი არა აქვს. მათ ან ისეთ კომპანიებში უნდა დააბანდონ ფული, რომლებიც დიდი ხანია და კარგადაც მუშაობენ (რაც თითზე ჩამოსათვლელია საქართველოში) და თვით იცავენ საკუთარ უფლებებს, ან გარისკონ და რომელიღაც სრულად ახალ, უცნობ საქმეში მოახდინონ ინვესტირება, რომლის პერსპექტივებიც გაურკვეველია. ნორმალურ პირობებში ინვესტორები პირდაპირი ინვესტიციების განხორციელებას ამჯობინებენ ხოლმე, რადგანაც რომელიმე წარმოების განვითარებით მათ გაკონტროლებას მეტი შესაძლებლობები აქვთ, ვიდრე რომელიმე საწარმოს აქციების (აქციების საკონტროლო პაკეტის უქონლობის პირობებში) შეძენისას.

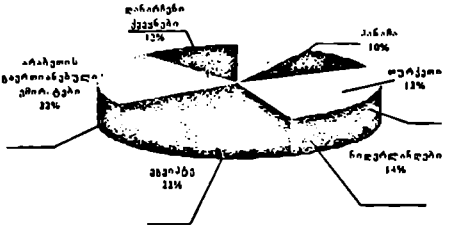
საქართველოში საპირისპირო ვითარება ყალიბდება. წარმოებაში ფულის დაბანდებას ინვესტორები სარისკოდ მიიჩნევენ, რადგან კონტრაქტები ხშირად არ სრულდება და საგადასახადო კანონმდებლობა ჯერაც გაურკვეველია. ეს თემა თამაშის წესების დადგენის პრობლემასთან გვაკავშირებს: თუ ისინი მკაცრად სრულდება (სხვა საკითხია, კარგია ისინი თუ ცუდი) და ინვესტიციების გაკონტროლების საშუალებას იძლევა, მაშინ ეს გაცილებით უკეთესია ინვესტორისათვის, ვიდრე წესების უქონლობა.

ცნობილია, რომ რაც უფრო მაღალია რისკი, მით მეტი უნდა იყოს დაბანდებათა შემოსავლიანობა. ჩვენი აზრით, სწორედ ამიტომაც უცხოელები სახსრების დაბანდებას გამოსყიდვის სწრაფი კადების მქონე მოკლევადიან აქტივებში ამჯობინებენ. საქართველოს ეკონომიკაში ინვესტიციების რისკიანობის მაღალი დონე მოითხოვს მათ გაზრდილ შემოსავლიანობას, რომლის უზრუნველყოფაც სხვადასხვაგვარი შეღავათების მინიჭებით შეიძლება. მაგრამ უფრო სერიოზულად გვესახება უცხოელი ინვესტორისათვის არა პრივილეგიების შექმნა, არამედ საიმედოობისა და სტაბილურობის უზრუნველყოფა. მაშინ აღარ დაგეჭირდება ადგილობრივ ინვესტორებზე უფრო მომგებიან მდგომარეობაში მათი ჩაყენება და უფრო მაღალი სარგებლიანობის შეპირება მათთვის.

საინტერესოა უცხოური ინვესტიციების ანალიზი ქვეყნების მიხედვით. 1995-2000 წლებში საქართველოს ეკონომიკაში ინვესტიციები 29 ქვეყნიდან შემოვიდა. საქართველოში დაბანდებული უცხოური ინვესტიციების მთლიან მოცულობაში მეტი წილი უკავია აშშ-ის და თურქეთის ინვესტორებს. 2009 წელს საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შესახებ ნათელ წარმოდგენას გვაძლევს 42.2. სქემა.

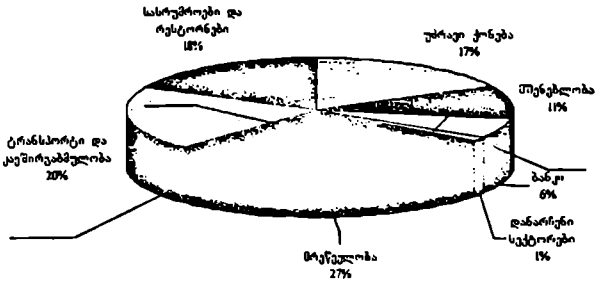
საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემებით, საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ 2009 წელს 759,1 მლნ. აშშ დოლარი შეადგინა.

საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ოდენობის მიხედვით უმსხვილეს ინვესტორ ქვეყნებს მიეკუთვნებიან: არაბეთის გაერთიანებული საემიროები 169,8 მლნ. აშშ დოლარი (მთელი ინვესტიციების 22,4 პროცენტი); ეგვიპტე 167,5 მლნ. აშშ დოლარი (22,1 პროცენტი); ნიდერლანდები 105,7 მლნ. აშშ დოლარი (13,9 პროცენტი); თურქეთი 89,5 მლნ. აშშ დოლარი (11,8 პროცენტი); პანამა 73,4 მლნ. აშშ დოლარი (9,7 პროცენტი); გაერთიანებული სამეფო 63,5 მლნ. აშშ დოლარი (8,4 პროცენტი). უმსხვილესი ინვესტორი ქვეყნების წილად მოდის საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების 88,2 პროცენტი, დანარჩენი ქვეყნების წილად კი 89,6 მლნ. აშშ დოლარი (11,8 პროცენტი).



სქემა. 42.2.უმსხვილესი ინვესტორი ქვეყნების წილი 2009 წელს.

ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, ყველაზე მსხვილი მოცულობის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია — 204,1 მლნ. აშშ დოლარი მრეწველობაში განხორციელდა;. ტრანსპორტსა და კავშირგაბმულობაზე 153,6 მლნ. აშშ დოლარის პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია მოდის; სასტუმროებისა და რესტორნების სფეროზე 134 მლნ. აშშ დოლარი, უძრავ ქონებაზე 132 მლნ. აშშ დოლარი, მშენებლობაზე 79,7 მლნ. აშშ დოლარი, ხოლო საბანკო სექტორზე 45,3 მლნ. აშშ დოლარი. დანარჩენ სექტორებში გასულ წელს 10,3 მლნ. აშშ დოლარის პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია განხორციელდა.



სქემა. 42.3. უმსხვილესი ინვესტიციები ეკონომიკის სექტორების მიხედვით 2009 წელს.

მთავრობა წელს ქეყანაში 1,2 მილიარდი აშშ დოლარის ოდენობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოსვლას მოელის. თუმცა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წარმომადგენელი საქართველოში ედუარდ გარდნერი მიიჩვევს, რომ მთავრობის პროგნოზი ზედმეტად ოპტიმალურია.

გარდნერი წელს საქართველოში 800 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციის შემოსვლას პროგნოზირებს.[1]

როგორც ცნობილია, 1996 წლის 12 ნოემბერს პარლამენტმა მიიღო კანონი „ინვესტიციების გარანტიებისა და ხელის შეწყობის შესახებ". კანონი უცხოელი და ადგილობრივი ინვესტორების საქმიანობას თანაბრად განიხილავს, რამაც უცხოელებს მეტი რწმენა უნდა შეამატოს. ამჟამად მოგების რეპატრიაციის გადასახადი 10 პროცენტია, მაგრამ იგი შეიძლება შეიცვალოს საგადასახო კოდექსის გადასინჯვისას. უცხოელ ინვესტორებს ამ კანონით გათვალისწინებული შეღავათები უნარჩუნდებათ ხუთი წლის განმავლობაში ლიცენზიის მიღებიდან. უცხოელებმა 100 ათას აშშ დოლარზე მეტი თანხის ინვესტიცია 60 დღის განმავლობაში უნდა გაატარონ რეგისტრაციაში. რეგისტრაცია უნდა მოხდეს ან უარყოფილი იქნეს ხუთი დღის განმავლობაში. უარი შეიძლება გასაჩივრდეს. აუცილებელია უარის დასაბუთება პრეზიდენტის მიერ გამოცემული და პარლამენტის მიერ დამტკიცებული ჩამონათვალის საფუძველზე, რომელიც ასახავს უცხოური ინვესტირებისთვის აკრძალულ ყველა სფეროს, ან იმ სექტორების სიის საფუძველზე, სადაც სპეციალური ლიცენზიის ფლობაა აუცილებელი. ეგი მოიცავს საბანკო, სადაზღვევო, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, სამაუწყებლო, სატყეო მეურნეობის, სამედიცინო, შეიარაღებისა და უსაფრთხოების სფეროებს. საქართველოში უცხოელი ინვესტორების მოზიდვის ყველაზე დიდი წინააღმდეგობაა დაჟა მთავრობასა და ინვესტორებს შორის საერთაშორისო არბიტრაჟისადმი დამოკიდებულების შესახებ, რომლის გადაწყვეტილებაც ორივე მხარემ აუცილებელად უნდა შეასრულოს.

უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული წინააღმდეგობა

უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებულია წინააღმდეგობა, რომლის დაძლევის მექანიზმის პოვნა სასწრაფოდ უნდა მოხდეს. ამ წინააღმდეგობას საქართველოსთვის სტრატეგიული მნიშვნელობა აქვს და შემდეგში მდგომარეობს: **ერთი მხრივ, უცხოურ ინვესტიციებზე მწვავე მოთხოვნაა, მეორე მხრივ კი, საბაზრო ძალების მოქმედებამ შეიძლება ჩვენი ქვეყანა დასავლეთის სანედლეულო დანამატად აქციოს.** ამ წინააღმდეგობის დასაძლევად უნდა შემუშავდეს ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის დასაბუთებული სტრატეგია, რომელშიც გათვალისწინებული იქნება სტრატეგიული მნიშვნელობის მქონე ინვესტიციების მოზიდვის მოტივაციური მექანიზმი. მისი შემადგენელი ნაწილებია უცხოელი ინვესტორისათვის მისაღები ეკონომიკური პირობები, სამართლებრივი და ადმინისტრაციული რეჟიმი. ამასთან, ამგვარი პირობები და რეჟიმი სასწრაფოდ უნდა დამუშავდეს, თორემ სტრატეგიული ინვესტორი შეიძლება რამდენიმე წლის შემდეგ მოვიდეს, ის კი დღესაა საჭირო. გარდა ამისა, გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ მთელ მსოფლიოში კონკურენცია არსებობს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვაში.

იმისათვის, რომ გავნეიტრალოთ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის წინააღმდეგობის უარყოფითი მხარე, აუცილებელია, უწინარეს ყოლისა, ვისარგებლოთ შემდეგი მეთოდოლოგიური მიდგომებით:

- უცხოელი ინვესტორი კაპიტალს არდაბანდებს პარალიზებული შიდა ინვესტიციური აქტიურობის მქონე ქვეყანაში. აქედან გამომდინარე, შიდა ინვესტიციური საქმიანობის გამოცოცხლება შეიძლება განვიხილოთ როგორც კრიზისის დაძლევის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი პირობაც და როგორც უცხოური ინვესტიციების გადიდების კატალიზატორიც.

  ცხადია, უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა არ შეიძლება უცხოელებისათვის ჩაკეტილ იმ წარმოებებში, რომლებიც თავდაცვით და სტრატეგიულ პროდუქციას და ტექნოლოგიას უშვებენ.

  აუცილებელია თანაბარი ეკონომიკური და სამართლებრივი პირობების შექმნა ადგილობრივი და უცხოური მეწარმეების ინტერესების ბალანსის საფუძველზე. ამ პრინციპის პრაქტიკული რეალიზაცია მჭიდროდ უნდა დაუკავშირდეს როგორც ეროვნული ინტერესების უზრუნველყოფას, ისე უცხოელი ინვესტორების დისკრიმინაციის დაუშვებლობას.

[1] ეკონომიკური ინდიკატორები და სამომხმარებლო ბირჟა. // საქართველოს ეკონომიკა, 2010. №3. გვ. 46.

სტრატეგიული ინვესტორების ინტერესებთან შეხამებით ეროვნული ეკონომიკის უსაფრთხოების უზრუნველყოფა უნდა მოხდეს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის სტრატეგიის ყველა კომპონენტში: მიზნებში, პრინციპებში, სამეურნეო მექანიზმში, პრიორიტეტულ მიმართულებებში, ფორმებში, რეალიზაციის ეტაპებში და ა.შ.

42.2. უცხოური ინვესტიციების მიზიდვის მიზნები და დაფინანსების ფორმები

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის ძირითადი მიზნებია:

— გარკვეული სახეობის საერწყველი პროდუქციაზე, სანედლეულო და სასურსათო საქონელზე არსებული მოთხოვნილების უფრო სრულად დაკმაყოფილება;
— ეროვნულ მეურნეობაში მოწინავე ტექნოლოგიის, ტექნიკისა და მართვის გამოცდილების შემოტანა;
— დამატებითი მატერიალური და ფინანსური რესურსების მიღება საკუთარი ეკონომიკური პოტენციალის გასაუმჯობესებლად;
— საექსპორტო პოტენციალის გაძიდება;
— პროდუქციის არარაციონალური იმპორტის შემცირება;
— საშინაო ბაზრის, საბაზრო ინფრასტრუქტურისა და კონკურენციის განვითარება.

მიზნების რეალიზაციას უზრუნველყოფა უნდა მოხდეს ეკონომიკური, სამართლებრივი და ორგანიზაციული მექანიზმებით. მიზნებთან დაკავშირებით შეირჩევა უცხოური ინვესტიციებას გამოყენების პრიორიტეტული მიმართულებების სისტემა. დარგობრივ რაკურსში მოხდება ეკონომიკის ცხოველმყოფელობისათვის სასიცოცხლო მნიშვნელობის მქონე დარგების და წარმოებების შერჩევა.

ამჟამად ქვეყნის უმნიშვნელოვანესი პრობლემის – სათბობ-ენერგეტიკული კომპლექსის განვითარებისათვის აუცილებელია უცხოური ინვესტიციები, ვინაიდან ადგილობრივი ფინანსური წყაროები საკმარისი არ არის. არადა, მომავალში, საზოგადოებრივი საქონლის თეორიიდან გამომდინარე, მთავრობამ უნდა შეძლოს ამ დარგის უპირატესად ადგილობრივი ინვესტიციებით განვითარება. საქართველოში უნიკალური ნედლეულია აგრარული სექტორის განვითარებისათვის. მიმზიდველია მინერალური წყლების წარმოება, კურორტების განვითარება და ა.შ. გასათვალისწინებელია, რომ უცხოური ინვესტიციების დაბანდება რესურსდამზოგ და ბუნება-დამზოგ ტექნოლოგიებში უნდა ხდებოდეს. თანამედროვე პირობებში უპირატესობა უნდა მიენიჭოს გამოსყიდვის სწრაფი ვადის მქონე უცხოურ ინვესტიციებს, რომლებმაც ქვეყანას დამატებითი რესურსები უნდა მოუტანოს.

უცხოური ინვესტიციების დაფინანსების ფორმები

პრინციპულია ინვესტიციების ფორმის არჩევის საკითხი. შეიძლება გამოყოფილ დაფინანსების განსხვავებული ფორმები უცხოური წყაროების ხარჯზე. მათ შეიძლება მოეკუთვნოს:

— საკრედიტო რესურსების მოზიდვა მოხმარების ფონდისა და სხვა არასაწარმოო დანახარჯების გამოყენებისათვის;
— საგარეო კრედიტის გამოყენება მანქანებისა და მოწყობილობების შესაძენად საზღვარგარეთ, რომელთა კაპიტალუკუგება ადგილობრივზე 20%-ით მეტია;
— უცხოური წყაროების მოზიდვა ძირითად კაპიტალში პირდაპირი ინვესტიციების ფორმით.

როგორც ანალიზი გვიჩვენებს, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კაპიტალუკუგება 2-ჯერ მეტია ადგილობრივთან შედარებით. აქედან შეიძლება გამოვიტანოთ ერთმნიშვნელოვანი დასკვნა, რომ საქართველოში პრიორიტეტი, უპირველეს ყოვლისა, პირდაპირ ინვესტიციებს უნდა მიენიჭოს. პირდაპირი ინვესტიციები ხორციელდება როგორც ერთობლივი საწარმოების შექმნის ფორმით, ისე მხვეული კორპორაციების, პირველ რიგში კი – ტრანსნაციონალური კომპანიების მიერ თავიანთი

ფასილიტაციის გახსნის გზით.

ამჟამად საქართველოში სულ უფრო აქტიურდება საზღვარგარეთ პირდაპირი ინვესტიციების მოზიდვასთან დაკავშირებული საქმიანობა. მისი ინტენსიფიკაციისა და შედეგიანობის ამაღლებისათვის აუცილებელია კანონშემოქმედებითი პროცესის გაძლიერება, რაც ხარისხიან და ეფექტიან სამართლებრივ უზრუნველყოფას მისცემს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას ქვეყნის ინვესტიციური პოტენციალის მნიშვნელოვნად გადიდების მიზნით.

შეზღუდული რაოდენობის სტრატეგიული ინვესტორების ძალებით, გარკვეული პროექტების პირდაპირი დაკრედიტების გეგრდით შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაც საიმედო გარანტიებით. უცხოელ ინვესტორთან საკრედიტო შეთანხმების მიღწევის სტანდარტული მეთოდია მისთვის საიმედო საბანკო გარანტიის მიცემა. გარანტიების გამცემი ბანკი უნდა შეესაბამებოდეს გარკვეულ კრიტერიუმებს, რომელთა დაცვა საშუალებას გვაძლევს გონიერულ მნიშვნელობამდე შევამციროთ ფინანსური რისკი. საქართველოს ბანკების ახლანდელი მდგომარეობა და მათი ფუნქციონირების სამართლებლივი უზრუნველყოფა აძლევს საყოველთაოდ მიღებული კრიტერიუმების მიღწევას. სფალუტო ფასეულობების ეფექტიანად გამოყენებისათვის აუცილებელია საბანკო სისტემის მოდერნიზება ისეთი მტკიცე საბანკო კონსორციუმის ჩამოყალიბების მიზნით, რომელსაც ექნება უცხოური კრედიტების დაბრუნებაზე გაცემული გარანტიების უზრუნველყოფის შესაძლებლობები.

ამგვარად, უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის პრობლემის გადაჭრა ემყარება ინვესტიციების ეროვნული რეჟიმის გავრცელებას უცხოელ პარტნიორებზე, მათთვის ექსკლუზიური შეღავათების მინიჭების შესაძლებლობით (განსაკუთრებით პრიორიტეტული პროექტების განხორციელებაზე), რაც უნდა განვითილოთ როგორც ქვეყნის შიდა ინვესტიციური პოტენციალის ზრდის განუყოფარებისა და წარმოებაში ჩართვის თავისებური ფორმა.

რას გვიჩვენებს უცხოური კერძო ინვესტიციების სტრუქტურის ანალიზი

პირდაპირი უცხოური კერძო ინვესტიციების სტრუქტურის ანალიზი მიუთითებს უცხოელი ინვესტორების დიდ დაინტერესებას საქართველოში კაპიტალის დაბანდებით სერვისის დაწესებულებებსა და მატერიალური წარმოების რიგ დარგებში. პრივატიზაციის პროცესის გაღრმავების კვალობაზე შესაძლებელია ამ ტენდენციის შენარჩუნება და მათი დაინტერესების გაძლიერება მსუბუქი მრეწველობის საწარმოებში, ახალ, მაღალტექნოლოგიურ წარმოებაში.

საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა მნიშვნელოვნად არის დაკავშირებული საერთო სიძნელეების დაძლევასთან, სამეურნეო სისტემის გარდაქმნის პრობლემის გადაჭრასთან და საბაზრო ურთიერთობათა განვითარებასთან (იხ. 42.4. სქემა). საბაზრო ინფრასტრუქტურის განუვითარებლობა ხელს უშლის ამ პროცესს. ასეთ პირობებში წინა პლანზე დგება სათანადო ეკონომიკური, ამასთან, სამართლებრივი საფუძვლების ჩამოყალიბების ამოცანა უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და გამოყენებისათვის. ამასთან, ამ შესაძლებლობათა რეალიზაციისათვის, რაც უცხოურ ინვესტიციებს აქვს, აუცილებელია შესაბამისი ეკონომიკური პირობების შექმნა, რაც, უპირველეს ყოვლისა, გამოიხატება საგადასახადო, საკრედიტო, საბაჟო, სატარიფო და სხვა შეღავათების ქმედითი სისტემის ფორმირებაში. ასეთი სისტემა წაახალისებს ადგილობრივ საწარმოებს უცხოელ პარტნიორებთან საწარმოო კოოპერაციის გააქტიურებაში (რომლებსაც, თავის მხრივ, სათანადო მოგების მიღებისა და გატანის იმედი უნდა იზიდავდეს, ყოველ შემთხვევაში, იმაზე არანაკლების, რასაც ისინი თავიანთ ქვეყანაში ან მესამე ქვეყანაში მიიღებდნენ ანალოგიური საწარმოების საქმიანობისაგან).

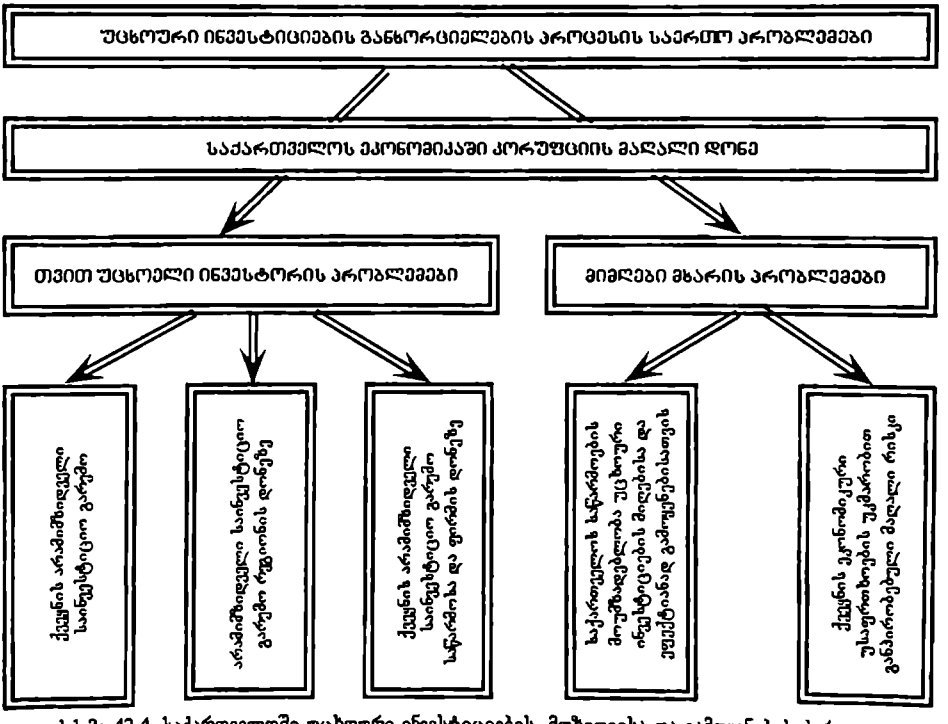
საქართველოში საკუთრების პლურალიზმის არასაკმარისი განვითარება და საბანკო სისტემის არსებული დონე ხელს უშლის სასესხო კაპიტალის იმპორტს, მაშინ, როდესაც ეკონომიკის გარდაქმნისათვის ამ ფორმის ინვესტიციები უაღრესად აუცილებელია. ამიტომ კაპიტალის იმპორტის სტრატეგიის შემუშავების დროს მაქსიმალურად გასათვალისწინებელია რადიკალური გარდაქმნები ეფექტიანი საბანკო სისტემის შექმნისა და საკუთრების მრავალფორმიანობისა და მისი თითოეული ფორმის თანაბარი უფლების დამკვიდრებისათვის.

42.3. უცხოური კაპიტალის მოზიდვისა და გამოყენების საერთო პრობლემები

უცხოური კაპიტალის მოზიდვისა და გამოყენების მნიშვნელოვანი პირობაა ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების გადაწყვეტილების უფლებამოსილება, მათი როლის გააქტიურება მიწების გამგებლობასა და გადასახადების ამოღებაში ერთობლივი საწარმოების შექმნის დროს თუ უცხოური ინვესტირების სხვა ფორმების განვითარებისას. არსებითად, საუბარი ეხება ხელისუფლების სახელმწიფო და ადგილობრივ ორგანოებს შორის ურთიერთობათა რადიკალურ რეფორმას. ადგილობრივი ორგანოებისათვის ფართო ეკონომიკურ უფლებამოსილებათა მინიჭებას ამ საკითხში. იგულე შეიძლება ითქვას დაბეგვრის სფეროზეც და თვიანთი ბიუჯეტების ფორმირებაში ადგილობრივი ორგანოების შესაძლებლობათა განვითარებაზეც. მიზანშეწონილად მიგვაჩნია უძრავი ქონების დაბეგვრა, მიწითა და შენობანაგებობებით სარგებლობისათვის გადასახადის დიფერენცირებული სკალის შემოღება ინვესტირების მიმართულებათა სოციალურ-ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე დამოკიდებულებით და მათი გამოყენების უფლებამოსილებათა გადაცემა ადგილობრივ ადმინისტრაციათა ხელში.

უცხოური ფინანსური სახსრების ამგვარ რეგულირებას შეაუსებს ადგილობრივი ხელისუფლების უფლება, დაწესოს მის ტერიტორიაზე მოქმედი მოწყობილობის ამორტიზაციის ვადები, გაათავისუფლოს საწარმოები საშემოსავლო გადასახადისაგან ან შეამციროს განაკვეთები.

მთლიანობაში ქვეყანა მოქნილ პოლიტიკას უნდა ატარებდეს, რომელიც წამახალისებელ



სქემა 42.4. საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და გამოყენების ძირითადი პრობლემები თანამედროვე პირობებში

ღონისძიებებს ეფექტიან კონტროლს შეუხამებს. ასეთი კონტროლი გულისხმობს კეთილსასურველი ინვესტიციური გარემოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივი წანამძღვრების მიზანმიმართულად შექმნას, რომლის განუყოფელი შემადგენელი ნაწილებია მოგების გარკვეული ღონის მიღების გარანტია, საზღვარგარეთ მისი გადაგზავნის შესაძლებლობა, შემოსავლების განკარგვის თავისუფლება, დაბანდებათა უსაფრთხოების გარანტიების არსებობა. ამასთან, უსაფრთხოების ერთიანი გარანტიების დროსაც შეღავათებისა და პრივილეგიების ოდენობა განსხვავებული შეიძლება იყოს. ამით უცხოურ ინვესტიციებს ჩვენთვის სასურველი მიმართულება ეძლევა.

ეკონომიური შეღავათები პირობითად ორ ჯგუფად შეიძლება დავყოთ: შეღავათებად და გარანტიებად. ყველაზე მეტი შეღავათები ეძლევათ იმ ინვესტორებს, რომლებიც სახსრებს აბანდებენ განსაკუთრებული მნიშვნელობის მქონე და სასიცოცხლოდ აუცილებელ საწარმოებში. მათი მიცემა გარკვეული ვადით ხდება და ითვალისწინებს ან გადასახადებისაგან მთლიანად გათავისუფლებას, ან შეღავათებს საშემოსავლო გადასახადის, მოგებაზე გადასახადისა და საიმპორტო-საექსპორტო მოსაკრებლების დაწესების დროს.

საშემოსავლო გადასახადისაგან გათავისუფლება ყველაზე დიდი შეღავათია უცხოელი ინვესტორისათვის. იგი 5 წელზე მეტი ვადით არ უნდა გაიცეს. მხოლოდ ცალკეულ შემთხვევებში შეიძლება ეს ვადა 8-10 წელი ეყოს.

ის უცხოური საწარმოები, რომლებიც პრივილეგიებით სარგებლობენ, შეიძლება მთლიანად ან ნაწილობრივ გათავისუფლდნენ საიმპორტო მოსაკრებლებისა და ბეგარის გადახდისგან საჭირო მასალებისა და მოწყობილობების შემოტანის დროს. ეს შეღავათი იმ ინვესტორებს უნდა მიეცეთ, რომელთა ანალოგიური პროდუქცია საქართველოში არ იწარმოება.

გარანტიებს შორის უნდა დავასახელოთ არადისკრიმინაციის გარანტიაც. ეს ნიშნავს იმას, რომ უცხოელი ინვესტორები სარგებლობენ ადგილობრივი ინვესტორების მსგავსი პრივილეგიებით პატენტებისა და სავაჭრო ნიშნების დაცვის საქმეში. ამასთან, გარანტირებულია პერსონალის გადაადგილების თავისუფლება, კომერციული საქმიანობის თავისუფლება, სანედლეულო მასალების ხელმისაწვდომობა და ა.შ. უცხოელ ინვესტორს გარანტირებული უნდა ჰქონდეს კომპენსაცია ნაციონალიზაციის შემთხვევაში, რომელსაც მას გადაუხდიან დაბანდებული კაპიტალისა და დაკარგული სარფის მოცულობის გათვალისწინებით, არსებული ვალებისა და ვალდებულებების გამოკლებით.

ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირების მიზანი

ეკონომიკაში დაბანდებული უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირება ორ მიზანს ისახავს: ჯერ ერთი, მათი მოზიდვისა და ფუნქციონირებისათვის კეთილსასურველი პირობების შექმნას და, მეორე, ეროვნული ინტერესების დაცვას უცხოური კაპიტალის შესაძლო ნეგატიური ექსპანსი-ისაგან. ამის შესაბამისად სახელმწიფო მარეგულირებელი ღონისძიებებიც ორ ფუნქციას ასრულებს:

- უცხოური ინვესტიციების შემოტანის სტიმულირება;
- მათ განთავსებაზე კონტროლი.

შეიძლება ვიწინასწარმეტყველოთ ამ მხრივ სახელმწიფო პოლიტიკის განვითარების სამი შესაძლო სცენარი:

1. სამეწარმეო უცხოური კაპიტალის იმპორტის წახალისება;
2. უცხოური კაპიტალის გადაადგილებაში ჩაურევლობა;
3. უცხოური კაპიტალის მოზიდვისა და განთავსების კონტროლისათვის შესაბამისი ინფრასტრუქტურის შექმნა.

თუ განვითარება პირველი სცენარით წარიმართება, საკვებით შესაძლებელია უცხოური კაპიტალის მასობრივმა არარეგულირებადმა მოდინებამ ზიანი მიაყენოს ეროვნულ ეკონომიკას. იგი შეიცავს მომპოვებელი მრეწველობიდან ადგილობრივი საწარმოების გამოდევნის საშიშროებასაც. ჩვენი აზრით, მიუღებელია მეორე სცენარიც, რადგანაც სუსტად განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყანა შეიძლება

ადვილად მოექცეს უცხოური ფირმების გავლენის ქვეშ. თანამედროვე პირობებში ყველაზე უფრო სასურველია განვითარების ის სცენარი, რომლის დროსაც უცხოური კაპიტალის მოზიდვას აქტიური პოლიტიკა მისი განაწესების რეგულირებასთან ერთად ტარდება, რაც მთლიანად უპასუხებს ეროვნულ ინტერესებს. ამასთან, უცხოელ ინვესტორს შეიძლება მიენიჭოს შესაძლო პრეფერენციები ადგილობრივი კადრების მომზადებისათვის, ადგილობრივ მეცნიერებათაგის სამეცნიერო ადგილების კეთილმოწყობისათვის, ეკონომიკური პრობლემების მოგვარებისათვის და ა.შ.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში გვხვდება მოსაზრებანი იმის შესახებ, რომ აუცილებელია უცხოურ კაპიტალდაბანდებათა მოცულობის შეკვეცა, რომ დეფიციტის პირობებში უცხოური ინვესტიციების სტიმულირება ქვეყნის გაღატაკებას გამოიწვევს.

უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირების მეთოდების შემუშავებისას აუცილებელია შესაბამისი საკანონმდებლო და სამართლებრივი წანამძღვრების შექმნა, სათანადო ეკონომიკური პირობების მომზადება და უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული კონკრეტული ნორმატიული დებულებების შემუშავება.

საქართველოში საბაზრო ურთიერთობების დამკვიდრების თავისებურებათა გათვალისწინებით, შეიძლება პერსპექტიული იყოს ისეთი ღონისძიებებიც, როგორიცაა: საინვესტიციო ნებართვის გაცემა, მეურნეობის ზოგიერთ დარგში ინვესტირების აკრძალვა ან შეზღუდვა. ეროვნულ ფირმებში უცხოელთა მონაწილეობისა და ერთობლივი საწარმოების შექმნის რეგულირება, უცხოური კომპანიების ფინანსური საქმიანობის რეგულირება.

ეროვნული ინვესტიციების ნაკლებობა და ღონისძიებები

საქართველოში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოდინების წახალისება უნდა განხორციელდეს ინვესტიციური საქმიანობის სტიმულირების სახელმწიფო პოლიტიკის ერთიან კალაპოტში. რაიმე შეღავათები მარტო უცხოელი ინვესტორებისათვის ამჟამად მიზანშეწონილი არ არის. სტიმულირების ღონისძიებები ერთნაირად უნდა ვრცელდებოდეს ეროვნულ და უცხოელ მეწარმეებზე. საგადასახადო შეღავათები, სახელმწიფო სუბსიდიები და კრედიტები პრაქტიკულად დისკრიმინაციის გარეშე უნდა ეძლეოდეს ყველა კომპანიას „ეროვნული რეჟიმის“ საფუძველზე.

იმის გამო, რომ კაპიტალების ბაზარი საქართველოში ჩანასახოვან მდგომარეობაშია, კერძო ინვესტიციების (ადგილობრივისა და უცხოურის) სტიმულირების ყველაზე მისაღები ხერხია საგადასახადო პოლიტიკის ღონისძიებათა განხორციელება, რომლებიც ხელს შეუწყობდა კომპანიების შიდა რესურსების წილის ამაღლებას კაპიტალდაბანდებათა დაფინანსებაში, ე.ი. თვითდაფინანსების წილის ზრდას. შიდა რესურსები ესაა სააქციო კაპიტალი, საამორტიზაციო და სხვა ფონდები და დივიდენდებზე გაუნაწილებელი მოგება. ამიტომ ამორტიზაციის დაჩქარების პოლიტიკასთან ერთად ინვესტიციური საქმიანობის სტიმულირების თხრობებული წესია კორპორაციაზე გადასახადი, რადგანაც სწორედ იგი გვაძლევს მოხმარებული და რეინვესტირებული მოგების დაბეგვრის განაკვეთების დიფერენცირების საშუალებას. მოხმარებული მოგების დაბეგვრის განაკვეთი რეინვესტირებულისაზე გაცილებით მეტი უნდა იყოს, რადგან იგი წარმოებაში რჩება და კაპიტალდაბანდებათა დაფინანსებას ხმარდება.

გარდა ამისა, ინვესტიციების წახალისებისათვის მიზანშეწონილად მიგვაჩნია შემდეგი ღონისძიებების გატარება:

- საწარმოთა ფინანსური მდგომარეობის განმტკიცების კვალობაზე მაღარობა უნდა გადაეცეს კორპორაციების დაბეგვრის ისეთ ფორმაზე, რომელიც განაპირობებს კაპიტალების (აქციების, ობლიგაციების, სხვა ფასიანი ქაღალდების) ბაზრის გააქტიურებასა და მისი წილის გადიდებას ინვესტიციების დაფინანსებაში.
- კაპიტალის გადიდებისათვის გამოყენებული მოგების ნაწილზე დაბალი დასაბეგრო განაკვეთის გამოყენებით მთავრობა კარგ პირობებს შეუქმნის კაპიტალდაბანდებებისათვის ფინანსური სახსრების

წყაროების დაბალანსებულ გამოყენებას. ამასთან, თვითდაფინანსების გადიდებული წილი, რომელიც გულისხმობს მოგების ერთი ნაწილის გადატანას საამორტიზაციო და სარეზერვო ფონდებში და წარმოების დანახარჯებში ამ ფონდების ჩართვას, შეიძლება იქცეს ფასების გადიდებისა და არაკონტროლირებადი ინფლაციის მიზეზად, აგრეთვე, გამოიწვიოს ბიუჯეტში საგადასახადო შემოსულობათა შემცირება.

• კაპიტალდაბანდებათა ფორმირებასა და მათ რეგულირებაში პირველხარისხოვანი როლის შესრულება შეუძლია საამორტიზაციო პოლიტიკას, რომელიც შეიძლება ინვესტიციურ პროცესზე ზემოქმედების მძაფრი საშუალება გახდეს. სახელმწიფოს საამორტიზაციო პოლიტიკა ხორციელდება ამორტიზაციაზე ძირითადი კაპიტალის დარიცხვის ვადებისა და წესების საკანონმდებლო დაფგენით. აუცილებელია დაჩქარებული დარიცხვის ნების მიცემა ფართო მასშტაბით, ანუ უნდა გატარდეს ძირითადი კაპიტალის დაჩქარებული ამორტიზაციის პოლიტიკა, რაც წაახალისებს კერძო (ადგილობრივ და უცხოურ) ინვესტიციებს, უზრუნველყოფს მათ გამოსყიდვას ახალი მოწყობილობის მუშაობის პირველ წლებში. რადგანაც ექსპლუატაციის პირველდაწყებითი სტადია ყველაზე ინტენსიურია.

საქართველოს ეკონომიკაში კერძო კაპიტალდაბანდებების გააქტიურებისათვის დიდი მნიშვნელობა აქვს ადგილობრივი და უცხოური ფირმებისათვის სახელმწიფო სუბსიდიებისა და კრედიტების მიცემას. სახელმწიფოს უანგარო დახმარების გაწევა შეუძლია ისეთ დარგებში ინვესტიციების დაფინანსებისათვის, როგორიცაა სოფლის მეურნეობა და საბინაო მშენებლობა. კერძო ინვესტორებს სახელმწიფო კრედიტები უნდა ეძლეოდეთ, როგორც წესი, ხანგრძლივი ვადით და შეღავათიანი საპროცენტო განაკვეთით. ისევე როგორც სუბსიდიების, მათი გაცემის პირობაც მიღებული სახსრების ინვესტირებაა გარკვეულ დარგებსა და რეგიონებში. ამ შემთხვევაში აუცილებელია სახელმწიფო სახსრების მიზნობრივად გამოყენების ქმედითი კონტროლი.

• ფინანსური სისტემების მომძლავრების, დარღვეულ კავშირურთიერთობათა აღდგენისა და დაგროვების საკმაოდ მაღალი ნორმის მიღწევასთან ერთად ეფექტიანი ინვესტიციების წახალისებას პოლიტიკა უნდა შეცვალოს კაპიტალდაბანდებათა დარგობრივი და რეგიონული სტრუქტურის სახელმწიფო რეგულირებამ. საზღვარგარეთიდან კაპიტალის მოზიდვის საკითხისადმი სელექციური მიდგომის გაძლიერება შესაძლებელია სპეციალური კანონების მიღებით, ისეთი მეთოდების უფრო აქტიურად გამოყენებით, როგორიცაა ზოგიერთ დარგსა და წარმოებაში უცხოური ინვესტირების შეზღუდვა, ეროვნულ პრიორიტეტებთან ინვესტიციური პროექტების შესაბამისობის შემოწმება (სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის დაჩქარება, გარემოს დაცვა და სხვ).

• მიზანშეწონილად მიგვაჩნია დამუშავდეს ქვეყნის რაიონების მდგომარეობის კრიტიკულობის გრადაცია და ამის შესაბამისად შედგეს კაპიტალდაბანდებათა სტიმულირების რამდენიმე დიფერენცირებული ვარიანტი. რეგიონების განვითარების პროგრამათა ჩარჩოებში სახელმწიფოს მიერ განხორციელებული საგრძნობი ინვესტიციური სტიმულები ხელს შეუწყობს უცხოური კაპიტალის ფართოდ მოზიდვას ამა თუ იმ რაიონში. მთავრობას შეუძლია შეადგინოს იმ დარგების რეესტრი, რომელთა სტიმულირება სპეციალურად ხდება სახელმწიფო კრედიტებისა და სუბსიდიების დახმარებით და სადაც ასევე მონდომებით ჩაებმებიან უცხოელი ინვესტორები. საჭიროა აღინიშნოს, რომ ყველაზე რეალური იქნება ინვესტიციური კრიზისის თანდათანობით დაძლევა, რაც, პირველ რიგში, შეეხება ექსპორტზე ორიენტირებულ დარგებს, რომლებმაც მომავალში ბიძგი უნდა მისცენ „ინვესტიციური მულტიპლიკატორის" მექანიზმის ამოქმედებას.

ჩვენი აზრით, ინვესტიციების დარგობრივი და რეგიონული რეგულირებისკენ მიმართული სახელმწიფო ინვესტიციური პოლიტიკა და უცხოელი მეწარმეებისათვის „ეროვნულ რეჟიმში" კაპიტალის დაბანდების განხორციელების უფლების მიღება არსებით წვლილს შეიტანს სამეურნეო სტრუქტურის სრულყოფაში, შესაბამისობაში მოიყვანს მას თანამედროვე სამეცნიერო-ტექნოლოგიური პროგრესის მოთხოვნებთან.

საქართველო უკვე სულ სხვა ქვეყანა იქნება, როდესაც საშუალოდ განვითარებული ქვეყნების დონეს მიაღწევს. ის იქნება განსხვავებული დღევანდელი საქართველოსაგან, როგორც დღევანდელი საქართველო განსხვავდება ათი წლის წინანდელი საქართველოსაგან, ეკონომიკური მაჩვენებლებით ეს ნიშნავს, რომ საქართველომ მთლიანი შიდა პროდუქტის რაოდენობას 20-25 მლრდ. დოლარს უნდა მიაღწიოს. ესე იგი საქართველოს მშპ 10-15 მლრდ დოლარით უნდა გაიზარდოს. ამისათვის საჭიროა მილიარდობით დოლარის ინვესტიცია. ინვესტიცია ეკონომიკისათვის არის იგივე, რაც საწვავი მანქანისათვის. უინვესტიციოდ ეკონომიკა არ განვითარდება. საჭირო ინვესტიციების რაოდენობა მიახლოებით შეიძლება შევაფასოთ, თუ ჩავთვლით, რომ დოლარის ინვესტიცია მშპ-ს დოლარით ზრდას იწვევს. ეს, რა თქმა უნდა, ძალიან მიახლოებითი შეფასებაა, მაგრამ რეალობასთან ახლო მდგომი. აქედან გამომდინარე, შეიძლება ვთქვათ, რომ ჩვენი მიზნის მისაღწევად უახლოეს წლებში 10-15 მლრდ დოლარის ინვესტიცია დაგვჭირდება. არც საქართველოს მთავრობას, არც ქართულ ბიზნესს ასეთი რესურსები არ გააჩნია. ეკონომიკის ზრდის ძირითადი წყარო შეიძლება იყოს მხოლოდ უცხოური ინვესტიციები. აქედან გამომდინარეობს ის ყუადღება, რაც საქართველოს მთავრობამ უნდა დაუთმოს.

ამასთანავე უნდა გავახსოვდეს, რომ უცხოური ინვესტიციებით მსოფლიოს თითქმის ყველა ქვეყანა დაინტერესებულია და მათ მისაზიდად საქართველოს სერიოზული კონკურენციის დაძლევა მოუწევს. შეეცადოთ გავერკვეთ, რამდენად დიდია საქართველოს შანსი, დიდი ოდენობის უცხოური ინვესტიციები მოიზიდოს, რა უნდა მოვიქმედოთ ამ მიზნით და, საერთოდ, საქართველოს ეკონომიკის წინსვლისათვის.

თავისუფალი ეკონომიკის შემთხვევაში მთავრობა, რა თქმა უნდა, ვერ დაიწყებს საწარმოების მშენებლობას და პირდაპირი ინვესტიციების განხორციელებას ეკონომიკაში, მაგრამ მას გააჩნია რამდენიმე საშუალება, რომლითაც მან შეიძლება ეფექტურად იმოქმედოს ეკონომიკაზე, ეს საშუალებები პირობითად შეიძლება დავყოთ სამ დიდ ჯგუფად:

პირველი ეტაპის ამოცანები ამ გზაზე არის:

- მიმზიდველი ბიზნესგარემოს შექმნა;

საერთაშორისო ხელშეკრულების დადება, რომელთა მიზანია აარიდოს ინვესტორებს ორმაგი დაბეგვრა, აგრეთვე შეუქმნას საქართველოს ხელსაყრელი საგარეო ვაჭრობის რეჟიმი მსოფლიო ეკონომიკის ძირითად სუბიექტებთან, პირველ რიგში ევროკავშირთან.

უნდა აღვნიშნოს, რომ ამ ეტაპის ამოცანებიდან ბევრი რამ საქართველოს მიერ უკვე გადაწყვეტილია. არის ერთი პრობლემა: თავისუფალი ვაჭრობის შესახებ ხელშეკრულება ევროკავშირის ქვეყნებთან: ასეთი ხელშეკრულება ძრავალი ქვეყნის ოცნების საგანია. ის მნიშვნელოვნად გაზრდის უცხოელი ინვესტორების ინტერესს საქართველოსადმი, ამიტომ საქართველოს მთავრობამ ამ ხელშეკრულების დასადებად ყველაფერი უნდა იღონოს, და თუ ის ამას მოახერხებს, ეს უდიდესი მიღწევა იქნება.

შემდეგი ეტაპის ამოცანა არის ქვეყნის ეკონომიკური შესაძლებლობების და მიღწევების რეკლამა, პოტენციალური ინვესტორების მოძიება და მათთან მუშაობა.

ინვესტიციების მოზიდვისათვის საჭიროა გავერკვეთ, თუ რა ტიპის ინვესტორებისათვის იქნება საქართველო მიმზიდველი; გავარკვიოთ პოტენციურ ინვესტორთა წრე, რა შეიძლება გაკეთდეს ამ წრის გასაფართოებლად. აგრეთვე, უნდა ვიცოდეთ ამ ინვესტორების მოსაზრებები და სურვილები და მათ დაკმაყოფილებას შევეცადოთ.

ამასთან დაკავშირებით შეიძლება ასეთი მაგალითი მოვიყვანოთ: საწარმოები ბაზარზე ახალი პროდუქციით გამოდის. ამისათვის მას აქვს საწარმოო სიმძლავრეები და ტექნოლოგია. მაგრამ წარმატებისათვის მას ბაზრისა და პოტენციური მომხმარებლის შესწავლა დაჭირდება. ეს მას მისცემს საშუალებას, ბაზრის ის სეგმენტი შეარჩიოს, სადაც იქნება მოთხოვნა მის პროდუქციაზე, აგრეთვე

გაუმჯობესოს პროდუქციის ხარისხი, მოიყვანოს ის კაუშირში ბაზრის მოთხოვნასთან.

ინვესტორების მოსაძიებლად ჩვენც დაახლოებით ასე უნდა მოვიქცეთ. არ დავხარჯოთ ენერგია აბსტრაქტული ინვესტორების ძებნაში, ან დაველოდოთ შემთხვევას, არამედ შევარჩიოთ პოტენციურ ინვესტორთა წრე. რომელთათვისაც საინტერესო იქნება ინვესტიციები საქართველოში, და მათთან ინტენსიურად ვიმუშაოთ.

მოვიყვანოთ მაგალითი, თუ როგორ შეიძლება ეს რეალიზებულ იქნას პრაქტიკაში. ძალიან მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს უკვე დღეს აქვს გარკვეული პრეფერენციები ევროკავშირთან ვაჭრობაში, რაც მსოფლიოს ბევრ ქვეყანას არა აქვს. ამ მხრივ, საქართველო შეიძლება მიმზიდველი იყოს ბევრი სამრეწველო კომპანიისათვის, განსაკუთრებით აზიის განვითარებული ქვეყნებიდან. ამავე მიზეზით საქართველო შეიძლება საინტერესო იყოს ზოგიერთი ევროპული სამრეწველო კომპანიისათვის, რომელსაც გადაწყვეტილი აქვს საკუთარი სამრეწველო სიმძლავრეების ნაწილი ევროპიდან გაიტანოს. ხოლო ნაწარმი განსაზღვრულია ევროპისათვის. ასეთ მაგალითად შეიძლება გამოდგეს სათამაშოების მწარმოებელი კომპანიები, რომლებიც ინტენსიურად ეძებენ ადგილს საკუთარი წარმოებისათვის. ასეთი საწარმოების და დარგების მოძიება ცალკე შესწავლის საგანი უნდა გახდეს, რომლის შედეგების გათვალისწინებით გამოკვეთილი უნდა იქნას პოტენციურ ინვესტორთა წრე. ამ წრესთან უკვე შესაძლებელი იქნება ნაყოფიერი მუშაობა ინვესტიციების თაობაზე.

ძალიან მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოში ინვესტიციები რამდენიმე ცნობილმა სამრეწველო კომპანიამ განახორციელოს, ცნობილი ბრენდების საქართველოში გამოჩენა - ეს ქვეყნის საინვესტიციო მიმზიდველობის საუკეთესო დადასტურებაა. თუ დავუბრუნდებით მაგალითს საწარმოს შესახებ, ეს იგულისხმება, რომ ახალი პროდუქციის მომხარებელი გახდეს ცნობილი პიროვნება, რაც ამ საწარმოსათვის საუკეთესო რეკლამას წარმოადგენს. ამდენად, ინვესტიციების მოცულობას ისეთი მნიშვნელობა არა აქვს, როგორც თვით ინვესტირების ფაქტს საყოველთაოდ ცნობილი კომპანიის მიერ.

სამრეწველო ინვესტიციების მოსაზიდად ჩასატარებელი იქნება მნიშვნელოვანი სამუშაო შესაბამისი ინფრასტრუქტურის შესაქმნელად. ყველაზე დიდი პრობლემა, რომელიც ჩვენ გადასაჭრელი გვექნება, ეს იქნება კვალიფიცირებული კადრების ნაკლებობა ახალი საწარმოებისათვის.

უცხოური ინვესტიციების მნიშვნელოვანი მიმართულება უძრავი ქონების ბაზარი უნდა გახდეს. ამასთან, ინტერესის ობიექტი შეიძლება იყოს არამხოლოდ კომერციული, არამედ სულ უფრო მეტად საცხოვრებელი ფართობები. ქარიშხალი დეველოპერული კომპანიები ჯერჯერობით ორიენტირებული არიან ადგილობრივ მომხმარებელზე. ამასთან, როგორც საერთაშორისო პრაქტიკაში (კვიპროსი, ესპანეთი) გვიჩვენებს, ტურისტული ნაკადის ზრდასთან ერთად, ქვეყანაში იზრდება უცხოელთა რაოდენობაც, რომლებიც დაინტერესებული არიან ამ ქვეყნების უძრავი ქონებით. შესაბამისი მარკეტინგული კვლევები ამ სფეროში სწორი პოლიტიკის შემუშავებაში დაგვეხმარებოდა.

უახლოეს წლებში მნიშვნელოვან ინვესტიციებს უნდა მიველოდეთ, რაც დაკავშირებული იქნება „ნაბუკოს“ პროექტის დაწყებასთან. ეს იქნება უდიდესი სტიმული ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებისათვის. საერთოდ, ინვესტიციების მოპოვება სატრანსპორტო სფეროში, საქართველოს გეოპოლიტიკური მდგომარეობის გამო, ჩვენთვის შედარებით გაადვილებულია, რაც არ გამორიცხავს ჩვენ პასუხისმგებლობას ამ ინვესტიციების მაქსიმალურად ეფექტურ გამოყენებაზე.

ცოტა ხნის წინ მთავრობა გამოვიდა, ჩემი აზრით, ძალიან საინტერესო იდეით, საქართველო რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად ექცია. სამწუხაროდ, ამ იდეამ შესაბამისი განვითარება ჯერჯერობით ვერ პოვა. ეს საკითხი ცალკე საუბრის თემაა. ნებისმიერ შემთხვევაში, უახლოეს წლებში საქართველოში ახალი ფინანსური ინსტიტუტების გამოჩენას უნდა ველოდოთ, ხოლო თუ ამ იდეის რეალიზაცია შევძელით, საქართველო ეკონომიკის განვითარების სულ სხვა დონეზე გავა.

დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ საქართველოსთვის უაღრესად მნიშვნელოვანია, უახლოეს დროში მკვეთრად გაიზარდოს უცხოური ინვესტიციების რაოდენობა და მას ამის შესაძლებლობა გააჩნია. ამისათვის საჭიროა შემუშავდეს და ცხოვრებაში გატარდეს ერთიანი და თანმიმდევრული პოლიტიკა ამ სფეროში, რომლის შემადგენელი ნაწილებიც იქნება:

— ბიზნესგარემოს გაუმჯობესება;
— შესაბამისი საერთაშორისო ხელშეკრულებების დადება;
— ქვეყნის საინვესტიციო მიმზიდველობის რეკლამა;
— პოტენციურ ინვესტორთა მოძიება და მათთან შესაბამისი მუშაობის ჩატარება;
— ქვეყნის ინფრასტრუქტურის მოდერნიზაცია;
— კვალიფიციური პერსონალის მომზადება.

42.4. ინვესტიციები გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ფონზე

კერძო კაპიტალის შემოსვლა საქართველოში მიმდინარე წელს მნიშვნელოვნად შემცირდება. სტატისტიკური მონაცემებით, 2008 წელს საქართველომ 2,17 მლრდ. აშშ დოლარის ინვესტიცია მიიღო, ხოლო 2009 წელს მხოლოდ 1,7 მლრდ. აშშ დოლარის ინვესტიციის მოზიდვა იყო დაგეგმილი. ამ მრავალ ფაქტორს შორის, რომლებმაც ინვესტიციების მოცულობაზე უარყოფითი გავლენა მოახდინა, აღსანიშნავია; მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი; აგვისტოს ომის შედეგები და მსხვილი საპრივატიზაციო ობიექტების ნუსხის ამოწურვა.

საქართველოს ეკონომიკური ზრდის წინაპირობას უცხოეთიდან კერძო კაპიტალის ნაკადებისა (პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და საბანკო კრედიტები) და საბაუჯეტო სახსრების მუდმივი ზრდა წარმოადგენდა. მიმდინარე წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადებისა და საბანკო კრედიტების შემცირება ეკონომიკური ზრდის შეფერხების მნიშვნელოვანი ფაქტორები იქნება. მსოფლიო ეკონომიკურ კრიზისამდე საქართველოს ხელისუფლება ნომინალურ მშპ-ს 21535,9 მლნ. ლარის მოცულობით პროგნოზირდება, ხოლო კრიზისის შედეგების გამოვლენის შემდეგ ხელისუფლების პროგნოზი 21308,7 მლნ. ლარია (შემცირება ნაკარაუდევია 227,0 მლნ. ლარით, რაც დაახლოებით 1.05-პროცენტიანი შემცირებაა). რეალური მშპ-ს ზრდა თავდაპირველად ნაკარაუდევი იყო 4,0 პროცენტის ოდენობით. 2008 წელს რეალური მშპ-ს ზრდა, საცელად დაგეგმილი 8 პროცენტისა. ხელისუფლების პროგნოზით, მხოლოდ 2,0-პროცენტიანი იქნება. მოსალოდნელია, რომ რეალური ეითარება უფრო პესიმისტურიც იყოს და ორპროცენტიანი ზრდის მიღწევა მხოლოდ მაღალი ეკონომიკური აქტივობის უზრუნველმყოფი ღონისძიებებით (დონორებიდან მიღებული დაფინანსების საფუძველზე) გახდეს შესაძლებელი.

როგორ გადანაწილდება ქვეყანაში შექმნილი დოვლათი? ექსპერტების განმარტებით, ხელისუფლების მიერ დაგეგმილი ეკონომიკური სტიმულირების პაკეტიდან გამომდინარე, ინფრასტრუქტურის ინვესტირებით მთლიანი შიდა პროდუქტების მოხმარებისაა და სახელმწიფო შესყიდვების კომპონენტის პროცენტული წილი მნიშვნელოვნად იზრდება, ხოლო ინვესტირების კომპონენტი შემცირდება და ამას შესაძლოა, არასახარბიელო განაწილება მოჰყვეს, წარმოების შეფერხება ექსპორტ-იმპორტს შორის უარყოფით სალდოს გაზრდის და წმინდა ექსპორტის მაჩვენებელი უფრო გაიზრდება.

უარყოფით სალდოს გაზრდის და წმინდა ექსპორტის მაჩვენებელი უფრო გაიზრდება.

არსებული მდგომარეობა კერძო სექტორის აქტიურობას შეცვლის იმ პირობით, თუ ის ქვეყანაში ცდილობს, კულტურწარმოება გაზარდოს. მსგავს მცდელობას კი ფინანსური რესურსის მოთხოვნის გაზრდასთან მივყავართ. ამ მიმართულებით ხელისუფლება ცდილობს, გარკვეული პროექტები განახორციელოს, რომლებიც ადგილობრივი წარმოების განვითარებას ხელს უწყობს. სახელმწიფო ბიუჯეტის ფარგლებში ხორციელდება „იაფი კრედიტის" პროგრამა, რომელიც ადგილობრივ საწარმოებში ტექნიკური სიახლეების დანერგვასაც ითვალისწინებს. შეიძლება ითქვას, ეს არის განვითარების ახალ, ინდუსტრიულ მოდელზე გადასვლა, რაც კულტურწარმოების ინტენსიურ ტიპზე, რუსულდაშზოგად ტექნიკურ პროგრესზე, ახალი ტექნოლოგიების გამოყენებაზე გეზის აღებას ნიშნავს.

მაგრამ ამ მიზნის მისაღწევად თავდაპირველად ის მიზეზები უნდა გამოვლინდეს, რომლებიც საინვესტიციო საქმიანობის ჩახშობას უწყობს ხელს. რა გავლენა მოახდინა ახალმა კრიზისმა საქართველოს ეკონომიკაზე? ფართოდ განვითარებული საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობებიდან გამომდინარე, აშშ-ში დაწყებული ფინანსური კრიზისი მთელს მსოფლიოს ჯაჭვური რეაქციით მოედო, განსაკუთრებით იმ ქვეყნებს, რომელთაც აშშ-სთან საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობები აქვთ (ბუნებრივია, საქართველოსაც). იქიდან გამომდინარე, რომ საქართველოს ეკონომიკა მსოფლიო ეკონომიკის შემადგენელი ნაწილი, მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა საქართველოს ეკონომიკაზეც ნეგატიური გავლენა იქონია და ქვეყანა მრავალი გამოწვევის წინაშე დააყენა. კრიზისის პირველადი შედეგები 2009 წლის დამდეგს წარმოჩინდა და მისი გაღრმავება წლის განმავლობაში გარდაუვალია. მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ყველა ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის შენელება გამოიწვია. განსაკუთრებით შემცირდა მოთხოვნა ავტომობილებსა და ფუფუნების სხვა საგნებზე, რაც მსოფლიო წამყვანი ქვეყნების შშპ-ს შემცირების საფუძველი გახდა.

ადგილობრივმა საფინანსო ინსტიტუტმა მიმდინარე კრიზისის პირობებში გასული წლების შეცდომები გამოიკვლიეს, მათ შორის საკრედიტო კრიზისის მიზეზები. დაკრედიტებისას საკრედიტო ექსპერტიზათვის აშკარა არ იყო, პრეტენდენტი (შემდგომ – მსესხებელი) შეძლებდა თუ არა იპოთეკის დასაფარად საკმარისი ფულადი ნაკადების განერირებას; იპოთეკა თითქმის სრულად ფარავდა შესაძენი სახლის ღირებულებას, ანუ მსესხებლის თანამონაწილეობა მინიმალური იყო. საპროცენტო განაკვეთი მრავალი სახის სესხზე შეიძლებოდა შეცვლილიყო და მკვეთრად გაზრდილიყო, რაც ყველას გაცნობიერებული არ ჰქონდა. ხშირად მსესხებელი იპოთეკურ სესხს ნაღდი ფულის მისაღებად სხვა მიზნისათვის იყენებდა; მრავალი საკრედიტო ოფიცერი და საბროკერო ფირმა ბონუსის, ფასნამატის ან საკომისიოს მიღების მოტივით, პოტენციურ მსესხებლებს ხელს უწყობდა და კრედიტუნარიანობის ყალბი პროფილის (ნიღბის შექმნისაკენ) უბიძგებდა.

საკრედიტო რესურსის გამოყენებისას, ყველაზე ხშირად იპოთეკური სესხების დროს, გაუთვალისწინებელ რისკებს აღნიშნავენ. წლების განმავლობაში იპოთეკური კრედიტების ზრდამ საბოლოო ჯამში უძრავ ქონებაზე ფასების კატასტროფული ვარდნა გამოიწვია, რასაც იპოთეკური კრედიტების უზრუნველყოფის კლება მოჰყვა. ფასების კლების ტენდენციამ და აქტივების ხარისხის გაუარესებამ კი ლიკვიდობის პრობლემის გამწვავება, რამაც ბანკები აიძულა, ახალი კრედიტების გაცემა მინიმუმამდე შეემცირებინათ. ამ ეტაპზე საკრედიტო რესურსების გაცემა გართულებულია არა მხოლოდ უძრავი ქონების საქმეში, არამედ საქონლის წაროებისათვის, რაც ნიშნავს, რომ საკრედიტო რესურსი გაძლიერებულია და საინვესტიციო გარემო საქართველოში გაუარესებულია. ახლა მათთვარია, დონორი ორგანიზაციებისაგან მიღებული დახმარება, მთავარ გამოწვევებს მათ შორის ქვეყანაში არსებულ საინვესტიციო შიშშილს მოხმარდეს.

✓ უცხოური ინვესტიციები უზარმაზარ გავლენას ახდენენ ეკონომიკის მდგომარეობაზე, მისი განვითარების პერსპექტივებსა და ზრდის ტემპებზე. ასევე აშკარაა მათი ურთიერთკავშირი, რაც არაერთ ასპექტში ვლინდება:

1. უცხოური ინვესტიციები დღეს საგარეო ბაზრებზე საქონლისა და მომსახურების მიწოდების მთავარი ინსტრუმენტი და საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი სფეროა. ისინი სულ უფრო მზარდ გავლენას ახდენენ მსოფლიო კაუშირების მასშტაბებზე, მიმართულებებსა და სტრუქტურაზე. ასეთ ვითარებაში საგარეო ეკონომიკურ საქმიანობაზე დიდ გავლენას ახდენს უცხოური ინვესტიციების რეგულირებაც;

2. ეკონომიკური განვითარების პროცესში უცხოური ინვესტიციების როლს სულ უფრო მეტი ქვეყანა აღიარებს. ამავე დროს, უცხოური ინვესტიციების ნაკადების მასშტაბებზე, მიმართულებებსა და სტრუქტურაზე გავლენას ახდენს საგარეო ვაჭრობა და საგარეო სავაჭრო პოლიტიკა.

✓ უცხოური ინვესტიციების გამოყენება მრავალწახნაგოვანი მოვლენაა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები უცხოური სესხებისა და კრედიტებისგან განსხვავებით დამატებით საწარმოო მოთხოვნას წარმოქმნის ეროვნულ ბაზარზე და ხელს უწყობს ფინანსური და ეკონომიკური მდგომარეობის სტაბილიზაციას რეციპიენტ (მიმღებ) ქვეყანაში. უაღრესად არსებითია ის, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები არ უკავშირდება საგარეო ვალის ზრდას. მეორე მხრივ, უცხოურ ინვესტიციებს აკონტროლებს საზღვარგარეთული ინვესტორი, რომლისთვისაც, მკაცრად რომ ვთქვათ, სულ ერთია მიმღები ქვეყნის ეკონომიკის ეროვნული ინტერესები.

უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის მსოფლიო პრაქტიკის შესაბამისად, მიზნობრივ ნორმატივად, როგორც წესი, ინვესტიციების მთლიან მოცულობაში მათი ხვედრითი წონის 10%-ს იღებენ. ამას განსაზღვრავს კაპიტალის მსოფლიო ბაზრის მდგომარეობა, მძაფრი კონკურენცია და ეკონომიკური უსაფრთხოების საზღვრები.

✓ ამჟამად განსაკუთრებულ ყურადღებას იქცევს ჩინეთის გამოცდილება პირდაპირი საგარეო ინვესტიციების მოზიდვის საქმეში, კერძოდ კი, ის საშუალებები და მეთოდები, რომლებმაც უცხოური კაპიტალისათვის მიმზიდველი გახადა ქვეყანა. უცხოელმა პარტნიორებმა თავდაპირველად საბსრები დააბანდეს არა იმდენად მრეწველობაში, (მით უმეტეს მძიმე მრეწველობაში), რამდენადაც მომსახურების სფეროს ობიექტების მშენებლობაში, სადაც შედარებით მცირე ინვესტიციები სწრაფად უკუგების იმედს იძლეოდა. უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის გაძლიერებისა და მათი ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით ჩინეთში შემოიღეს რიგი წამახალისებელი ღონისძიებები. უცხოელი პარტნიორების წილი არანაკლებ 25%-ია (ქვედა ზღვარად არის მიჩნეული). იქმნება ისეთი საწარმოებიც, რომლებიც მთლიანად უცხოურ კაპიტალს ეკუთვნის. ყველაზე უფრო საინტერესო კი ისაა, რომ ამ ქვეყნის ყოველ რეგიონს შესთავაზეს მოეძებნა საკუთარი, მისი თავისებურებების შესაბამისი სპეციალიზაცია საზღვარგარეთული ტექნოლოგიისა და კაპიტალის მოზიდვის სფეროში. მიჩნეულია, რომ ეს მოხსნის რეგიონთაშორის „ტიხრებს", თავიდან აიცილებს ქვეყანას შესყიდვათა დუბლირებას და მთლიანობაში გაზრდის საგარეო-ეკონომიკური საქმიანობის ეფექტიანობას.

უცხოური ინვესტიციების ყველაზე უფრო გავრცელებული ფორმაა ერთობლივი საწარმოები, ე.ი. ის საწარმოები, ორგანიზაციები და გაერთიანებები, რომლებსაც ერთობლივად აფუძნებენ და იყენებენ მოცემული ქვეყნისა და სხვა სახელმწიფოების საკუთრების სუბიექტები. ეს ტერმინი შეესაბამება მსოფლიო მეურნეობაში გავრცელებულ ცნებას joint venture. ერთობლივი საწარმოების შესახებ 1986 წელს აშშ-ში გამოცემულ ფუნდამენტურ ნაშრომში „International joint ventures" მოცემულია ერთობლივი საწარმოების შემდეგი ნიშან-თვისებები: სხვადასხვა ქვეყანაში მყოფი ფირმების მონაწილეობა; ერთობლივი საწარმოს როგორც დამოუკიდებელი იურიდიული პირის კონსტიტუირება, რომელიც

მონაწილეთა ერთობლივად მართვით მოქმედებს; საწარმოთა შექმნა რეგულარული და არა ერთჯერადი საქმიანობისთვის.

✓ ერთობლივ საწარმოებთან ძალიან ახლოს დგას ერთობლივი მეწარმეობის ე.წ. სახელშეკრულებო ფორმა (კონტრაქტი ერთობლივი საქმიანობის შესახებ). ამ შემთხვევაში ერთობლივი მეწარმეობის შესახებ ხელშეკრულების მონაწილეები არ ქმნიან იურიდიული პირის სტატუსის მქონე ახალ ფირმას. უცხოური ინვესტიციების ამგვარი ფორმის კონტრაქტს ყველაზე უფრო ეფექტიანად მიიჩნევენ. ინვესტიციების რეალიზება ხდება ადგილობრივი პარტნიორის საეკუთრებაში მყოფი ობიექტებისთვის როგორც ტრადიციული, „ხილული", ისე „უხილავი" რესურსების მიწოდების გზით. ასეთი ფორმის საინვესტიციო კაუშირებს მიაკუთვნებენ სალიცენზიო შეთანხმებებს, მართვაზე დადებულ კონტრაქტებს, ობიექტების აგებაზე გაფორმებულ კონტრაქტებს შპს პროდუქციის („პროდუქცია ხელში") ან რეალიზაციის („ბაზარი ხელში") პირობებით, აგრეთვე, პროდუქციის განაწილების, ფრანჩაიზინგის და ზოგიერთი სხვა პირობით.

„კონტრაქტული" ინვესტიციების დროს ინვესტორი უცხოური კომპანიები მოგებას მნიშვნელოვანწილად იღებენ სწორედ „უხილავი" აქტივების, ე.ი. ტექნოლოგიური, ტექნიკური, მმართველობითი, საბაზრო და სხვა უპირატესობების ფლობის წყალობით, რაც საშუალებას აძლევს მათ კონტროლი გაუწიონ საბოლოო პროდუქტის წარმოებასა და რეალიზაციას.

✓ თანამედროვე მსოფლიოში უზარმაზარ როლს თამაშობენ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები. ამჟამად სწორედ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოდის ინვესტიციების ძირითადი ნაწილი. ფინანსური ინვესტიციები შესაძლოა იყოს როგორც პირდაპირი (რომლებიც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი საწარმოს საქმიანობაზე კონტროლის უფლებას), ისე საპორტფელო, როდესაც ფასიანი ქაღალდების შეძენა არ იძლევა საწარმოზე კონტროლის დაწესების საშუალებას და უპირატესად ემსახურება მოგების მიღების მიზანს. საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურის ხელსაყრელად შერჩევის ხარჯზე. უახლოესი კომპიუტერული ტექნოლოგიის განვითარება ამჟამად საშუალებას გვაძლევს „cross - border transactions"-ის ფორმით განახორციელოთ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები, როცა გარიგებებს დებენ ელექტრონული ფორმით (საზღვარგარეთის საფონდო ბირჟაზე), ან ეროვნულ ბირჟაზე კოტირებადი უცხოური კომპანიების აქციების შეძენის გზით, საკუთარი ოფისიდან გაუსვლელად.

✓ მსოფლიო ეკონომიკაში ინტერნაციონალიზაციისა და გლობალიზაციის ტენდენციების გაძლიერებასთან და ეროვნულ მეურნეობათა განვითარებაში უცხოურ ინვესტიციების მნიშვნელობის მატებასთან ერთად სულ უფრო ფართოვდება უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები (იხ.42.1. სქემა) და მათი რეგულირების ბერკეტების წრე. ეს ეხება როგორც მათ სტიმულირებას, ისე ეროვნულ ეკონომიკაში უცხოური ინვესტიციების მეტისმეტად ჭარბ შემოსვლისგან „დაცვას".

მსოფლიო მეურნეობაში ამა თუ იმ ქვეყნის ჩართვის ხარისხიდან და იმ როლიდან გამომდინარე, რომელსაც უცხოურ კაპიტალს ანიჭებენ შიდა ეკონომიკის განვითარებაში, ჩვენი აზრით, შესაძლებელია გამოყოთ: ა) ამკრძალავი რეჟიმი; ბ) ეროვნული რეჟიმი; გ) უმეტესი ხელშეწყობის რეჟიმი. ბ) და გ) რეჟიმებს აერთიანებენ საერთო სახელით - ლიბერალური რეჟიმი.

✓ უცხოელი ინვესტორებისთვის რეჟიმის ლიბერალიზაციასთან ერთად XX საუკუნის 90-იან წლებში გაფართოვდა ინვესტორებისთვის შეღავათების მიცემის გზით უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირების პრაქტიკა. უცხოელი ინვესტორებისთვის არსებითი ეკონომიკური სტიმულია დაბეგვრის სფეროში არსებული შეღავათები. მრავალ ქვეყანაში ჩვეულებრივი სისტემაა წარმოებაში რეინვესტირებული მოგების შეღავათიანად დაბეგვრა, რომელსაც ან დაწეული განაკვეთით ბეგრავენ, ან გამორიცხავენ დასაბეგრი ქონების თანხიდან.

✓ უცხოური კაპიტალდაბანდებების რეგულირების ძირითადი მეთოდები შემდეგნაირად ჯგუფდება:

1. საკანონმდებლობაში წესდება შეზღუდვა (შესაძლოა აკრძალვაც) მოგებისა და ძირითადი კაპიტალის გატანაზე. რეციპიენტი ქვეყნის მთავრობა ამგვარად ახდენს გავლენას უცხოური

ინვესტიციების ნაკადზე.

2. ნებადართულია კაპიტალისა და მოგების თავისუფალი გადადინება, დგინდება შეღავათები იმ ინვესტორებისათვის, რომლებიც თავიანთ კაპიტალს აბანდებენ ტერიტორიულად დაშორებულ რაიონებში ან ქმნიან მრეწველობის „ახალ" დარგებს. ეს ხელს უწყობს ინვესტიციების მოზიდვასა და სასურველი მიმართულებით წარმართვას.

3. გადასახადების შესაბამისი რეგულირების მეშვეობით მიიღწევა უცხოური კაპიტალის დაბანდება სასურველი სამართლებრივი ფორმით, მაგ. ჰოლდინგური კომპანიების ფორმით.

✓ საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა ჩვენს მიერ მოიაზრება როგორც ინვესტიციის ბაზრის ოპტიმალური ფორმირების აუცილებელი პირობა. იგი უზრუნველყოფს საქართველოს ეკონომიკის მსოფლიო მეურნეობაში არა ფორმალურ, არამედ რეალურ ჩართვას და გვესახება ეკონომიკის კრიზისული მდგომარეობის გადალახვის, მისი სტრუქტურული გარდაქმნის, წარმოებროვი პოტენციალის თანამედროვე ტექნოლოგიურ დონეზე გადაყვანის მნიშვნელოვან, გამოცდილებით დადასტურებულ საშუალებად.

მეტიც, ვერც საქართველო, ვერც სხვა ქვეყნები ინვესტიციური პოტენციალის ფორმირებისას, მისი ეკონომიკის რეფორმირების პროცესში მოზიდვისა და ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდის უზრუნველსაყოფად გვერდს ვერ აუვლიან მსოფლიო ინვესტიციის ბაზარში ჩართვას.

✓ პრინციპულია ინვესტიციების ფორმის არჩევის საკითხი. შეიძლება გამოვყოთ დაფინანსების განსხვავებული ფორმები უცხოური წყაროების ხარჯზე. მათ შეიძლება მივაკუთვნოთ:

— საკრედიტო რესურსების მოზიდვა მოხმარების ფონდისა და სხვა არასაწარმოო დანახარჯების გამოყენებისათვის;

— საგარეო კრედიტის გამოყენება მანქანებისა და მოწყობილობების შესაძენად საზღვარგარეთ, რომელთა კაპიტალუკუგება ადგილობრივზე 20%-ით მეტია;

— უცხოური წყაროების მოზიდვა ძირითად კაპიტალში პირდაპირი ინვესტიციების ფორმით.

როგორც ანალიზი გვიჩვენებს, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კაპიტალუკუგება 2-ჯერ მეტია ადგილობრივთან შედარებით. აქედან შეიძლება გამოვიტანოთ ერთმნიშვნელოვანი დასკვნა, რომ საქართველოში პრიორიტეტი, უპირველეს ყოვლისა, პირდაპირ ინვესტიციებს უნდა მიენიჭოს.

✓ უცხოური ინვესტიციების სახელმწიფო რეგულირების მეთოდების შემუშავებისას აუცილებელია შესაბამისი საკანონმდებლო და სამართლებრივი წანამძღვრების შექმნა, სათანადო ეკონომიკური პირობების მომზადება და უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული კონკრეტული ნორმატიული დებულებების შემუშავება.

✓ საქართველოში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოდინების წახალისება უნდა განხორციელდეს ინვესტიციური საქმიანობის სტიმულირების სახელმწიფო პოლიტიკის ერთიან კალაპოტში. რაიმე შეღავათები მარტო უცხოელი ინვესტორებისათვის ამჟამად მიზანშეწონილი არ არის. სტიმულირების ღონისძიებები ერთნაირად უნდა ვრცელდებოდეს ეროვნულ და უცხოელ მეწარმეებზე. საგადასახადო შეღავათები, სახელმწიფო სუბსიდიები და კრედიტები პრაქტიკულად დისკრიმინაციის გარეშე უნდა ეძლეოდეს ყველა კომპანიას „ეროვნული რეჟიმის" საფუძველზე.

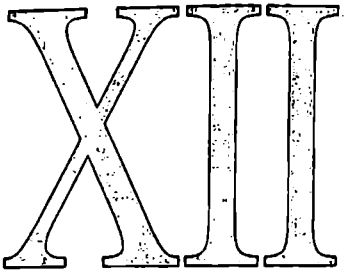
? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- რა არის უცხოური ინვესტიცია? განმარტეთ.
- რაში მდგომარეობს კაპიტალის გატანის თეორიის ძირითადი დებულებები?
- რომელი მეცნიერ-ეკონომისტების შრომებშია მოცემული კაპიტალის გატანის თეორია?
- რაში მდგომარეობს რ. ვერნორის საქონლის საერთაშორისო წარმოების ციკლის პარადიგმა?
- ახსენით ბარკლისა და კარსონის თეორიის არსი.
- დაახასიათეთ ელექტიკური თეორიის ძირითადი არის.
- რა თავისებურებით ხასიათდება უცხოური ინვესტიციები მომსახურების სფეროში?
- ისაუბრეთ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის ჩინურ გამოცდილებაზე.
- დაახასიათეთ ერთობლივი სწარმო, როგორც უცხოური ინვესტირების ფორმა.
- როგორ გესმით ე.წ. „კონტრაქტურული ინვესტიციები".
- განმარტეთ უცხოური ფინანსური ინვესტიციები.
- ჩამოთვალეთ და მოკლედ დაახასიათეთ უცხოური ინვესტიციების ფუნქციები.
- რა შეზღუდვები განიხილება უცხოურ ინვესტიციებში?
- რაში მდგომარეობს უცხოური კაპიტალის მოზიდვის სტიმულირება?
- უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის რა წამახალისებელ ღონისძიებებს იცნობთ?
- უცხოური ინვესტირების რეგულირების რა ძირითადი მეთოდები განიხილება?
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა საფრანგეთში.
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა დიდ ბრიტანეთში.
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა ბელგიაში.
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა იტალიაში.
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა ნიდერლანდებში.
- მოზიდვის და რეგულირების არსებული მდგომარეობა გერმანიაში.
- რატომ არის საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა ინვესტიციის ბაზრის ოპტიმალური ფორმირების აუცილებელი პირობა?
- რა უშლის ხელს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას საქართველოში?
- რა იგულისხმება უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებულ წინააღმდეგობაში?
- დაახასიათეთ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის მიზნები?
- უცხოური ინვესტიციების დაფინანსების რა ფორმებს იცნობთ?
- საქართველოში უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის რა ძირითად პრობლემებს გამოყოფთ?

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. **ბაბტაძე ლ.** ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ეერჟე", 2007.
2. **გიტმანი ლ., ჯონკი მ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.
3. **კოვზანაძე ი.** საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.
4. **პიტერ ჰ. ლინდერტი.** საერთაშორისო ეკონომიკა. თარგმანი ვ. ვეფხვაძე, ი. გოგორიშვილი, თბ.: საგამომც. ფირმა „სიახლე", 2001.
5. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სიახლე". 2002. გვ. 20-71.
6. **ქოქიაური ლ.** ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
7. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
8. **ქოქიაური ლ. შონია ნ.** ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
9. **ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ.** საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
10. **ყორდანაშვილი ლ.** საერთაშორისო ბიზნესი, თბ.: თსუ გამომცემლობა. 1998.
11. **Вознесенская Н.** Иностранные инвестиции. Мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий). М.: ИНФРА-М. 2001
12. Политика привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику. М.: ТЭИС. 2001.
13. **Фишер П.** Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. М.: Финансы и статистика. 1999.
14. **Кадочников С.М.** Прямые зарубежные инвестиции: микроэкономический анализ эффектов благосостояния. М.: Экономическая школа. 2002.
15. **Balasubramanyam V.N., Salisu M., Sapsford D.** Foreing direst investment and growth in EP and IS Countries // Economic J. 1996. Vol.106. P.92-105.
16. **Barrell R., Holland D.** Foreing direst investment and enterprise restructuring in Central Europe// Economics of Transition. 2000. Vol.8(2). P.477-504.
17. **Blomstrom M.** Foreing direst investment and spillovers. London; NewYork: Routledge, 1989.
18. **Blomstrom M., Kokko A.** How foreign investment effects host countries // Policy Research Working Paper N 1745. World Bank, 1997.
19. **Blomstrom M., Sjoholm F.** Technology transfer and spillovers: Does local participation with multinationals matter? // European Economic Rev. 1999. Vol. 43. P.915-923.
20. **Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. –W.** How does foreign direct investment affect economic growth? // J. Intern. Economics. 1998. Vol.45. P.115-135.
21. **Brock G.J.** Foreign direst investment in Russia`s regions 1993-1995. Why so little and where has it gone? // Economics of Transition. 1998. Vol.6(2). P.349-360.
22. **Djankou S., Hoekman B.** Foreign investment and productivity drowth in Czech enterprises. New York, 1998. Mimeo.
23. **Dunning J.H. The prospects for foreign direct** investment in Central and Eastern Europe // P.J.Buskley, P.N. Ghauri (eds.). The economics of Change in East and Central Europe. London: Academic Press, 1994. P.373-388.
24. **Edmiston K., Mudd S., Valev N.** How have tax investment and the tax structure affected foreign direct investment in the transition economies. Atlanta, 1999. Mimeo.
25. **Fritsch W., Franco G.** Foreign direct investment in Brazill: Its impact on industrial restructuring. Paris, 1991.

26. **Harrison A.** Determinants and consequences og foreign investment in three developing countries // M.Roberts, J. Tybout (eds.). Industrial Evolution in Developing Countries: Micro Patterns of Turnover, Productivity and Market Structure. Oxford: Oxford University Press, 1996.
27. **Horstmann I.J., Markusen J.R.** Exporing new markets: direct investment, contractual relations and the multinational enterprise // Intern. Economic Rev. 1996. Vol. 37(1). P.1-19.
28. **Inotai A.** Freign direct investments in reforming CMEA countries: Facts. lessons and perspectives ?? M. W. Klein, P. J. J. Welfens (eds.). Multinationals in the New Europe and Global Trade. Berlin; Haidelberg; Springer-Verlag, 1992. P. 129-152.
29. **Konings J.** The effects of foreigndirect investment on domestic firms: Evidence from firm level panel data in emerging economies. Centre for Transition Economics by Gatholic University of Leuven, 1999. Mimeo.
30. **Krugman P.** New trade theory and the less developed countries // G. Calvo, R.Findlay, P. Kouri, J.B. de Mecedo (eds.). Debt, Stabilization and Development. Cambridge, Mass. Basil Blackwell, 1989. p.347-365.
31. **Lankes H.P., Venables A.J.** Fforeign direct investment in economic transition: The changing pattern of investments // Economics of Transition. 1996. Vol. 4 (2). p. 331-347.
32. **Meyer K. E., Pind C.** The slow growth of foreign direct investment in the Soviet Union successor states // Economics of Transition. 1999. Vol. 7 (1). P. 201-214.
33. **Starzynska B.K.** Composition of foreign direct investment and protection of intellectual property rights in transition economies // Paper for a CEPR/ CEU Workshop, Budapest, 1999, May.
34. **Szanyi M.** Experiences with foreign direct investment in Eastern Europe: Advantages and disadvantages // Eastern European Economics. 1998. Vol. 36. N 3. P.28-48.
35. **Wang J.Y., Blomstrom M.** Fo reign investment and technology transfer: A simple model // European Economic Rev. 1992. Vol. 36. P. 137-155.
36. **World** investment report 2000 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2000.
37. **World** investment report 2001 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2001.
38. **World** investment report 2002 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2002.
39. **World** investment report 2003 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2003.
40. **World** investment report 2004 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2004.
41. **World** investment report 2005 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2005.
42. **World** investment report 2006 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2006.
43. **World** investment report 2007 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2007
44. **World** investment report 2008 / UNCTAD. N.Y.; Geneva, 2008.



განყოფილება

კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა, საინვესტიციო ბანკები

აღნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- საინვესტიციო ინსტიტუტების აუცილებლობა და მათი ფორმირების კანონზომიერებები საქართველოში;
- კომერციული და საინვესტიციო ბანკების საქმიანობის მოკლე ისტორიული მიმოხილვა;
- საინვესტიციო ბანკების ევოლუციის ძირითადი ტენდენციები;
- საინვესტიციო ბანკების ფუნქციები;
- საინვესტიციო პროცესში კომერციული ბანკების გააქტიურების აუცილებლობა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;
- ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ორადი ბუნება და ინდიკატორები;
- ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის მიაზასიათებლები;
- ბანკების საინვესტიციო პოლიტიკა და სტრატეგია;
- კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაციის ძირითადი ნიშნები;
- საბანკო ოპერაციების უნივერსალიზაციის ტენდენციები;
- მსოფლიოს რეიტინგული საინვესტიციო ბანკები;
- ბანკების საქმიანობის გაფართოების ტენდენციები საბაზრო ეკონომიკის პირობებში;
- საბანკო ინვესტიციების კლასიფიკაცია და ბანკების საინვესტიციო ოპერაციები;
- საბანკო პორტფელის ძირითადი მახასიათებლები;
- კომერციული და საინვესტიციო ბანკების ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები;
- ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის შემაფერხებელი გარემოებები და მათი აღმოფხვრის აუცილებელი ღონისძიებები.

ორმოცდაშვიდსაშვ თავი. ბანკების ინვესტიციური საქმიანობის პირითადი პრინციპები და სახეები

ინვესტიციის ბაზრის განვითარებისათვის აუცილებელია შესაბამისი ინფრასტრუქტურის განვითარება. ინვესტირების ინფრასტრუქტურას შემდეგ ინსტიტუტებს მიაკუთვნებენ: საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო კონსულტაციები, საინვესტიციო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და საფინანსო კომპანიები, საბროკეროები, სადაზღვევო და საპენსიო ფონდები.[1]

საქართველოში ამ საინვესტიციო ინსტიტუტების ფუნქციონირება ამჟამად მეტად უმნიშვნელოა, განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკას კი ახასიათებს მათი რთული და მრავალფეროვანი სტრუქტურა. ისინი ახორციელებენ საინვესტიციო რესურსების აკუმულაციას და შემდგომში მათ დაბანდებას სამეწარმეო საქმიანობაში. ყველაზე ზოგადი სახით ეს ინსტიტუტები შემდეგ სახეობებს მოიცავენ:

- კომერციული ბანკები (უნივერსალური და სპეციალიზებული);
- არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები (საფინანსო და სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, ლომბარდები, საკრედიტო კავშირები და ამხანაგობები);
- საინვესტიციო ინსტიტუტები (საინვესტიციო კომპანიები და ფონდები, საფონდო ბირჟები, საფინანსო, საბროკეროები, საინვესტიციო კონსულტაციები და ა.შ.).

ნებისმიერი ჯგუფის ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის საერთო დამახასიათებელია დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების (სახელმწიფოს, ფირმების, მოსახლეობის) აკუმულირება მათ მიერ და შემდგომში მათი დაბანდება ეკონომიკაში. ამასთან, ყოველ აღნიშნულ ჯგუფს თავისი სპეციფიკა აქვს როგორც მისთვის ჩეული ფუნქციების განხორციელებაში, ისე საინვესტიციო რესურსების აკუმულირებისა და შემდგომ მათი განთავსების მექანიზმში.

43.1. საინვესტიციო ინსტიტუტები საქართველოში

ამჟამად საქართველოში ფორმირების პროცესშია საინვესტიციო ინსტიტუტები. მათი ჩამოყალიბების პროცესი გადაჯაჭვულია ეკონომიკური რეფორმების მსვლელობაში მიმდინარე საერთო ინსტიტუციურ გარდაქმნებთან.

მართალია, არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტებმა განვლეს ჩამოყალიბების ეტაპი და შესამჩნევ როლს თამაშობენ ქვეყნის ეკონომიკურ ცხოვრებაში, მაგრამ ისინი არსებითად ჩამორჩებიან ბანკებს აქტივების, აგრეთვე, დანაზოგების მოზიდვისა და ფინანსური ოპერაციების მოცულობების მხრივ. თუ განვითარებული ფინანსური ბაზრების მქონე ქვეყნებში ბანკების წილი საფინანსო-საკრედიტო სისტემის აქტივების 70 %-ს შეადგენს, ხოლო არასაბანკო საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების (საფოსტო - შემნახველი ქსელი, სამშენებლო საზოგადოებები, საკრედიტო კოოპერაცია, საფინანსო, სადაზღვევო და საინვესტიციო კომპანიები, საპენსიო ფონდები და სხვ.) წილი - 30%-ს, საქართველოში მთლიანი აქტივების 90 % კომერციულ ბანკებზე მოდის.

სხვადასხვა სახეობის საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებს შორის ფინანსური დანაზოგების განაწილების შესახებ სათელ წარმოდგენას იძლევა 43.1. ცხრილი.

საფინანსო-საკრედიტო სისტემაში არასაბანკო ინსტიტუტებზე ბანკების მკვეთრად გამოხატული უპირატესობა მეტ-ნაკლებად ახასიათებს როგორც განვითარებად, ისე განვითარებულ ბაზრებს, თუმცა განვითარებად ბაზრებზე გაცილებით მეტია მათი ხვედრითი წონა (90%).

ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმი იმგვარად მოქმედებს, რომ, **ერთი მხრივ**, არსებობენ იურიდიული პირები, რომლებსაც კაპიტალი სჭირდებათ, ესაა სახელმწიფო, ხელისუფლების ადგილობრივი

[1] Иванова Е. Инвестиционная инфраструктура. «Российский экономический журнал», 2005, № 9, с. 109-113.

ორგანოები (ადმინისტრაციები, მუნიციპალიტეტები, პრეფექტურები), საწარმოები. მეორე მხრივ, მოქალაქეებსა და იურიდიულ პირებს უჩნდებათ თავისუფალი სახსრები, რომელთა შენარჩუნება და გამრავლებაც მათ სურთ. საბაზრო ინვესტიციების მექანიზმის მეშვეობით ხდება კაპიტალის ბუნებრივად გადადინება თავისუფალი სახსრების მფლობელი პირებიდან იმ ორგანიზაციებისკენ, რომლებიც პროფესიულ საინვესტიციო საქმიანობას ახორციელებენ ბანკების, ბირჟების, საინვესტიციო კომპანიებისა და ნაირგვარი ფონდების შუამავლობით.

ფინანსური დანაზოგების განაწილება[1]

(%-ობით საფინანსო-საკრედიტო სისტემის ვალდებულებების მიმართ)

43.1 ცხრილი

ქვეყნები	არასაბანკო სადაზღვევო-საკრედიტო ინსტიტუტები				საბანკო სისტემა
	სულ	მათ შორის			
		სადაზღვევო კომპანიები	საპენსიო ფონდები	საინვესტიციო ფონდები	
აშშ	38	13	19	6	62
გერმანია	16	12	1	3	84
იაპონია	19	8	1	10	81
განვითარებული ბაზრები (საშ)	30	12	11	7	70
განვითარებად ბაზრები (საშ)	10	3	4	3	90

ეს ერთი შეხედვით ქაოსური მოძრაობა სინამდვილეში წარმოადგენს მოსახლეობის დანაზოგების, საწარმოების და ორგანიზაციების მიერ დაგროვილი სახსრების განაწილების ეფექტიან მექანიზმს ასობით დარგსა და პროექტს შორის. მოსახლეობის თანხების მიზიდვით ბანკები და ფინანსური შუამავლები კონკურსის საფუძველზე აწვდიან მათ სახელმწიფოს, მუნიციპალიტეტებსა და საწარმოებს. სახსრების დაბანდებიდან გამომუშავებული შემოსავალი მოქალაქეებისა და ფინანსური შუამავლების ხელში გადადის.

43.1. ცხრილში წარმოდგენილია ფულადი ნაკადების წრებრუნვა ინვესტიციურ პროცესში. ამ დროს ეკონომიკური მექანიზმი შესაძლოა სხვადასხვაგვარად იყოს ორგანიზებული: მაგალითად, საწარმოს შეუძლია კრედიტი მიიღოს ბანკიდან, რომელშიც მოქალაქეები ინახავენ თავიანთ სახსრებს, ან ფინანსური შუამავლების მეშვეობით აქციები ან ობლიგაციები მიაყიდოს მოქალაქეებს, მოგვრიანებით სახსრები კი წარმოებაში დააბანდოს. მეორე ვარიანტი - საწარმო უშვებს ობლიგაციებს ან აქციებს და საპაიო საინვესტიციო ფონდს მიაყიდის მას, რომელშიც კერძო პირების სახსრებია დაბანდებული.

ინვესტორები და შუამავლები თავიანთ ურთიერთობებს იმის მიხედვით განსაზღვრავენ, თუ ვინ იღებს რისკს თავის თავზე, ვისა აქვს ამ დროს მოგების ძირითადი ნაწილის მიღების უფლება და ვის - ფიქსირებული პროცენტის.

კლასიკურ ვარიანტში საკრედიტო ორგანიზაციები ინვესტიციების ბაზარზე საინვესტიციო ბანკებითაა წარმოდგენილი, რომლებიც ამჟამად საქართველოში პრაქტიკულად არ არსებობენ. საინვესტიციო ბანკს, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინსტიტუტია, ტრადიციული საბანკო ფუნქციების შესრულებაც შეუძლია. მაგრამ მისი მთავარი დანიშნულებაა გრძელვადიანი ინვესტიციური პროექტების განხორციელება, რის გამოც ბანკს საკმარისად დიდი კაპიტალი უნდა ჰქონდეს.

დღეს საქართველოს ეკონომიკაში ჩამოყალიბებული ვითარება, რომელსაც ახასიათებს არასაბანკო და საინვესტიციო ინსტიტუტების ქსელის განვითარების დაბალი დონე, განსაზღვრავს საბანკო სისტემის წამყვან პოზიციებს სახსრების აკუმულაციაში მათი ინვესტირების მიზნით.

[1] **Harris Horch.** Policies for of developing financial market. Wash., 1997. p. 14-17.

ნახ. 43.1 საკრედიტო დაზღვევის ძირითადი სახეობები საინვესტიციო პროცესში

ბანკებს განსაკუთრებული როლი ენიჭება ფინანსური ბაზრის ინფრასტრუქტურის ფორმირებაში, ფინანსური შუამავლობისა და ეკონომიკაში რესურსების განაწილების მთელი სისტემის ეფექტიანობის ამაღლებაში.

საბანკო სისტემის განვითარების ადრეულ სტადიებზე ბანკებს არ ყოფდნენ საინვესტიციო და არასაინვესტიციო (კომერციულ) ბანკებად. პრაქტიკულად ყველა ბანკი, რომელსაც აუცილებელი და საკმარისი რესურსები და სპეციალისტები გააჩნდა, უნივერსალური იყო. ამასთან, ისინი სპეციალდებოდნენ საქმიანობის ყველაზე უფრო მიმზიდველ სახეობაზე.

წმინდა საინვესტიციო ბანკების სამშობლოა აშშ. სწორედ აქ 1933 წელს მიიღეს გლას-სტიგოლის კანონი, რომელმაც ერთმანეთისგან გამიჯნა კომერციული და საინვესტიციო ბანკები. ამგვარი გადაწყვეტილების მიზეზი იყო ქვეყნისთვის უმძიმესი ეკონომიკური და საფინანსო კრიზისი 1929-1933 წლებში, რომელშაც მთლიანად მოშალა აშშ-ის საბანკო სისტემა. კანონმა ზღვარი გააველო, ერთი მხრივ, რისკიან ანუ საინვესტიციო ბანკებსა (რომლებსაც უფლება ეძლეოდათ ემუშავათ საფონდო ბაზარზე და ფასიან ქაღალდებში მოეხდინათ სახსრების ინვესტირება), და, მეორე მხრივ, „ურისკო" ანუ კომერციულ ბანკებს შორის, რომლებშიც სალხს შეეძლო თავიანთი ანაბრების შენახვა მათი დაკარგვის შიშის უქონლად. კომერციული ბანკებისთვის ეს ნიშნაედა შემოსაველიანობის მკვეთრად შეკეცას (საფონდო ბაზარზე სპეკულაციური ოპერაციების ჩატარების შესაძლებლობის უქონლობის გამო), საინვესტიციო ბანკებისთვის კი - კაპიტალის შემცირებას (ანაბრების მოზიდვის შესაძლებლობის უქონლობის გამო). შესაძლოა, სწორედ ამიტომ ანალოგიური კანონები აშშ-ის გარდა არსად მიუღიათ. ბანკების დაყოფას საინვესტიციო და კომერციულ ბანკებად ყველგან ოპერატიული ხასიათი აქვს და არა კანონმდებლობით დადგენილი.

საინვესტიციო ბანკების ევოლუცია

ბოლო ათწლეულებში საინვესტიციო ბანკებმა მნიშვნელოვანი ევოლუცია განიცადეს. ბანკების რაოდენობა მკვეთრად გაიზარდა, გაჩნდა ახალი ინსტრუმენტები, შეიცვალა კაპიტალის ბაზარზე არსებული პირობები. თუ ადრე საინვესტიციო ბანკირების დევიზი იყო „ტვინი ჩვენი, ფული თქვენი" და ბანკების ფუნქციები ძირითადად საბროკერო და საკონსულტაციო მომსახურებით შემოიფარგლებოდა. თანამედროვე ბაზრის პირობებში დევიზია „ფული ჩვენი, ტვინი (და კომპიუტერები) კი ყველას აქეს" მძაფრი კონკურენცია აიძულებს ბანკებს შეიმუშაონ და ბაზარს შესთავაზონ უფრო დახვეწილი ინსტრუმენტები და მომსახურება (წარმოებული ფასიანი ქაღალდები, სეკიურიტიზაცია, საინვესტიციო პროექტების დაკრედიტება და ა.შ.).

დასავლეთის ქვეყნების საინვესტიციო ბანკების განვითარებაში გამოვლენილი უამრავი ტენდენციიდან სადღეისოდ შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი:

- **ინოვაციური ორიენტაცია** - ახალი ინსტრუმენტების ძიებისკენ სწრაფვა;
- **უნივერსალიზაცია** - საინვესტიციო და კომერციული ბანკების ფუნქციების გაერთიანებისკენ და რაც შეიძლება მეტი სახეობის მომსახურების გაწევისკენ სწრაფვა;
- **სპეციალიზაცია** - როცა მცირე ბანკები ვიწროდ სპეციალდებიან ერთ ინსტრუმენტზე ან ბაზრის სეგმენტზე;
- **გლობალიზაცია** საერთაშორისო საინვესტიციო (ან უნივერსალური) ბანკების გაჩენა, რომლებიც მსოფლიოს ყველა ბაზარზე მუშაობენ;
- **კლიენტისთვის ბრძოლა** - ძლიერი საკონკურენციო ბრძოლა აუდიტორულ, საკონსულტანტო და სხვა კომპანიებს შორის, რომლებიც ანალოგიურ მომსახურებას ეწევიან (ფინანსური ანალიზი, კონსალტინგი, შერწყმისა და შეურთების პროგრამების დამუშავება და ა.შ.).

ამის შედეგად თანამედროვე ბაზარზე ფუნქციონირებს უამრავი სხვადასხვა სახეობის და კატეგორიის საინვესტიციო ბანკი. სპეციალიზაციის მიუხედავად, მათ შორის მსოფლიო ლიდერებია *Merril Lynch, Goldman Sachs da Morgan Stanley.* მათ მოსდევს ათეულობით ცნობილი ბანკი: *J.P. Morgan, Salomon*

Brothers, Citibank, Chase Manhatten, Credit Swiss Boston (CSFB), HSBC, აგრეთვე, ათასობით მსხვილი და წვრილი, უნივერსალური და ვიწროდ სპეციალიზებული, გლობალური და ლოკალური, საბითუმო და საცალო ბანკი, საბროკერო კომპანია და სხვა საფინანსო ინსტიტუტი.

საქმიანობის ძირითადი მიმართულების თვალსაზრისით საინვესტიციო ბანკებს პირობითად ორ ჯგუფად ყოფენ: „სავაჭრო" და საკუთრივ საინვესტიციო ბანკებად. პირველი ტიპის ბანკების ფუნქციებს ეკუთვნის:

1) ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა მეორად ბაზარზე - კლიენტის დავალებით და საკუთარ ხარჯზე;

2) ფასიანი ქაღალდების (თავდაპირველი და დამატებითი ემისიის) გაყიდვა პირველად ბაზარზე;

საკუთრივ საინვესტიციო ბანკის ძირითადი ფუნქციაა კორპორაციული დაფინანსება, რომელიც მოიცავს:

1) ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების დამუშავებას (ფინანსურ ინჟინირინგს);

2) ფასიანი ქაღალდების ემისიის მომზადებას და რეალიზაციას;

3) კომპანიების რესტრუქტურიზაციის (შერწყმა და შთანთქმა, პრივატიზაცია, გამოსყიდვა) მომზადებას და რეალიზაციას;

4) ფინანსურ ანალიზს და კონსულტირებას;

5) კაპიტალის მოზიდვას საინვესტიციო პროექტებისთვის;

6) საპროექტო დაფინანსებას;

7) რისკების მართვას.

რამ გამოიწვია რეალურ ინვესტიციებში ბანკების მონაწილეობის შეზღუდვა?

ეკონომიკის საბანკო და რეალურ სექტორებს შორის ურთიერთობას დღეს საქართველოში ოპტიმალურს ნამდვილად ვერ ვუწოდებთ. რეალურ ინვესტიციებში ბანკების მონაწილეობა ძალიან შეზღუდულია. ობიექტური მიზეზების გამო საკრედიტო დაწესებულებებს არ შეუძლიათ სათანადო მოცულობით ჩაერთონ საინვესტიციო დაფინანსებაში. ეს, უპირველეს ყოვლისა, იმიტომ, რომ მათ არასაკმაო ფინანსური რესურსების გამო შესაძლებლობა არა აქვთ, მსხვილი თანხები გასცენ გრძელვადიანი დაკრედიტებისათვის; მეორე, კრედიტზე დაწესებული მაღალი საპროცენტო განაკვეთების გადახდა ძალზე ავიწროებს მსესხებელთა წრეს. სავაჭრო (როგორც შიდა, ისე საქსპორტო-საიმპორტო) ოპერაციების დაკრედიტებას მოგების გაცილებით დიდი ნორმა მოაქვს ბანკებისათვის, ვიდრე სხვა ინვესტიციებს. არამდგრადი ეკონომიკური ვითარება საკრედიტო დაწესებულებებისათვის სარისკო საქმედ აქცევს საკუთარი რესურსების ხარჯზე საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებას.

საწარმოთა ფინანსური დაგროვების სწრაფად შემცირება, ინვესტიციურ საქონელზე ფასების ზრდა, კაპიტალური მშენებლობის დაბალი შედეგიანობა ნეგატიურ გავლენას ახდენს საწარმოების საინვესტიციო საქმიანობაზე. რეფინანსირების მაღალი განაკვეთების გამო ნასესხები სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობებიც შეზღუდულია. ყველაზე მეტად განვითარდა მოკლევადიანი დაკრედიტება, როგორც წესი, დაბანდებათა გამოსყიდვისა და ბრუნვის მცირე ვადის მქონე სფეროებში (სავაჭრო-საშუამავლო და საფინანსო-კომერციული).

როგორც ცნობილია, მოსახლეობა თავისი დანაზოგით არაპირდაპირი გზით მონაწილეობს კაპიტალური დაბანდებების ფინანსურ უზრუნველყოფაში. ეს ხდება კომერციული ბანკების მიერ დანაზოგის თავმოყრის გზით და შემდეგ სესხად მათი გაცემით მეურნე სუბიექტებზე. ექსპერტების აზრით, მოსახლეობის დანაზოგი გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე და მნიშვნელოვანი საინვესტიციო ფაქტორი ხდება მაშინ, როცა მთლიანი შიდა პროდუქტის 12 %-ს აღწევს.[1] დანაზოგის გადიდება მეტად უწყობს ხელს ეკონომიკური წონასწორობის აღდგენას, ვიდრე მიმოქცევაში მყოფი ფულის მასის პირდაპირი რეგულირება. იგი საგარეო სესხის შემცირების საშუალებას აძლევს ქვეყანას. მოსახლეობის დანაზოგის ზრდის დადებითი დინამიკა ის ერთ-ერთი ნიშანია, რომელიც ეკონომიკური სტაბილიზაციის დაწყებაზე მიუთითებს. ბანკებში არსებული დეპოზიტების მატების მიხედვით შეგვიძლია ვიმსჯელოთ

[1] Банковская система России. Настольная книга банкиров. В 3-х томах. Ред. кол. А.Г. Грязнова, О.И. Лаврушин и др., Книга 2, «Дека», 1995, с. 132.

ხელისუფლების მიმართ მოსახლეობის ნდობაზე, ეკონომიკის სტაბილიზაციისა და განვითარების შერჩეული კურსის სისწორეზე.

ამასთან, მოსახლეობის დანაზოგის გადაქცევა საინვესტიციო რესურსად დიდადაა დამოკიდებული საბანკო-საკრედიტო პოლიტიკაზე. თუ კომერციული ბანკები ვერ შეძლებენ მოსახლეობის ფულადი სახსრების მნიშვნელოვანი ნაწილის მობილიზებას და თანაც სახსრების დიდ ნაწილს სავალუტო ბაზრისკენ მიმართავენ, მაშინ საწარმოთა საფინანსო მოთხოვნა დაუკმაყოფილებელი დარჩება. ამდენად, მოსახლეობის დანაზოგი მხოლოდ იმ შემთხვევაში გახდება ინვესტიციების დაფინანსების მნიშვნელოვანი წყარო, თუ ამოქმედდება მათი მიზნობრივად გამოყენების მექანიზმი.

საქართველოში საინვესტიციო აქტიურობის დაბალი დონე და ეკონომიკის კრიზისული მოვლენები, სხვა მრავალ ფაქტთან ერთად, დიდად განაპირობა ფულად-საკრედიტო სფეროში არსებულმა წინააღმდეგობებმა და დისპროპორციებმა.

ბანკების გააქტიურების აუცილებლობა ინვესტიციებში

საინვესტიციო პროცესში კომერციული ბანკების მონაწილეობის გააქტიურების აუცილებლობა თვით საბანკო სისტემის განვითარების ამოცანებიდან გამომდინარეობს. ერთი მხრივ, კომერციული ბანკები დაინტერესებული არიან სტაბილური ეკონომიკური გარემოთი, რაც მათი საქმიანობის აუცილებელი პირობაა, - მეორე მხრივ, სტაბილური ეკონომიკური გარემო, როგორც საინვესტიციო აქტიურობის ზრდის გარანტი, დიდადაა დამოკიდებული საბანკო სისტემის მდგრადობისა და ელასტიკურობის დონეზე, მის ეფექტიანად ფუნქციონირებაზე. ამასთან, რადგან ცალკეული ბანკის როგორც კომერციული წარმონაქმნის, ინტერესები მაქსიმალური მოგების მიღებაზეა ორიენტირებული (რისკის დასაშვები დონის პირობებში), ამიტომ ეკონომიკის ინვესტირებაში ბანკების მონაწილეობა მხოლოდ ხელსაყრელი გარემოს არსებობისას ხორციელდება.

საინვესტიციო პროცესში ბანკებს სხვადასხვა გზით შეუძლიათ მონაწილეობა, სახელდობრ, წარმოებაში თავიანთი სახსრების უშუალო დაბანდებით (საკუთრების წილის ამა თუ იმ ფორმით შეძენით), მიზნობრივი კრედიტების გაცემით, კლიენტი-ინვესტორების კუთვნილი და საინვესტიციო მიზნებისთვის განკუთვნილი სახსრების მოძრაობის მომსახურებით, დანაზოგის მობილიზაციით და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით მათი საინვესტიციო მიზნით წარმართვით, საკუთარი და მოზიდული რესურსების საინვესტიციო პროცესში დაბანდებითა და ა.შ.

საბანკო მომსახურების სხვა მიმართულებებია:

— ოპერაციები სახელმწიფო საინვესტიციო რესურსებზე;
— საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ინვესტიციებში მონაწილეობა;
— რესურსების სატრასტო მართვა;
— დასავლეთის საინვესტიციო რესურსების მოზიდვა და ა.შ.

საინვესტიციო პროცესში ბანკების მონაწილეობის მთავარ მიმართულებებს თუ გამოვყოფთ, ისინი ზოგადი სახით ამგვარად შეგვიძლია წარმოვადგინოთ: ბანკების მიერ სახსრების მობილიზაცია საინვესტიციო მიზნებით; ინვესტიციური ხასიათის მქონე კრედიტების გაცემა; სახსრების დაბანდება ფასიან ქაღალდებში, საპაიო თანხაში, წილობრივ მონაწილეობაში (როგორც ბანკის ხარჯზე, ისე კლიენტის დავალებით).

ეს მიმართულებები მჭიდროდ უკავშირდება ერთმანეთს. კაპიტალის, მოსახლეობის დანაზოგის, სხვა თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზებით ბანკები აყალიბებენ თავიანთ რესურსებს მომგებიანად გამოყენების მიზნით. სახსრების აკუმულაციისათვის ჩატარებული ოპერაციების მოცულობა და სტრუქტურა, გარკვეულწილად მოქმედებს ბანკების საკრედიტო და საინვესტიციო პორტფელების მდგომარეობაზე, მათ საინვესტიციო საქმიანობის შესაძლებლობებზე.

ზოგიერთი მეცნიერი „ საბანკო ინვესტიციების“ ქვეშ, როგორც წესი გულისხმობს ფასიან ქაღალდებ-

ში დროის შედარებით ხანგრძლივი პერიოდით დაბანდებულ სახსრებს.[1] ეს გასაგებიცაა, ინვესტირების მექანიზმები საბაზრო ეკონომიკაში უშუალოდ უკავშირდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარს.

საბანკო ინვესტიციებს მიეკუთვნება ის ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც დაფარვის მომენტამდე 1 წელზე მეტი რჩებათ. ამასთან, ვადიანობის კრიტერიუმები უაღრესად პირობითია. დროის გასვლასთან ერთად საინვესტიციო პორტფელში მყოფი გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდები ჯერ საშუალო, შემდეგ კი მოკლევადიან ფასიან ქაღალდებში გადადის.

ევროპის რიგი ქვეყნების კომერციული ბანკების საბუღალტრო აღრიცხვის ანგარიშთა გეგმაში განასხვავებენ გასაყიდ ფასიან ქაღალდებსა და ბანკის ბალანსზე მყოფ ფასიან ქაღალდებს (საინვესტიციო ფასიან ქაღალდებს). ამ დროს დაბანდებათა ის ვადა, რომელიც ამ ორი მუხლის გამიჯვნის საშუალებას იძლევა, 90 დღითაა განსაზღვრული. საბუღალტრო ანგარიშგების მონაცემების საფუძველზე შეუძლებელია იმის გამოცნობა, თუ სინამდვილეში რომელი ფასიანი ქაღალდებია საინვესტიციო. ამიტომ ფაქტობრივად საბანკო პრაქტიკაში საბანკო ინვესტიციების ამ ფორმის ანალიზის დროს მათ ვადიან დაბანდებებს აკუთვნებენ.

43.2. კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ორადი ბუნება

ბანკის საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობა (ეკონომიკური სუბიექტის პოზიციებიდან) შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც რეალური აქტივების შექმნასა ან შეძენაში და ფინანსური აქტივების ყიდვაში მისი რესურსების რაიმე ვადით დაბანდებასთან დაკავშირებული საქმიანობა. ამავე დროს, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა იმ სხვა ასპექტითაც შეგვიძლია განვიხილოთ, რომელიც მათი, როგორც **ფინანსური შუამავლების, მაკროეკონომიკური როლის განხორციელებას უკავშირდება.** როგორც ცნობილია, ამ როლში ბანკები ხელს უწყობენ მეურნე სუბიექტების საინვესტიციო მოთხოვნის რეალიზებას, დანაზოგისა და დაგროვილი სახსრების ინვესტიციებად ტრანსფორმირებას. ამიტომ მაკროეკონომიკური ასპექტით ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა უნდა გვესმოდეს ისეთ საქმიანობად, რომელიც ეკონომიკის საინვესტიციო მოთხოვნის დაკმაყოფილებისკენაა მიმართული.

ამგვარად, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა ორადი ბუნებისაა. ეკონომიკური სუბიექტის (ბანკის) თვალსაზრისით განხილული საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობის მიზანია ბანკის შემოსავლების გაღიდება. მაკროეკონომიკურ ასპექტში საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტი მდგომარეობს საზოგადოებრივი კაპიტალის ზრდის მიღწევაში. ეკონომიკის განვითარების პოზიციებიდან, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა მოიცავს იმ დაბანდებებს, რომლებიც ხელს უწყობს შემოსავლის მიღებას არა მარტო ბანკის დონეზე, არამედ მთლიანად საზოგადოების დონეზეც. ბანკები მეურნე სუბიექტების კაპიტალურ დანახარჯებში შემდეგი ფორმებით მონაწილეობენ: პირველად ბაზარზე განთავსებული საწარმოთა აქციების და სხვა ფასიანი ქაღალდების, წილებისა და პაიების შეძენა, საინვესტიციო დაკრედიტება, საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება (საპროექტო დაფინანსება). კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ორივე ასპექტი მჭიდროდ უკავშირდება ერთმანეთს. ამის საფუძველია საპრივატიზაციო ობიექტების ბაზრის და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, რომელთა ინსტრუმენტები პირდაპირი თუ არაპირდაპირი გზით აყალიბებენ საინვესტიციო პროცესის განხორციელების წანამძღვრებს.

საინვესტიციო საქმიანობის პროცესში კომერციული ბანკები მონაწილეობენ პრივატიზებული საწარმოების ფასიანი ქაღალდების განთავსებაში, დაბანდებებს ახორციელებენ საწესდებო კაპიტალში აქციების, პაის, წილების შეძენის ფორმით, საწარმოთა იმ ფასიან ქაღალდებში, რომლებიც პირველად ბაზარზეა განთავსებული, ეწევიან სადამფუძნებლო საქმიანობას. ამგვარად, ბანკების საკუთარი

[1] Коротков П.А., Борисов С.М., Инвестиционный процесс и коммерческие банки. // "Деньги кредит", 1996, № 7, с. 10-11.

საინვესტიციო საქმიანობა ეკონომიკაში მიმდინარე საინვესტიციო პროცესების მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია.

კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზი მოითხოვს საინვესტიციო საქმიანობის უმთავრესი პარამეტრების წრის წინასწარ განსაზღვრას, იმ შესაბამისი რაოდენობრივი პარამეტრების სისტემის დამუშავებას, რომელთა საფუძველზეც შესაძლებელია კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის მასშტაბებისა და ტენდენციების შეფასება. ამასთან, ამ სფეროში ახალი ამოცანების გადაჭრისას უნდა ვითვალისწინებდეთ იმას, რომ უცხოური მეთოდური ინსტრუმენტარიუმის პირდაპირ გამოყენებას დადებითი შედეგები არ მოაქვს. ყველაზე არსებითი გარემოება, რომელიც საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზის დასაწყისი პრაქტიკის გამოყენებას ეღობება წინ, ისაა, რომ ის ჩამოყალიბებული და სტაბილურად განვითარებული, დასრულებული ფორმის საფონდო ბაზრის მქონე საბაზრო ეკონომიკასაა მორგებული და არ ასახავს კრიზისული მოვლენებით დამძიმებული ეკონომიკის გარდამავალი ეტაპის თავისებურებებს. ერთი მხრივ, ინვესტიციების შემცირება, მათი დაფინანსების პირობების გამკაცრება, მეორე მხრივ კი, ინვესტიციის ბაზრის კონიუნქტურის დინამიკური ცვლილებები განაპირობებს ისეთი მეთოდური ინსტრუმენტების გამოყენებას, რომლებიც შესაძლებლობას მოგვცემს, არსებულ ეკონომიკურ ვითარებაში ყოველმხრივ გამოგვეკვლია ბანკების საინვესტიციო საქმიანობაში მიმდინარე ცვლილებები. შეგვეფასებინა წარმოების ინვესტირებაში მათი მონაწილეობის ხარისხი.

ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ინდიკატორები

ინვესტიციების მართვის თანამედროვე პრაქტიკისთვის ყველაზე მიზანშეწონილად მიგვაჩნია იმ ინდიკატური მაჩვენებლების სისტემის შემუშავება, რომლებიც ერთიანი მეთოდოლოგიური მიდგომით იქნება აგებული „გამჭოლი“ პრინციპის საფუძველზე და რომლებსაც ექნება აგრეგირების უნარი. ამის მიზანია მისი გამოყენება არა მარტო ცალკეული ბანკების, არამედ მათი მთლიანობის საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზისთვის რეგიონულ და საერთო-ეკონომიკურ დონეებზე. რაც განსაზღვრავს მოცემული მაჩვენებლების მიმართ წაყენებულ მოთხოვნებს.

მეორე მოთხოვნა გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ინდიკატორების მიმართ არის ის, რომ მათ ადეკვატურად და ოპერატიულად უნდა ასახონ საინვესტიციო საქმიანობაზე მოქმედი შიდა და გარე ფაქტორების ცვლილება.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ინდიკატორებად შეგვიძლია გამოვყოთ:

- კომერციული ბანკების საინვესტიციო რესურსების მოცულობა;
- საბანკო ინვესტიციების მოცულობა;
- საინვესტიციო დაბანდებათა ხვედრითი წონა ბანკის ჯამურ აქტივებში;
- საბანკო ინვესტიციების სტრუქტურული მაჩვენებლები მათი გამომყენებელი ობიექტების მიხედვით;
- ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის მაჩვენებლები, კერძოდ, აქტივების მატება ინვესტიციების მოცულობაზე გაანგარიშებით, მოგების მატება ინვესტიციების მოცულობაზე გაანგარიშებით;
- საწარმოო სექტორში ინვესტორების ალტერნატიული შემოსავლიანობის მაჩვენებლები შემოსავლიან ფინანსურ აქტივებში კაპიტალის დაბანდებასთან შედარებით;
- საინვესტიციო რესურსების რეალური ღირებულების ინდექსი;
- კომერციული ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსი.

ანალიზის მიზნებზე დამოკიდებულებით მაჩვენებლები შეგვიძლია გამოვთვალოთ კონკრეტული ბანკის, ბანკების ჯგუფის ან მათი გენერალური ერთობლიობის მიხედვით. ამასთან, ზოგიერთ მითითებულ ინდიკატორს შეიძლება ჰქონდეს გამოყენების საკმაოდ ფართო არეალი. ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების დახასიათებისას ისინი შეგვიძლია გამოვიყენოთ აგრეთვე საინვესტიციო გარემოს მიმდინარე და პერსპექტიული მდგომარეობის შეფასებისთვის ან საქმიანი

ციკლის ტრაექტორიაზე თვალყურის დევნისათვის. საინვესტიციო კრედიტების რეალური ღირებულების ინდექსი ახასიათებს საინვესტიციო პროექტების დაკრედიტებაში სახსრების დაბანდების ფინანსურ მიზანშეწონილობას. საკრედიტო რესურსების რეალური ღირებულებისა და საინვესტიციო პროექტზე მისაღები მოგების ნორმის შედარება საშუალებას გვაძლევს შევაფასოთ საინვესტიციო პროექტების დაკრედიტების ეკონომიკური მიზანშეწონილობა არსებული საბაზრო კონიუნქტურის პირობებში და საინვესტიციო პროექტის ის უნარი, რომ მან უზრუნველყოს დაბანდებული სახსრების თავისდროულად დაბრუნება და მათი შემოსავლიანობის გარკვეული დონე. ამ მაჩვენებლის მეშვეობით შეგვიძლია შევაფასოთ ადრე გაცემული საინვესტიციო კრედიტების მომსახურების პირობების ცვლილებაც. რეალური საპროცენტო განაკვეთის მყარად ზრდა მეტყველებს ადრე გაცემული საინვესტიციო კრედიტებზე პროცენტების გადახდის პირობების გადასინჯვის აუცილებლობაზე. რეალიზაციის პროცესში მყოფ საინვესტიციო პროექტებზე არსებული ფინანსური დატვირთვის გაძლიერებაზე და. როგორც შედეგი. საინვესტიციო დაბანდებათა ეფექტიანობის შემცირებაზე.

43.3. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის მახასიათებლები

იმ განმაზოგადებელ მაჩვენებლად, რომელიც კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის მდგომარეობას და განვითარების პერსპექტივებს ახასიათებს, გამოიყენება ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსი. იგი შეგვიძლია გამოვთვალოთ ბანკების გენერალური ერთობლიობისათვის, ან ამ ერთობლიობის წარმომადგენელი ბანკების ჯგუფისათვის. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობას, როგორც მათი საერთო საქმიანი აქტიურობის უმნიშვნელოვანესი შემადგენელი ნაწილის ინდექსი შემდეგ ფუნქციებს შეიძლება ასრულებდეს: მაკროეკონომიკური სიტუაციისა და საინვესტიციო გარემოს ზოგადი ინდიკატორი; საბაზრო კონიუნქტურის ანალიზისა და პროგნოზირების ინსტრუმენტი; ბანკის საქმიანობის მიმართულებათა შესარჩევად გამოსადეგი ორიენტირი; საბანკო მომსახურების ბაზრის მოძრაობის საერთო ტენდენციების მაჩვენებელი.

მიღებული მეთოდოლოგიური მიდგომების შესაბამისად, ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის ძირითადი მახასიათებლებია:

ინდექსის ნუსხა ან იმ ბანკების ერთობლიობა, რომელთა მიხედვითაც ხდება გაანგარიშებები. ის უმნიშვნელოვანესი მოთხოვნები, რომლებსაც ინდექსის ნუსხა უნდა პასუხობდეს, არის ბანკების საიმედოობა და საკმარისი რეპრეზენტატულობა. ინდექსის ნუსხა სხვადასხვაგვარი შეიძლება იყოს (ანალიზის მიზნებზე დამოკიდებულებით). მაკროეკონომიკური სიტუაციისა და საინვესტიციო გარემოს ანალიზისას მასში შესაძლოა შედიოდეს მაღალი (ფინანსური სიმტკიცისა და საიმედოობის დამადასტურებელი) რეიტინგის მქონე 30-50 ბანკი. რეპრეზენტატულობას ამ შემთხვევაში უზრუნველყოფს ბანკის აქტივების მაღალი ხვედრითი წონა — საბანკო სისტემის აქტივების ჯამურ მოცულობაში, რის გამოც მოცემული ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა რყევები ასახავს საბანკო ინვესტიციათა საერთო რყევებს. ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზისა და მისი განვითარების ტენდენციების პროგნოზირების მიზნებს უფრო შეესაბამება ინდექსის გაფართოებული ნუსხა, რომელმაც შეიძლება მოიცვას კაპიტალის სიდიდის მიხედვით სხვადასხვა ჯგუფის ფინანსურად მტკიცე ბანკები. ამ დროს რეპრეზენტატულობის კრიტერიუმად გვევლინება ინდექსის ნუსხაში შესატანად შერჩეული ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა ცვლილების მჭიდრო კორელაცია ამავე ჯგუფის, მაგრამ ნუსხაში არმოხვედრილი, ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა მოძრაობასთან; მას ემატება ინდექსის ნუსხაში შესული ბანკების ინვესტიციათა მოცულობების ცვლილებებს შორის მინიმალური კორელაცია.

ინვესტიციების მოცულობის ინდექსის ცვლილებაზე უპირატეს გავლენას მაღალი საინვესტიციო აქტიურობის მქონე ბანკების ინვესტიციათა მოცულობები ახდენენ. ამიტომ მიზანშეწონილია გამოვიყენოთ **თანაბრად შეწონვის მეთოდი**, რომლის დროსაც სხვადასხვა ბანკის ინვესტიციების მოცულობათა ცვლილება ერთნაირად მოქმედებს ინდექსის ცვლილებაზე, ინვესტირების აბსოლუტური

მოცულობების სიდიდისგან დამოუკიდებლად.

ამ ბაბრად შეწონვის შერჩევა მოითხოვს გასაშუალების მეთოდად საშუალო გეომეტრიულის გამოყენებას.

თანაბრად შეწონვის მეთოდის და საშუალო გეომეტრიულის გამოყენების გამო ინდექსის ფორმულა შემდეგნაირად შეგვიძლია წარმოვადგინოთ:

$$It = Io * \sqrt{} * Iit / Io, \qquad (43.1)$$

სადაც, *Io* — ინდექსის მნიშვნელობაა საბაზისო თარიღისთვის; *It* — ინდექსის მიმდინარე მნიშვნელობა დროის პერიოდში; *Iit-i*-ური ბანკის ინვესტიციების მოცულობა *t* პერიოდში; *n* — ბანკებით რაოდენობა ინდექსის ნუსხაში.

გაანგარიშების მოხერხებულობისთვის ინდექსის საშუალო საბაზო მნიშვნელობა შეიძლება 1-ის ტოლად ავიღოთ.

სტატისტიკურ ბაზად შეგვიძლია გამოვიყენოთ ბანკის ბალანსის მონაცემები, ის გამოქვეყნებული მაჩვენებლები, რომლებიც ბანკების საინვესტიციო საქმიანობას ახასიათებენ, ბანკის გამოკითხვისა და ანკეტირების შედეგები.

დღეს კომერციული ბანკების ინვესტიციური საქმიანობის ანალიზი შემდეგი დასკვნების საშუალებას გვაძლევს:

- საფინანსო-ეკონომიკური კრიზისის გამწვავების შედეგად გაუარესებულმა საერთო ეკონომიკურმა სიტუაციამ განაპირობა ნეგატიური პროგნოზების სიჭარბე ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის პირობებთან დაკავშირებით;
- საწარმოების (განსაკუთრებით სახელმწიფო სექტორში) ფინანსური მდგომარეობის გაუარესებამ და მოსახლეობის რეალური შემოსავლების შეკვეცით გამოწვეულმა კერძო ანაბრების კლებამ განაპირობა ბანკების რესურსული ბაზის შემცირება, რამაც რეალურ სექტორში დაბანდებათა განხორციელების რისკის მომატებასთან, საინვესტიციო პროექტების სათანადოდ მოუმზადებლობასთან და სხვა ნეგატიურ ფაქტორებთან ერთად, კომერციული ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის დაქვეითებას შეუწყო ხელი;
- საწესდებო კაპიტალის მიხედვით განსხვავებული ბანკების ჯგუფებს შორის საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების შედარებით მეტი შესაძლებლობები აქვთ მსხვილ ბანკებს.
- ამასთან, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებაზე მოქმედი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ბანკების შერწყმის და გამსხვილების პროცესების სტიმულირება საბანკო სისტემის რესტრუქტურიზაციის პროცესში;
- ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის განვითარება მოითხოვს სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის როლის გაძლიერებას, საინვესტიციო პროცესის სამეცნიერო და ნორმატიულ-სამართლებრივი უზრუნველყოფის სრულყოფას, კომერციული ბანკების საინვესტიციო სტრატეგიის ფორმირებას, იმ ბანკებისთვის რეალური უპირატესობების შექმნას, რომლებიც ეკონომიკის ინვესტირებას ახორციელებენ.

საინვესტიციო პროცესში საქართველოს ბანკების მონაწილეობის პრობლემები მჭიდროდ უკავშირდება ქვეყანაში საბანკო სექტორის ჩამოყალიბების თავისებურებებს. იგი განსაზღვრავს ეკონომიკის ინვესტირებაში ბანკების მონაწილეობის ანალიზის აუცილებლობას როგორც მათი საინვესტიციო შესაძლებლობების, ისე საბანკო ინვესტირების ფორმების ასპექტში.

საქართველოში ორიარუსიანი საბანკო სისტემის ფორმირებამ და მასთან დაკავშირებულ საწარმოებსა და მათ მომსახურე ბანკებს შორის წლობით ჩამოყალიბებული ურთიერთობების ცვლილებებმა მწვავე პრობლემად აქცია ფინანსური რესურსების მობილიზაცია და მათი გამოყენების ეფექტიანი გზების ძიება. ამ ამოცანების გადაჭრა დიდადაა დამოკიდებული ბანკში საფინანსო დაგეგმვის ვარიანტებისა და საინვესტიციო პოლიტიკის მიმართულების შერჩევაზე (აქციათა საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაცია, სარეზერვო ფონდებსა და გაუნაწილებელ მოგებას შორის თანაფარდობის ოპტიმიზაცია და ა.შ).

ორმოცდამეოთხე თავი. საბანკო ინვესტიციების კლასიფიკაცია

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, საბანკო სისტემაში საინვესტიციო საქმიანობის შესახებ განსხვავებული შეხედულებები არსებობს.

მეცნიერთა და პრაქტიკოსთა ერთი ნაწილი ბანკების საინვესტიციო საქმიანობას მიაკუთვნებენ ფულადი სახსრების ვადიანი განთავსების ყველა ოპერაციას.[1] აქედან გამომდინარე, ბანკების პრაქტიკულად ყველა აქტიური ოპერაცია შეიძლება ინვესტიციებად მივიჩნიოთ. მეცნიერთა მეორე ნაწილი, ინვესტიციებად განიხილავენ გრძელვადიან დაბანდებებს იმ ხანგრძლივი სარგებლობის არამატერიალური აქტივების შექმნასა ან შეძენაში, რომლებიც გასაყიდად არაა დანიშნული, აგრეთვე გრძელვადიან ფინანსურ დაბანდებებს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში, სხვა საწარმოთა ფასიან ქაღალდებსა და საწესდებო კაპიტალში.[2]

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ხშირად ფასიან ქაღალდებში განხორციელებული დაბანდებები გამიჯნულია საწარმოო ინვესტიციებისაგან.[3]

44.1. ბანკების საინვესტიციო პოლიტიკა

ბანკის საინვესტიციო პოლიტიკად იგულისხმება იმ ღონისძიებათა ერთობლიობა, რომლებიც მიმართულია ინვესტიციების პორტფელის მართვის სტრატეგიის შემუშავებისა და რეალიზაციისაკენ, პირდაპირი და საპორტფელო ინვესტიციების ოპტიმალური შეხამების მიღწევაზე ნორმალური საქმიანობის უზრუნველყოფის მიზნით, ოპერაციების მომგებიანობის გაზრდაზე, მათი რისკის დასაშვები დონისა და ინვესტიციური აქტივების ლიკვიდურობის შესარჩუნებაზე. საინვესტიციო პოლიტიკის უმნიშვნელოვანესი ელემენტია ბანკის აქტივების პორტფელის მართვის სტრატეგიისა და ტაქტიკის შემუშავება, რომელიც მის სხვა ელემენტებთან ერთად ინვესტიციების პორტფელსაც მოიცავს.

ბანკის ფინანსური სტრატეგიის განსაზღვრის დროს ძირითადი ყურადღება ეთმობა: საკალო ვალდებულებებსა და იმ საკუთარ სახსრებს შორის ოპტიმალური თანაფარდობის არჩევას, რომლებიც სხვადასხვა სახის ინვესტიციებზე წარიმართება; ვალის სტრუქტურას ვადების მიხედვით; საინვესტიციო პოლიტიკის ძირითად მიმართულებათა განსაზღვრას. მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებები უნდა ეყრდნობოდეს აქტივების შემოსავლიანობის შეფარდებითი დონის განსაზღვრასა და შედარებას, რისკის შესაბამისი ფაქტორის გათვალისწინებით ინვესტიციების ცალკეულ სახეობათა განხორციელებისას. ამ დროს ამოსავალი პუნქტია პასიების სტრუქტურისა და ფინანსური რესურსების მობილიზაციის ალტერნატიული გზების ანალიზი (პროცენტების გადახდის ზრდის გათვალისწინებით). პასიების დაჯგუფება შესაძლებელია წარმოების დანახარჯებისა და დაფარვის ვადების მიხედვით. იმავდროულად ხდება აქტივების სათანადოდ დაჯგუფებაც მათი ზრდის პერსპექტივების, ვადებისა და ლიკვიდურობის მიხედვით.

საქართველოში ეკონომიკური რეფორმის ერთ-ერთი ყველაზე უფრო არსებითი სტრატეგიაა კაპიტალის აკუმულაციის პროცესი, რომელიც შემდეგ გადაიზრდება საბანკო კაპიტალად და შექმნის საინვესტიციო რესურსებს. 1995 წელს კომერციული ბანკები ძირითადად აწარმოებდნენ დეპოზიტურ

[1] Банковская система России. Настольная книга банкиров. В 3-х томах. Ред. кол. А.Г. Грязнова, О.И. Лаврушин и др., Книга 2, «Дека», 1995, с. 132.

[2] Коротков П.А., Борисов С.М., Инвестиционный процесс и коммерческие банки. "Деньги кредит", 1996, № 7, с. 10-11.

[3] Долан Э. Дж., Кемпбелл К.Д., Деньги, Банковское дело и денежно-кредитная политика. М-Л., 1991. с. 91; Рид. Э., Коттер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки. М., СП «Космополис», 1991, с. 387.; Compton E.N. Principles of Banking. Wash, 1991, p. 67.

სამენეჯმენტო ოპერაციებს იურიდიულ პირებთან, რომელთა მთლიანი ანგარიშების თანხა შეადგენდა 91,9 მლნ ლარს, მოქალაქეთა დეპოზიტები შეადგენდა 4,9 მლნ ლარს.[1] ეროვნული ბანკისა და მაკონტროლებელ დაწესებულებათა მხრიდან უკონტროლობამ წარმოშვა დეპოზიტორების კრიზისი 1995 წლის აპრილისათვის: 17-მა გაკოტრებულმა ბანკმა ვერ გადაუხადა მეანაბრეებს 11-12 მლნ აშშ დოლარი, უმეტესად, კერძო დეპოზიტორებს.

საქართველოს ეკონომიკის რეალობამ (ერთი მხრივ, საბაზრო ინსტიტუტების სიმწიფის დაბალმა დონემ, მეორეს მხრივ, ინვესტიციური საქმიანობის აქტივიზაციის ამოცანების გამწვავებამ) წინა პლანზე წამოწია ინვესტირებისათვის საჭირო სახსრების დაბანდება საბანკო სისტემის ეფექტიან პროექტებში.

ბანკების საინვესტიციო ოპერაციები

ბანკების საინვესტიციო ოპერაციები ძირითადად გამოიხატება მისი ფულადი და სხვა რეზერვების დაბანდებით (ინვესტირებით) ფასიან ქაღალდებში, უძრავ ქონებაში, საწარმოთა საწესდებო ფონდებში, ძვირფასი ლითონების კოლექციაში და დაბანდების სხვა ობიექტებში, რომელთა საბაზრო ღირებულება შეიძლება გაიზარდოს და ბანკს მოუტანოს შემოსავალი პროცენტის, დივიდენდის, ხელახალი გაყიდვიდან მოგების და პირდაპირი ან არაპირდაპირი შემოსაელის ფორმებით.

ბანკების ინვესტიციური ოპერაციების დანიშნულებაა: საშემოსავლო ბაზის გაფართოება და დივერსიფიკაცია; ფინანსური სიმტკიცის (მდგრადობის) ამაღლება და საერთო რისკის შემცირება ბანკის საქმიანობის სახეების გაფართოების გზით; შედარებით დინამიკურ ბაზრებზე ბანკის შეღწევის უზრუნველყოფა; შვილობილი ფინანსური ინსტიტუტების შექმნის საშუალებით კლიენტებზე გაწეული მომსახურების სახეობების გაფართოება; კლიენტებზე გავლენის გაძლიერება (მათ ფასიან ქაღალდებზე კონტროლის საშუალებით).

კომერციული ბანკების ინვესტიციები განსხვავდება საკრედიტო სესხისაგან რიგი გარემოებების გამო:

1. საკრედიტო სესხები ითვალისწინებს სახსრების გამოყენებას შედარებით ხანმოკლე პერიოდით, მაგი დადგენილ ვადაში დაბრუნების, სასესხო პროცენტის გადახდის პირობით. ინვესტიციები ითვალისწინებს სახსრების მოდინებას შედარებით ხანგრძლივი დროისათვის;

2. საბანკო დაკრედიტებისას სასესხო გარიგების მოთავე მსესხებელია, ინვესტირებისას კი ინიციატივა კომერციულ ბანკს ეკუთვნის, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ცდილობს შეიძინოს აქტივები.

3. საკრედიტო გარიგებებში ბანკი ერთ-ერთი მთავარი კრედიტორია და ამავე დროს საწარმოებისა და დაწესებულებებისათვის ფასიან ქაღალდებში სახსრების ინვესტორიც;

4. საბანკო დაკრედიტება პირდაპირ არის დაკავშირებული ბანკის მსესხებელთან პირადი ურთიერთობით, ინვესტირებას კი კომერციული ბანკების, დაწესებულებებისა და მრავალი საწარმოს ფასიანი ქაღალდების საშუალებით გაუპიროვნებელი ხასიათი ეძლევა.

საბანკო ინვესტიციების კლასიფიკაციის შესახებ ნათელ წარმოდგენას იძლევა № 44.1 სქემა.

როგორც სქემიდან ჩანს საბანკო ინვესტიციები შეიძლება დავაჯგუფოთ:

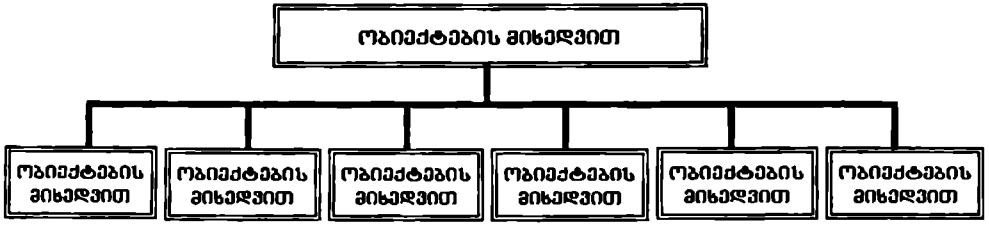
ობიექტების მიხედვით: ფასიანი ქაღალდები, პაი და წილობრივი მონაწილეობა, ძვირფასი ლითონები და კოლექცია; უძრავი ქონება და გრძელვადიანი ქონებრივი უფლებები (არენდის უფლება); სხვა საშუალო და გრძელვადიანი აქტივები;

ვადების მიხედვით: მოკლევადიანი ინვესტიციები ერთ წლამდე, რომელიც რამდენადმე სპეკულაციურ ხასიათს ატარებს ან მიმართულია ლიკვიდურობის მხარდასაჭერად და გრძელვადიანი ინვესტიციები (ხუთ წელზე მეტი);

მიზნების მიხედვით: ა) პირდაპირი ინვესტიციები, რომელთა მიზანია ინვესტიციების ობიექტების

[1] ეროვნული ბანკის 1995 წ. წლიური ანგარიში, საქართველოს ეროვნული ბანკი, თბ., 1996.

პირდაპირი და უშუალო მართვა: ბ) პორტფელური ინვესტიციები, (ფასიანი ქაღალდების პორტფელში ან სხვა აქტივებში დაბანდებები პროცენტის (დივიდენდის) ფორმით შემოსავლის მიღების მიზნით);



სქემა 44.1 საბანკო ინვესტიციების კლასიფიკაცია

გარდა ამისა, საბანკო ინვესტიციები კლასიფიცირდება რისკის მიხედვით (აგრესიული, ზომიერი, კონსერვატორული და ა.შ.), რეგიონების, დარგების მიხედვით და ა.შ.

ბანკების ინვესტიციური საქმიანობის მასშტაბებზე ძირითადად მოქმედებს:

- ბანკის სასიცოცხლო ციკლის ეტაპი (შექმნის, სწრაფი ზრდის, მდგარდი ზრდისა და სტაბილიზაციის, ზრდის შენელებისა და საქმიანობის თანდათან შეწყვეტის ეტაპები). პირველ და ბოლო ეტაპზე ბანკს აქვს ინვესტიციური საქმიანობის ყველაზე ნაკლებსასურველი პირობები;
- საბანკო პოლიტიკის ტიპი (კონსერვატიული, ზომიერი ან აგრესიული);
- ბანკის მიერ დასახული მიზნების მასშტაბურობა;
- ბანკის სპეციალიზაცია;
- ბანკის ოდენობასა და მისი განყოფილებათა ქსელის მასშტაბურობა;
- უახლოეს მომავალში მოგების არომატანი დანახარჯების გაწევაზე ბანკის მზადყოფნა (ინვესტიციური ოპერაციები მოითხოვენ ძვირადღირებულ სარისკო და საინფორმაციო უზრუნველყოფას).

ინვესტიციური საქმიანობა მთელ რიგ შეზღუდვებს უკავშირდება: პირველი, ბანკისთვის შესაძლოა მომგებიანი არ იყოს გრძელვადიანი ინვესტიციები; მეორე, ინვესტიციური ოპერაციების საწარმოებლად ბანკს უნდა ჰქონდეს ლიკვიდურობის მნიშვნელოვანი ნამატი, რაც ინვესტიციების თვით ბუნებასთან, აგრეთვე უზარმაზარ რისკთან და ხშირად თვით ინვესტიციების არალიკვიდურობასთანაა დაკავშირებული; მესამე, ბანკის მარეგულირებელი საქმიანობა რისკების შეზღუდვისა და ინვესტიციების ობიექტების პრიორიტეტულობის დადგენისაკენაა მიმართული.

ბანკის ინვესტიციური პოლიტიკის ტიპები მის ინვესტიციურ საქმიანობაზე მოქმედ ფაქტორებსა და შეზღუდვებზე დამოკიდებულებით შეიძლება ასე დავაჯგუფოთ:

- კონსერვატიული პოლიტიკა;
- ზომიერი პოლიტიკა;
- აგრესიული პოლიტიკა.

ბანკის ინვესტიციური პოლიტიკის ვარიანტებს შორის სხვაობა განხილულია 44.2 სქემაში.

საქართველოში მთავრობის მიერ სამოქმედოდ მიღებული ეკონომიკური პროგრამა ფაქტობრივად თავს არიდებს ინვესტიციურ პროცესში მონაწილეობას და ძირითადად იგი არასახელმწიფო სტრუქტურებს გადაეკისრა; ეს არ შეიძლება კონსერვატიულად ჩაითვალოს. ინვესტიციური სფეროს ნგრევამ ისეთ სიღრმეს მიაღწია, რომ სახელმწიფოს ქმედითი ჩარევის გარეშე მისი დაძლევა ახლა უკვე შეუძლებელი იქნება. რაც შეეხება უცხოურ კაპიტალს, იგი მანამ არ შემოვა ქვეყნის ეკონომიკისათვის შესამჩნევი

მასშტაბებით, სანამ უზრუნველყოფილი არ იქნება პოლიტიკური სტაბილურობა, ხოლო კანონმდებლობა და მართლწესრიგი მეტ-ნაკლებად ცივილიზებულ კალაპოტში არ მოექცევა.

ინვესტიციური პოლიტიკის სახეობები			
	კონსერვატიული	ზომიერი	აგრესიული
1	2	3	4
1. სახსრების ინვესტორების მეთოდები	კონსერვატიული ინვესტორი (მინიმალური რისკები, ფასიანი ქაღალდების მაღალი ხარისხობა და ლიკვიდურობა). უმთავრესად სახელმწიფო და ფასიანი ქაღალდები, პორტფელი სტაბილურია, ბრუნვადობა დაბალი, დაბანდებათა ხელსაყრელი წილი არ მატულობს;	ზომიერი ინვესტორი (ზომიერი რისკი. ფასიანი ქაღალდების საკმაო ლიკვიდურობა, მოგებიანობა). პორტფელში ჭარბობს მაღალრისკიანი სპეკულაციური ქაღალდები, ახალ ემისიურ კომპანიებში ინვესტორების მცდელობა, ფასიან ქაღალდებში დაბანდებათა წილი სტაბილურია ან ნელა იზრდება;	აგრესიული ინვესტორი (მაღალი რისკები, ფასიანი ქაღალდების დაბალი ლიკვიდურობა და მოგებიანობა), ფინანსური ინოვაციები, საკონტროლო პაკეტების დაუფლების მცდელობა, სპეკულაციები. მაღალი ბრუნვა, ფასიან ქაღალდებში დაბანდების ხელსაყრელი წილი აქტიურად მატულობს;
2. ბანკის გარემოცვა თვის კონტროლს დაქვემდებარებული ორგანიზაციებით საბანკო ჯგუფების, ფინანსური პოლდინგების და ა.შ. შექმნა	გამონაკლის შემთხვევაში სორციელდება განსაკუთრებით სარფიანი და საიმედო წინადადებები	ბანკთან დაკავშირებული არასაბანკო ინსტიტუტების ფრთხილად შექმნა, საბანკო ოპერაციების ცალკეულ სახეობათა შემსრულებელი სპეციალური სწარმოების გამოყოფა;	ბანკის კონტროლს დაქვემდებარებული არასაბანკო ფინანსური ინსტიტუტების, საბანკო ჯგუფების შექმნა. მართვის ჰოლდინგური სტრუქტურების შექმნა ბანკის მეშვეობით ბანკის გარემოცვა ლიზინგური და სატრასტო სწარმოებით;

სქემა 44.2. კომერციული ბანკის ინვესტიციური პოლიტიკის ვარიანტები

საინვესტიციო პროცესში მონაწილეობა კომერციულ ბანკებს შეუძლიათ საქმიანობის სამი ძირითადი მიმართულებით: იმ სახსრების მოძრაობის მომსახურება, რომლებიც ინვესტორ კლიენტებს ეკუთვნით და რომლებიც საინვესტიციო მიზნებისთვისაა განკუთვნილი; დანაზოგებისა და დაგროვილი თანხების მობილიზაცია და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით საინვესტიციო მიზნებზე მათი წარმართვა; საინვესტიციო პროექტებში საკუთარი და მოზიდული სახსრების დაბანდება. საქართველოს სინამდვილეში ინვესტიციების სფეროში კომერციულ ბანკთა საქმიანობა უმრავლეს შემთხვევაში პირველი მიმართულებითაა წარმოდგენილი.საწარმოთა ფინანსური დაგროვების მაღალი ტემპით შემცირებამ, საინვესტიციო საქონელზე ფასების ზრდამ, კაპიტალური მშენებლობის დაბალმა შედეგიანობამ ნეგატიური გავლენა მოახდინა საერთო და ბანკების ინვესტიციურ საქმიანობაზე. სესხებისათვის სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობა შეიზღუდა რეფინანსირების მაღალი განაკვეთების გამო. შედარებით გაცვლებული სახე მიიღო მოკლევადიანმა, კერძოდ საშუამავლო და ფინანსურ-კომერციული სასიათის დაკრედიტებამ, რომელიც სასიათდება გამოსყიდვის ხანმოკლე ვადითა და დაბანდების ბრუნვადობის დაბალი სიჩქარით. შედარებისათვის: აზერბაიჯანში, სომხეთში, რუსეთსა და უკრაინაში მოკლევადიანმა კრედიტმა შეადგინა 85 %. ამასთან, გრძელვადიანი სესხების ხვედრითმა წონამ 1996-1997 წლებში უზბეკეთში შეადგინა 28 %, ბელორუსიაში - 20 %, ყაზახეთში - 16 %, საქართველოში კი იგი 5-6 %-ია. ინვესტიციური სახსრების მობილიზაციისათვის მათ მიერ შესრულებულ ოპერაციათა მასშტაბები და საკუთარი ინვესტიციური აქტიურობა უმნიშვნელოა, თუმცა ამას თავის მიზეზები აქვს.

საბანკო პორტფელის ძირითადი მახასიათებლები

ბანკის აქტივების (პასივების) მართვასთან დაკავშირებული ნებისმიერი გადაწყვეტილება გულისხმობს თანაფარდობის დადგენას საბანკო პორტფელის ორ ძირითად მახასიათებელს - რისკიანობასა და შემოსავლიანობას შორის. ინვესტიციებთან დაკავშირებული ყოველი გადაწყვეტილება იმავდროულად

მოითხოვს გადაწყვეტილების მიღებას ფინანსური ინვესტიციების თაობაზე. ამასთან, ინვესტიციების მოცემული სახეობის თანმხლები რისკი დამოკიდებულია არა მარტო იმ აქტივების სახეობაზე, რომლებშიც დაბანდება ხორციელდება, არამედ ინვესტიციების დაფინანსების წყაროებზეც.

მართვის თანამედროვე სტრატეგიები მოიცავს როგორც აქტივების პორტფელის, ისე მოზიდული სახსრების პორტფელის ფორმირების კონტროლსაც. საერთაშორისო პრაქტიკაში საბანკო დაწესებულებათა საინვესტიციო პოლიტიკის წამყვანი ელემენტია აქტივების სტრუქტურის გამოკვლევა, რომლის მიზანია არსებულ წყაროებთან შესაბამისობაში მათი მოყვანა და ლიკვიდურობის აუცილებელი დონის უზრუნველყოფა.

აქტიურ ოპერაციებთან დაკავშირებით უფრო აგრესიული პოლიტიკის გამტარებელი ბანკები თავიანთი პროექტების დაფინანსების შესაძლებლობებს აფართოებენ მოკლე ვადით დამატებითი სახსრების მოზიდვის ხარჯზე. ამ დროს საინვესტიციო პროექტის ვადა ხშირად აჭარბებს იმ ვადას, რომლითაც სახსრები იქნა მოზიდული, ეს კი ამწვავებს ლიკვიდურობის პრობლემას და განაპირობებს მოზიდული სახსრებისა და აქტივების საპროცენტო განაკვეთების შეპირისპირების აუცილებლობას.

აქტივების (პასივების) პორტფელის სტრუქტურაში მომხდარი ნებისმიერი ცვლილება ერთდროულად აისახება საბანკო ოპერაციების მომგებიანობასა და მათ რისკიანობაზე. აქტივების (პასივების) რესტრუქტურიზაციის მიზეზი შეიძლება გახდეს ბანკის საინვესტიციო-საკრედიტო პოლიტიკის შეცვლა, საკრედიტო ორგანიზაციების სახელმწიფო რეგულირების სისტემის კორექცია, ინფლაციის გავლენა სახსრების მოზიდვისა და გამოყენების პროცესებზე და სხვა ფაქტორები.

ის სახსრები, რომელთა ხარჯზეც აქტიური ოპერაციების დაფინანსება ხდება, შეიძლება შემდეგნაირად დავაჯგუფოთ:

აქტიური ოპერაციების ძირითადი წყაროები

საქართველოს ბანკების უმრავლესობისათვის მიმდინარე და დეპოზიტურ ანგარიშებზე მოთავსებული სახსრები **აქტიური ოპერაციების ძირითადი წყაროებია.** საერთაშორისო პრაქტიკისაგან განსხვავებით, რეზიდენტი ბანკები სახსრებს მოკლე ვადით (ერთ წლამდე) ან მოთხოვნამდე იზიდავენ. თუ დეპოზიტური სახსრების მოძრაობას განვიხილავთ, შეიძლება დავასკვნათ, რომ პირად ანგარიშებზე განუწყვეტელი ცვლილებების მიუხედავად, ანგარიშების ერთობლიობაზე მყოფი სახსრების გარკვეული რაოდენობა უცვლელი რჩება, რაც ბანკს საშუალებას აძლევს საშუალო და გრძელვადიანი მოზიდულ სახსრებად განიხილოს ისინი. ამგვარად, მოკლევადიანი მოზიდული სახსრების ხარჯზე ფორმირებული ე.წ. მდგრადი პასივი შეიძლება საშუალო და გრძელვადიანი ინვესტიციირების წყაროს როლში გამოვიდეს.

მოზიდული ანაბრები იყოფა კლიენტებიდან და ბანკებიდან მოზიდულ ანაბრებად (''ლორო'' ანგარიშები). უკანასკნელ შემთხვევაში სხვა ბანკების მომსახურებაზე დასპეციალებული ბანკის რესურსებში ძირითადი ადგილი ,,ლორო'' ანგარიშებზე არსებულ ნაშთებს უჭირავს. ამ ოპერაციების დინამიკის ანალიზი გვიჩვენებს ბანკის აქტიურობის დონის ცვლილებასა და კორესპონდენტებთან ოპერაციის განვითარებას. ,,ლორო'' ანგარიშებზე ნაშთების შემცირება შეიძლება გამოიწვიოს კლიენტებისაგან რესურსების მოზიდვის ზრდამ. ორი სახეობის ოპერაციის (დეპოზიტური და მიმდინარე ანგარიშები) ხვედრითი წონის შემცირება სავაჭრო-სამრეწველო კლიენტურისა და კერძო პირების სასარგებლოდ, მოწმობს მთლიანობაში რესურსების გაიაფებაზე, რამდენადაც მათი ანაბრების მომსახურება ბანკის საოპერაციო დანახარჯების უფრო დაბალ დონესთანაა დაკავშირებული.

სახსრების მოზიდვას ბანკები ახორციელებენ საერთაშორისო კრედიტის ფორმით წარმოებული სესხების სახით, აგრეთვე მიმოქცევაში სავალო ვალდებულებათა (ობლიგაციების, თამასუქების, დეპოზიტური სერტიფიკატების) გამოშვებით. ყველა ეს წყარო, როგორც წესი, მოკლევადიანი (სამ თვემდე) ან ზემოკლე ვადიანია (ბანკთაშორისი კრედიტების მოზიდვა შეიძლება მოხდეს ერთი

კვირით ან ერთი დღე-ღამით). გამონაკლისია ცენტრალიზებული საკრედიტო რესურსები, რომლებსაც ცენტრალური ბანკი გასცემს, მაგრამ დამატებითი შემოსაველის მისაღებად ბანკების მიერ მათი გამოყენების შესაძლებლობა მკაცრადაა შეზღუდული მიზნობრიობი დანიშნულებით.

საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების მესამე მნიშვნელოვანი წყაროა ბანკის კაპიტალი. სამაშულო პრაქტიკაში მას მიეკუთვნება: სააქციო კაპიტალი, ბანკის მოგება, მომავალი პერიოდის ფონდები, რეზერვები და შემოსავლები. საზღვარგარეთული პრაქტიკა კაპიტალის შემადგენლობაში ათავსებს გრძელვადიანი ობლიგაციური სესხების რეალიზაციიდან მიღებულ სახსრებსაც, მაგრამ მათ „სხვადასხვა" შუხლს მიაკუთვნებს. არასახელმწიფო სტრუქტურების მიერ გრძელვადიანი ობლიგაციურ სესხების გამოშვება როგორც კაპიტალის მოზიდვის ფორმა, საქართველოში გავრცელებული არ არის.

საინვესტიციო სფეროში ყალიბდება უმნიშვნელოვანესი სტრუქტურული თანაფარდობები დაგროვებასა და მოხმარებას, დაგროვებასა და ინვესტირებას, ინვესტირებასა და კაპიტალური ქონების მატებას, დანახარჯებსა და ინვესტიციების უკუგებას (ეფექტიანობას) შორის.

44.3. ბანკების ინვესტიციების კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები

ბანკების ინვესტიციების კლასიფიცირება მრავალი ნიშნით შეიძლება. ფორმის თვალსაზრისით შეიძლება გამოვყოთ: ფინანსური ინვესტიციები; საწარმოო ინვესტიციები; სხვა რეალურ აქტივებში არსებული ინვესტიციები.

ფინანსური ინვესტიციების ეკონომიკური არსიდან გამომდინარე, მათ მიეკუთვნება თანაფლობის ურთიერთობათა ამსახველი ფასიანი ქაღალდები (წილობრივი ფასიანი ქაღალდები), საკრედიტო ურთიერთობების განმაშუალებელი ფასიანი ქაღალდები (სავალი ფასიანი ქაღალდები) და წარმოებული საფონდო ინსტრუმენტები.

წილობრივი ფასიანი ქაღალდები (პირდაპირი და არაპირდაპირი) უფრო სარისკოა, სავალო ვალდებულებებთან შედარებით, გარანტირებული შემოსაველის უქონლობის გამო (პრივილეგირებული აქციების გარდა), მაგრამ ისინი ინვესტორებს იზიდავენ გაზრდილი შემოსაველის მიღების პერსპექტივით: ესაა დივიდენდებისა და აქციებში დაბანდებული კაპიტალის ნამატის ჯამი.

პირდაპირ წილობრივ ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება ჩვეულებრივი აქციები, რომლებიც იმას მოწმობენ, რომ მათი მფლობელი აქციებზე დაფუძნებული საზოგადოების თანამფლობელია. არაპირდაპირ წილობრივ ინსტრუმენტებს ინვესტორი იძენს იმ სახსრების ფონდის შექმნაში მონაწილეობის გზით, რომლებიც შემდეგ სხვა სახეობის ინვესტიციებში (ე.ი. საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებაში) იქნება განთავსებული.

სავალო ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება დეპოზიტური სერთიფიკატები, ობლიგაციები, სახელმწიფო და მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები, თამასუქები და იურიდიული პირების მიერ გამოცემული სხვა ფორმის ვალდებულებები. ამ სახეობის ინვესტიციებს შემოსაველის ფიქსირებული განაკვეთი აქვთ.

საწარმოო ინვესტიციებს ორი ძირითადი ფორმა აქვს: საკუთარი საქმიანობის განვითარებასა (კეთილდღეობითი) და სხვა საწარმოების შექმნა-განვითარებაში დაბანდებული ინვესტიციები. ისინი შეიძლება ან დაკრედიტების ფორმით განხორციელდეს (საინვესტიციო კრედიტი) ან საინვესტიციო პროექტის დაფინანსების ფორმით (საპროექტო დაფინანსება). დაფინანსებისაგან განსხვავებით, საინვესტიციო კრედიტი ვადიანობის, დაბრუნებადობისა და ფასიანობის პირობაზე დაფუძნებული ურთიერთობებია. ამასთან, კრედიტორი ბანკი არ იძენს სხვა ქონებრივ უფლებებს გარდა ძირითადი თანხებისა და პროცენტის თანხის მიღების უფლებისა კრედიტის ვადის გასვლის შემდეგ.

საინვესტიციო კრედიტის, როგორც ახალი კაპიტალის ინვესტიციური განახლების ერთ-ერთი ძირითადი წყაროს, განვითარებაში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს საწარმოს და ფირმის შიერ ინვესტიციური პროექტის მომზადებას, რომლის გარეშეც საერთოდ შეუძლებელია საინვესტიციო კრედიტის არსებობა.

საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება გულისხმობს დაკრედიტებისაგან რამდენამდე განსხვავებული ურთიერთობების დამყარებას რესურსების მიმწოდებელსა და მოხმარებელს შორის. უპირველეს ყოვლისა, პროექტის დაფინანსებით ინვესტორი ბანკი იძენს არსებულ ან ახალ საწარმოში მონაწილეობის უფლებას. საწარმოს ქონებაზე ინვესტორი ბანკის წილობრივი საკუთრების უფლება შეიძლება განსტიციდეს პაით ან აქციათა გარკვეული რაოდენობით. ამასთან, კრედიტორი ბანკი იძენს ყველა იმ უფლებას, რომლებსაც კანონი ანიჭებს საწარმოების მონაწილეებსა და აქციონერებს. მათ შორის, მოგების მიღების უფლებას. მართალია, დაფინანსების დროს ავანსირებული კაპიტალის დაბრუნებადობა პირდაპირ არაა გათვალისწინებული, მაგრამ ამ ფინანსური ურთიერთობებისათვის დაბრუნებადობა მაინცაა დამახასიათებელი, მათ შორის იმ ობიექტების ექსპლუატაციის შედეგად შექმნილი ახალი ღირებულების ხარჯზე, რომლებშიც ინვესტიციები იქნება წარმოებული.

გრძელვადიან საწარმოო ინვესტიციებში ორი მთავარი მიმართულება გამოიყოფა: სამეურნეო სუბიექტების წარმოებრივ საქმიანობაში წილობრივი მონაწილეობა და მეურნეობათაშორისი საწარმოების შექმნაში დაბანდებანი.

საწარმოო ინვესტირების კერძო შემთხვევაა ლიზინგი. ამ დროს საფინანსო-საკრედიტო დაწესებულება დაბანდებებს ეწევა ლიზინგის ობიექტების შეძენაში, გარკვეული ვადით გადასცემს მას ლიზინგის მიმღებს და იღებს შემოსავალს ლიზინგზე პროცენტის სახით, რომელიც შედგება საკუთრივ არენდის გადასახადისაგან, სალიზინგო მარჟისა და რისკის პრემიისაგან. ნებისმიერი სალიზინგო გარიგების ღერძია საკრედიტო ოპერაცია. ამიტომ ურთიერთობათა ფინანსური მხარიდან გამომდინარე, ლიზინგს განიხილავენ ტრადიციული საბანკო სესხის ალტერნატიულ ფორმად მოწყობილობის დაკრედიტების დროს. სალიზინგო ოპერაციების თავისებურებაა მათი ორადი ბუნება. ერთი მხრივ, ლიზინგი ძირითად კაპიტალში დაბრუნებადობის საფუძველზე სახსრების დაბანდებაა, რაც ხორციელდება ეადიანობის, დაბრუნებადობისა და ფასიანობის პირობით, მეორე მხრივ, გარიგების მონაწილენი სარგებლობენ არა ფულადი, არამედ საწარმოო კაპიტალით. ამიტომ სალიზინგო ოპერაცია შეიძლება განისაზღვროს როგორც ფორმით საწარმოო და შინაარსითსაკრედიტო.

ორმოცდამეხუთე თავი. ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის უცხოური გამოცდილება და მისი გამოყენების აუცილებლობა საქართველოში

ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნის პერიოდში ფინანსური რესურსების მობილიზაციის დაჩქარების აუცილებლობამ განვითარებული ქვეყნების საბანკო-საკრედიტო სისტემის არსებითი ტრანსფორმაცია გამოიწვია. ტრანსფორმაციის ძირითადი ტენდენციები გაშოლინდა საკრედიტო ინსტიტუტების კონცენტრაციასა და ცენტრალიზაციაში, იმ გიგანტი ბანკების ჯგუფების ზრდაში, რომლებიც ტრანსკონტინენტური წარმონაქმნების ფორმით მოქმედებენ.

ბანკების საინვესტიციო საქმიანობას დასავლეთში ძირითადად განიხილავენ ორი მიმართულებით: საინვესტიციო კრედიტის გაცემითა (საპროექტო დაფინანსება) და ფასიანი ქაღალდების შეძენით.*

45.1. ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები

განვითარებულ ქვეყნებში ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს ძირითადად საინვესტიციო ბანკები ასრულებს. საინვესტიციო ბანკი მობილიზებას უკეთებს გრძელვადიან სასესხო კაპიტალს და ობლიგაციების ან სხვა სასესხო საშუალებების გამოშვებისა და განთავსების მეშვეობით სთავაზობს მას მსესხებელს. იგი როგორც წესი, ჯერ ერთი, სამრეწველო კორპორაციისაგან შეისყიდის ფასიანი ქაღალდების მთელ გამოშვებას, ან მის ნაწილს, ხოლო შემდეგ თავისი სახელითა და მის მიერვე დაწესებული ფასით გამოაქვს იგი კერძო ინვესტორებზე გასაყიდად. მეორე, საინვესტიციო ბანკს შეუძლია გამოვიდეს შუამაელად, კორპორაციის ფასიანი ქაღალდები დანიშნული ფასით განათავსოს და მიიღოს გარკვეული საკომისიო პროცენტი. მის ფუნქციებში შედის: მსესხებელთა ფინანსური მოთხოვნის ხასიათისა და მოცულობის დადგენა; სესხის პირობების შეთანხმება; ფასიანი ქაღალდების სახეობის შერჩევა, და მათი გამოშვების ვადების განსაზღვრა ბაზრის მდგომარეობის გათვალისწინებით; მათი ემისია და ინვესტორებს შორის განთავსება; საგარანტიო საბანკო სინდიკატების ორგანიზება; მეორადი ბაზრის უზრუნველყოფა ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებისათვის და ა.შ.

მსოფლიო პრაქტიკაში ცნობილია საბანკო-საკრედიტო სისტემების აგების ორი ძირითადი მოდელი: სეგმენტირებული (ამერიკული) და უნივერსალური (გერმანული). ამ მოდელებს ერთმანეთისგან ძირითადად განასხვავებს საკრედიტო ინსტიტუტების უნივერსალიზაციისა და სპეციალიზაციის დონე. რეალური სექტორის დაფინანსების ფორმები და წყაროები, ბანკებისა და საწარმოების საინვესტიციო პორტფელების დივერსიფიკაციის დონე. მათ საფუძვლად უდევს ფინანსური რისკების განაწილების ორგანიზაციის სპეციფიკა. ამერიკულ მოდელში რისკები მაქსიმალურადაა დანაწილებული კომერციულ და საინვესტიციო რისკებად და დივერსიფიცირებულია დაზღვევის სხვადასხვა დონეების მიხედვით. გერმანულ მოდელში რისკების კონტროლს უზრუნველყოფენ უნივერსალური კომერციული ბანკები, რომლებიც იმავდროულად რეალური სექტორის ძირითადი კრედიტორები და ფინანსური ბაზრის მთავარი სუბიექტებია.

ამერიკული მოდელის გამოყენების დროს კაპიტალზე სამრეწველო კომპანიების მოთხოვნის დაკმაყოფილება უპირატესად ხდება ფინანსურ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების განთავსების გზით. კომერციული ბანკების გრძელვადიანი კრედიტები ნაკლებად არსებით როლს თამაშობენ სამრეწველო კომპანიების დაფინანსებაში. სამრეწველო კორპორაციების საკუთრებაში კომერციული ბანკების მონაწილეობა კანონმდებლობითაა აკრძალული.

გერმანული მოდელისათვის დამახასიათებელია დაკრედიტებისათვის უპირატესობის მინიჭება. საკრედიტო სახსრების ეფექტიანად გამოყენების ძირითადი ხერხია ბანკების მიერ კონტროლის

*აღნიშნული საკითხი ამგვარი კუთხით პირველად შეეცადეთ შეგვესწავლა მონოგრაფიაში – ლ. ქოჭიაური. საქართველოს კომერციული ბანკების პორტფელური ინვესტიციების სტრუქტურა და მართვის მეთოდები (თეორიისა და მეთოდოლოგიის საკითხები). თბ., „საბჭოთა ი“, 1997; იხ. აგრეთვე შრომა: ლ. ქოჭიაური. საქართველოს კომერციული ბანკების ინვესტიციური საქმიანობა (არსი, პერსპექტივები). გორი, „ლოგიქსი“, 1997.

დაწესება მსესხებლებზე მათ საკუთრებაში მონაწილეობის გზით. საწარმოების საქმიანობაზე ბანკების არსებითი გავლენა განსაზღვრავს ფასიანი ქაღალდების ბაზრების ერთგვარ მოდუნებას სხვა ქვეყნებთან შედარებით.

მსოფლიოს მრავალ ქვეყანაში საკრედიტო ორგანიზაციებს შორის საქმიანობის სფეროების გამიჯვნა 1929-1933 წლების მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის შემდეგ მოხდა. მაგალითად, კრიზისამდე იტალიაში ბანკები კეთილსასურველი კონიუნქტურის შენარჩუნების იმედით მოკლევადიანი შემნახველი ანაბრების საფუძველზე გასცემდნენ საშუალო და გრძელვადიან კრედიტებს. ეკონომიკური კრიზისის პირობებში, როდესაც გასაღების შემცირებისა და ფასების დაცემის გამო საწარმოებმა შეწყვიტეს კრედიტების დაფარვა, მეანაბრეებმა კი თავიანთი დანაზოგების გამოტანა დაიწყეს, ამან ბანკების ლიკვიდურობის გაუარესება და გაკოტრება გამოიწვია. ბანკების შესახებ 1936 წლის კანონის თანახმად, დაიწყო ბანკების სპეციალიზაცია: განისაზღვრა ბანკები, რომლებიც ეწეოდნენ მხოლოდ მოკლევადიან, ან საშუალო - ან კიდევ, გრძელვადიან დაკრედიტებას.

აშშ-ში ბანკების შესახებ 1933 წლის კანონის (გლას-სტაგოლის აქტის) თანახმად, უნივერსალური ბანკები დაიყო კომერციულ და საინვესტიციო ბანკებად. კომერციულმა ბანკებმა თავიანთი საქმიანობა ტრადიციული საბანკო ოპერაციებით შემოფარგლეს. მათ აკრძალეს ოპერაციების შესრულება ფასიან ქაღალდებზე, გარდა იმ სახელმწიფო ფედერალური და მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდებისა, რომლებსაც ციკლური კონიუნქტურული რყევების საკომპენსაციოდ და ბიუჯეტში საკასო გარღვევების შესარბილებლად იყენებდნენ. საინვესტიციო ბანკები გრძელვადიან დაბანდებებს ახორციელებდნენ მრეწველობის განვითარებაში, ფასიან ქაღალდებზე წარმოებულ ოპერაციებში თავიანთი და კლიენტების სახსრების ხარჯზე. ფასიან ქაღალდებზე ოპერაციების ასეთივე გამიჯვნა დაედო საფუძვლად იაპონიის საბანკო სისტემის მოწყობასაც, რომლის აღდგენა მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ ამერიკის ნიმუშის მიხედვით ხდებოდა სპეციალიზაციის მაღალი დონით.

სპეციალიზაციის ტრადიციულად მაღალი დონე ახასიათებს დიდი ბრიტანეთის ბანკებს, რომლებიც სადეპოზიტო (კომერციულ) და საქმიან (სავაჭრო) ბანკებს მოიცავს. პირდაპირი საკანონმდებლო შეზღუდვების უქონლობის მიუხედავად დეპოზიტების ბანკები, ისე როგორც აშშ-ის კომერციული ბანკები, ჩამოშორებული იყო საფონდო ბაზარს და ორიენტირებული იყო მოკლევადიან სადეპოზიტო-საკრედიტო ოპერაციებსა და ანგარიშსწორების განხორციელებაზე. ასეთი დაყოფა 1929-1933 წლებში ბანკების გაკოტრებაზე რეაქციითაც იყო გამოწვეული, რაც ისე, როგორც იტალიაში, დეპოზიტური ბანკების მიერ მოკლევადიანი პასიების საფუძველზე გაცემული საშუალო და გრძელვადიანი კრედიტების შედეგად ხდებოდა.

საბანკო ოპერაციების უნივერსალიზაციის ტენდენცია

XX საუკუნის ბოლო ათწლეულისათვის დამახასიათებელია საბანკო ოპერაციების უნივერსალიზაციის გამოკვეთილი ტენდენცია. საკრედიტო ინსტიტუტებს შორის კონკურენციის გაძლიერება და მძლავრი ფინანსური ბაზრის განვითარების პირობებში პრინციპულად ახალ შესაძლებლობათა გაჩენა თავიანთი ოპერაციების შემოსაელიანობის გადიდების სხვა ხერხების ძიებისკენ უბიძგებს მრავალ ბანკს. პრობლემის გადაწყვეტის ერთ-ერთ გზად იქცა ბანკების მიერ განხორციელებული ოპერაციების რაოდენობის მკვეთრად გადიდება, საინვესტიციო საქმიანობის ფირმების განვითარება. უნივერსალიზაციის ტენდენციის ფარგლებში სწრაფად განვითარდა კომერციული ბანკებისათვის ადრე არატიპური მომსახურების სხვადასხვა სახეები, სახელდობრ: საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება, ლიზინგი, კლიენტების ინვესტიციების პორტფელის მართვა, საკონსულტაციო მომსახურება და ა.შ. ამ მომსახურებათა განვითარება ხდება როგორც საბანკო კანონმდებლობის ლიბერალიზაციის შედეგად, ისე ბანკების მიერ არსებული კანონების შემოვლის გზით.

უნივერსალიზაციის ტენდენცია ახასიათებს ყველა განვითარებული ქვეყნის საკრედიტო სისტემებს. ამასთან, ყოველ მათგანში მას გარკვეული თავისებურებები აქვს. ყველაზე უფრო მკაფიოდ ეს გერმანიაშია წარმოდგენილი, სადაც კომერციული ბანკები ხანგრძლივი დროის მანძილზე ახორციელებენ სრულიად მრავალფეროვან ოპერაციებს გრძელვადიანი კრედიტების გაცემისა და საწარმოთა საკუთარ კაპიტალში სახსრების დაბანდების ჩათვლით. სამრეწველო კორპორაციების კაპიტალში კომერციული ბანკების მნიშვნელოვან წილობრივ მონაწილეობას უპირატესობები აქვს როგორც ბანკებისთვის, ისე საწარმოებისთვის: ბანკებისთვის ესაა მსესხებლის ხანგრძლივი ფინანსური მდგრადობის კონტროლის უზრუნველყოფის შესაძლებლობა, საწარმოებისთვის კი საკუთარ კაპიტალზე მოთხოვნილების შემცირება და წარმოების დაფინანსების მოლიანი ღირებულების კლება.

უნივერსალური პრინციპი უდევს საფუძვლად ავსტრიის, ბელგიის, ლუქსემბურგის, ნიდერლანდის, ნორვეგიის, შვეიცარიის, შვედეთის საბანკო სისტემების ორგანიზაციას. ამ ტიპის მიხედვითაა აგებული ახალ ინდუსტრიული ქვეყნების საბანკო სისტემებიც, სადაც საბანკო სისტემის უნივერსალიზაციას განიხილავენ როგორც ეროვნული ბანკების პოზიციების გაძლიერების, აგრეთვე, მათი იმ უნარის მომატების საშუალებას, რომ მათ უფრო ეფექტიანად მოახდინონ მოსახლეობის დანაზოგების და კომერციული სტრუქტურების სახსრების მობილიზება და ინვესტიციებში მათი განთავსება.

მთელ რიგ ქვეყნებში საბანკო საქმიანობის უნივერსალიზაციის განვითარება დააჩქარა საკანონმდებლო აქტებში მომხდარმა ცვლილებებმა. მაგალითად, ბანკების შესახებ 1983 წლის კანონის შესაბამისად იაპონიაში ბანკებისთვის გარკვეულწილად გახდა ხელმისაწვდომი ფასიან ქაღალდებზე ოპერაციების შესრულება, ამით კი დაიწყო იაპონიაში საბანკო საქმიანობის მოძრაობა უნივერსალურობისაკენ. საბანკო სისტემის ახალმა რეფორმამ, რომელმაც 1998 წლის 1 აპრილიდან გააუქმა საკალუტო ოპერაციებზე და საბანკო გარიგებებზე დაწესებული შეზღუდვების უმრავლესობა კაპიტალის შემოტანა-გატანასთან დაკავშირებით გულისხმობდა: მომდევნო სამ წელიწადში იმ ბარიერების მოხსნას, რომლებიც ბანკებსა და საბროკერო კომპანიებს შორის კონკურენციას უშლიდა ხელს, მრავალი ისეთი აკრძალვის გაუქმებას, რომლებიც ახალი ფინანსური პროდუქტების შემოტანაში აფერხებდა ბანკებს; არასაბანკო ინსტიტუტების, კერძოდ, საპენსიო ფონდების აქტივების მართვის ოპერაციების გადიდებას.

45.2. კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაცია

სხვადასხვა ქვეყნის საბანკო სისტემების ანალიზი მოწმობს ამის პარალელურად კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაციის გაძლიერების ტენდენციის განვითარებას. მაგალითად, ცივილიზებულ ქვეყნებში, მათ შორის, ისეთებში, რომლებსაც საკრედიტო სისტემის უნივერსალური სტრუქტურა აქვთ, მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს სპეციალიზებულ ბანკებს (მათი რაოდენობის შემცირების მიუხედავად), რომელთაგან მოცემული კლიენტისთვის ყველაზე საინტერესოა ეროვნული ინტერესების რეალიზაციასთან დაკავშირებული განსაკუთრებული ამოცანების მქონე საკრედიტო ინსტიტუტები და საინვესტიციო ბანკები.

საინვესტიციო (წილობრივი) ბანკების საქმიანობის ძირითადი მიმართულებებია: ოპერაციები ფასიან ქაღალდებზე, გრძელვადიანი კრედიტების გაცემა, საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება. საფინანსო და არასაფინანსო საწარმოების კაპიტალში მონაწილეობა, ბიზნესის რესტრუქტურიზაცია შერწყმა-შთანთქმის გზით, უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული გარიგებები, კონსალტინგური და დეპოზიტარულ-კასტოდიული მომსახურება. ამ ოპერაციების შემადგენლობა და სტრუქტურა შესაძლოა განსხვავებული იყოს საინვესტიციო ბანკების სპეციალიზაციაზე და ქვეყნის საკრედიტო სისტემის

აგების თავისებურებებზე დამოკიდებულებით, რაც გარკვეულწილად აისახება მათი ბალანსების სტრუქტურაში მაგალითად, ამერიკის საინვესტიციო ბანკების აქტივების მეოთხედზე მეტი ფასიან ქაღალდებზე მოდის, მაშინ, როდესაც ინგლისის საქმიანი ბანკების აქტივებში კრედიტების ხვედრითი წონა გაცილებით უფრო მაღალია, ვიდრე ფასიანი ქაღალდებისა.

XX საუკუნის 80-იანი წლებიდან მოყოლებული, განვითარებული ქვეყნების ბანკებს საინვესტიციო ბიზნესს ახასიათებდა განვითარების დაჩქარებული ტემპები, რასაც ხელს უწყობდა ფინანსური ბაზრების აღმაფრენობა, პრივატიზაციის პროცესის გააქტიურება განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში, კორპორაციათა შერწყმისა და შთანთქმის ბუმი კაპიტალის კონცენტრაციის ობიექტური პროცესის შედეგად, აქტივების მართვის მომსახურებაზე არსებული მოთხოვნის ზრდა და მთელი რიგი სხვა ფაქტორები. ამასთან, ბოლო ათწლეულის განმავლობაში საინვესტიციო ბანკებს სერიოზული სიძნელეები დაუდგათ. საინვესტიციო საქმიანობის სფეროში გამწვავებულმა კონკურენციამ არსებითად შეამცირა შეფარდებითი მომგებიანობის მაჩვენებლები. რაკი მოგების ნორმის შემცირებისას ეკონომიკურად მიზანშეწონილი ხდება მხოლოდ მასშტაბური საქმიანობის განხორციელება. ამიტომ საინვესტიციო ბანკების ფუნქციონირების პირობების გართულებას მოჰყვა საბანკო კაპიტალის კონცენტრაციის ზრდა, ბანკების გამსხვილება და მათი თვისებრივი ტრანსფორმაცია. ამჟამად ჩამოყალიბებულია ახალი ტიპის საინვესტიციო ბანკები. მათი განმასხვავებელი ნიშან-თვისებებია: საქმიანობის გლობალური ხასიათი და დიდძალი თავისუფალი კაპიტალის არსებობა, რომელიც მსოფლიოს სხვადასხვა რეგიონში მასშტაბური გარიგებების დადების საშუალებას იძლევა; დივერსიფიცირებული და კომპლექსური მომსახურების სრული ნაკრები, რომელიც შემოსაკლების სტაბილურ ნაკადებს და ოპერაციების ეფექტიანობის ზრდას უზრუნველყოფს; ერთჯერადი ოპერაციების განხორციელება წერილ და საშუალო კლიენტურასთან მძლავრი საბროკერო ქსელების განვითარების გზით; სადაზღვევო ბიზნესთან შერწყმა; კაპიტალისა და ძალაუფლების კონცენტრაცია საინვესტიციო-საბანკო სფეროში, გლობალური ოლიგოპოლიის ჩამოყალიბება, კომერციულ და საინვესტიციო ბანკებს შორის საზღვრების წაშლა.

მსოფლიოს რეიტინგული ბანკები

1998 წლის მონაცემებით, პრაქტიკულად მთელი ბაზარი (97%) ოც წამყვან საინვესტიციო ბანკს შორის აღმოჩნდა დანაწილებული. ბაზრის 77% პირველ ათ ბანკზე მოდიოდა, რომელთა ხვედრითი წონა 1990 წელს ორჯერ უფრო ნაკლები იყო.[1]

მსოფლიოს გლობალური საინვესტიციო ბანკების რეიტინგს სათავეში უდგას უმსხვილესი ბანკების ოთხეული: **Goldman Sackc**, რომელსაც 38 ქვეყანაში აქვს განყოფილებები, **Merrill lynch**, რომელსაც 750 ოფისი აქვს 45 ქვეყანაში, **Salomon Smith Barney**, რომელიც ჩამოყალიბდა **Travelers Group** ფინანსური ჯგუფის მიერ საინვესტიციო ბანკ **Salomon Brothers**-ის შეძენით და მისი გაერთიანებით ფირმა **Smith Barney**-თან (საბროკერო განყოფილებასთან), **Morgan Stanley Dean Witter** (ისიც წარმოიქმნა საინვესტიციო ბანკ **Morgan Stanley** – სა და დივერსიფიცირებული საფინანსო კომპანია **Dean Witter Discovery**-ი შერწყმით). ლიდერებისგან არსებითად ჩამორჩენილ პირველ ათეულში შედიან: **Credit Suisse First Boston** (შვეიცარიის საბანკო ჯგუფ **Credit Suisse**-ის ქვედანაყოფი), ამერიკის კომერციული ბანკი - **J. P. Morgan**, რომელიც ბოლო დროს გააქტიურდა ბანკების საინვესტიციო მომსახურების ბაზარზე, ამერიკის საინვესტიციო ბანკი **Leman Brothers, Warburg Dillon Read** – შვეიცარიის მსხვილი ბანკის **United Bank of Switzerland**-ის ქვედანაყოფი, **Deutsce Securities** – გერმანიის უმსხვილესი ბანკის **Deutsce Bank**-ის საინვესტიციო ქვედანაყოფი, **Chase Securities** – უმსხვილესი ამერიკული ბანკის **Chase Manhattan**-ის ქვედანაყოფი.[2]

[1] Эксперт. 1999, № 15, с. 27.

[2] IRF Securities Data/Datastream.

გლობალური ოლიგოპოლიის ფორმირება იმას მოასწავებს, რომ ნაკლებად მნიშვნელოვან საინვესტიციო ბანკებს (მეორე და მესამე ეშელონის ბანკებს) საკონკურენციო ბრძოლაში გამარჯვება მხოლოდ მაშინ შეუძლიათ, თუ ისინი მყარად დაიკავებენ ადგილს ბაზარზე. საინვესტიციო ბანკების განვითარება და ტრანსფორმაცია და მათი საქმიანობის დივერსიფიკაცია იმას იწვევს, რომ საინვესტიციო ბანკები სულ უფრო მეტად იჭრებიან კომერციული ბანკების ბიზნესის ტრადიციულ სფეროში. მეორე მხრივ, გამძაფრებული კონკურენციის პირობებში კომერციულ ბანკებს პოზიტიური ხანგრძლივი შედეგების იმედი მხოლოდ მაშინ შეუძლიათ ჰქონდეთ, თუ მათ ექნებათ მოქნახურების გაწევის უნარი არა მარტო კორპორაციული დაკრედიტების სფეროში, არამედ კაპიტალის ბაზრებზეც (აქციების ემისიების განთავსების, კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების და ა.შ. ხაზით), ე.ი. თუკი ისინი შეძლებენ საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობის წარმართვას.

ამგვარად, მსოფლიოს უმსხვილესი ბანკების მიერ საინვესტიციო და კომერციული ბანკების საქმიანობის შეთავსება წამყვანი ტენდენცია ხდება ბანკების მსოფლიო პრაქტიკაში. თავის მხრივ, ეს შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც ფუნქციების ფართო კომპლექსის (კორპორაციული დაკრედიტება, საინვესტიციო საქმიანობა, ერთჯერადი საბანკო მომსახურება, დაზღვევა) მქონე დივერსიფიცირებული საფინანსო-საბანკო ჯგუფების ფორმირების უფრო ერცელი პროცესის ნაწილი. დღეს ამგვარ ინსტიტუტებად გვეელინება მსოფლიოს უმსხვილესი ფინანსური პოლდინგები - **Deutsche Bank, Citygroup, Credit Suisse Group, HSBC Hotdings, Lloyds, UBS** და სხვ.

საქართველოში, რთული კრიზისული მოვლენების ფონზე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ვერ განვითარდა და არსებით როლს ვერ ასრულებს კაპიტალის მობილიზებასა და გადანაწილებაში. თავიდან სპეციალიზებულ საინვესტიციო ბანკებად შექმნილი დაწესებულებები იძულებული გახდნენ პრაქტიკულად გადასულიყვნენ თავიანთი საქმიანობის დივერსიფიკაციაზე, უნივერსალური ბანკებისთვის დამახასიათებელი ყველა სახეობის საბანკო ოპერაციების განხორციელებაზე. უნივერსალიზაციის საერთო ტენდენციის გამოვლენა საქართველოს ეკონომიკაში იმასაც უკავშირდება, რომ უნივერსალურ ბანკებს, სხვებთან შედარებით, განვითარების უფრო ფართო შესაძლებლობები აქვთ არასტაბილურ ეკონომიკურ სიტუაციაში.

საზღვარგარეთის საინვესტიციო ბანკების საქმიანობის სტერეოტიპის მექანიკურად გადმოტანა განვითარებად ბაზრების პირობებში შეუძლებელია, მაგრამ საინვესტიციო ბანკების შექმნისა და საქმიანობის სფეროში მსოფლიოში არსებული გამოცდილების შესწავლა საშუალებას გვაძლევს გამოვყოთ საქართველოსთვის გამოსადეგი აპრობირებული ფორმები და მეთოდები.

ქვეყნის ეკონომიკისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობის მქონე საინვესტიციო ბანკების ორგანიზება უფრო მეტად შესაძლებელია ისეთი სპეციალიზებული საინვესტიციო ბანკების ფორმირების გზით, რომლებიც სახელმწიფო გარანტიებისა და შეღავათების სისტემის საფუძველზე იმოქმედებენ.

ᲒᲐᲜᲕᲘᲗᲐᲠᲔᲑᲘᲡ ᲑᲐᲜᲙᲔᲑᲘᲡ ᲡᲐᲥᲛᲘᲐᲜᲝᲑᲘᲡ ᲒᲐᲤᲐᲠᲗᲝᲔᲑᲐ

სახელმწიფოს მხარდაჭერით მრავალ ქვეყანაში ფუნქციონირებს ისეთი ბანკები, რომელთა საქმიანობას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ამ ქვეყნებისთვის. თანამედროვე მსოფლიო პრაქტიკის ერთ-ერთი ტენდენციაა განვითარების ბანკების საქმიანობის გაფართოება. მსოფლიო ბანკის (*World Bank*) მიერ შემუშავებული კონცეფციის შესაბამისად, ასეთი ინსტიტუტები იმის კატალიზატორები უნდა გახდნენ, რომ წაახალისონ მნიშვნელოვანი ეკონომიკური პროგრამებისა და პროექტების დაფინანსება.[1] განვითარების ბანკებს ერთმანეთისგან განასხვავებს საქმიანობის მიმართულებები და მასშტაბები, საკუთრებისა და ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმები და სხვა მახასიათებლები. ისინი წარმოდგენილია როგორც შედარებით მცირე, ისე იმ უმსხვილესი ფინანსური ინსტიტუტებით, რომლებიც ლიდერობენ განვითარების ბანკების რეიტინგში. მსოფლიო პრაქტიკაში გაერცელებულია

როგორც კერძო, ისე სახელმწიფო განვითარების ბანკები. მაგალითად, **გერმანიაში** განვითარების ბანკები როგორც განსაკუთრებული ამოცანების მქონე საკრედიტო ინსტიტუტები წარმოადგენენ კერძო და სახელმწიფო საფინანსო-საკრედიტო ორგანიზაციებს, რომლებიც მსელ რიგ ფუნქციებს ასრულებენ ეროვნული ეკონომიკის გარკვეული სფეროების სტიმულირების საქმეში. კერძო ბანკია, მაგალითად, **Industriekreditbank AG – Deutsche Industriebank.** იგი იმ საწარმოებს აძლევს გრძელვადიან კრედიტებს, რომელთა ფინანსური მდგომარეობა არ იძლევა აქციების ემისიის ხარჯზე სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობას. სახელმწიფო ბანკია **Kreditanstalt fur Aufbau** (აღმშენებლობის ბანკი), რომლის საქმიანობა კრიზისული დარგების მხარდაჭერას და ექსპორტის დაკრედიტებას უკავშირდება.

ნიდერლანდში მრავალი სპეციალიზებული ბანკი ან სახელმწიფო ბანკია, ან სახელმწიფო გარანტიების საფუძველზე ფუნქციონირებს. ასეთ ბანკებს ეკუთვნის, კერძოდ, ეროვნული საინვესტიციო ბანკი - **De Nationale Investeringsbank NV**, რომელიც ნაკლებად განვითარებულ რეგიონებში აბანდებს კაპიტალს ან იმ კომპანიებს უწევს საკრედიტო მხარდაჭერას, რომლებიც ფინანსურ სიძნელეებს განიცდიან.

საფრანგეთში სახელმწიფო საკრედიტო ინსტიტუტების წილად მოდის გრძელვადიანი კრედიტების ნახევარზე მეტი.

მნიშვნელოვანია სახელმწიფოს როლი იაპონიის ეროვნული, მათ შორის, საბანკო ბიზნესის მხარდაჭერაში. დასავლური მოდელისგან განსხვავებით, რომელიც ორიენტირებულია ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევაზე საბაზრო მექანიზმის შეფერხების შემთხვევაში, იაპონურ მოდელს პრევენტული ბუნება აქვს. უაღრესად საყურადღებოა იაპონიის ეკონომიკის აღდგენაში დაგროვილი გამოცდილება. იგი ხორციელდებოდა პრიორიტეტულ წარმოებათა სქემის საფუძველზე. მომდევნო პერიოდში, ეკონომიკური განვითარების სტაბილურობის მიღწევის შემდეგ, საინვესტიციო მოთხოვნის ფინანსურად უზრუნველყოფისათვის აღადგინეს გრძელვადიანი დაკრედიტების ბანკები, დააფუძნეს ტრასტ-ბანკები და მათი ფუნქციების შემავსებელი რიგი სახელმწიფო ფინანსური ინსტიტუტები: იაპონიის განვითარების ბანკი, იაპონიის ექსპორტ-იმპორტის ბანკი, რომლებიც სახსრებს გასცემდნენ ფინანსთა სამინისტროს ნდობის ფონდების ბიუროს ანგარიშებიდან. იყენებდნენ გარკვეული სახეობის ფინანსურ რეგულირებასაც: პროცენტისა და საქმიანობის სფეროების რეგულირება, საშინაო და საგარეო ბაზრის გაყოფა (სავალუტო კონტროლი კაპიტალზე წარმოებული ოპერაციების დროს და სხვ.).

სახელმწიფოს როლი კაპიტალის მობილიზებაში

დიდ ინტერესს იწვევს საინვესტიციო კაპიტალის მობილიზების მექანიზმის ჩამოყალიბებაში სახელმწიფოს მონაწილეობის პროცესები ახალინდუსტრიულ ქვეყნებში, კერძოდ, კორეის რესპუბლიკაში, სადაც საბანკო სისტემის ჩამოყალიბება ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფის საჭიროებებს დაუკვეშდებარეს. ეკონომიკის სამრეწველო და აგრარულ სექტორებში ეკონომიკური განვითარების პროექტების დაფინანსების მიზნით აქ დააფუძნეს კორეის განვითარების ბანკი, რომელიც სახელმწიფო საკრედიტო ინსტიტუტია და კორეის სასოფლო-სამეურნეო ბანკი (საფინანსო ასოციაციათა ფედერაციის ბაზაზე). მოგვიანებით ქვეყანაში ჩამოყალიბდა სპეციალიზებული ბანკების მთელი სისტემა როგორც სტრატეგიული, ისე ნაკლებად მნიშვნელოვანი დარგებისთვის ფინანსური მხარდაჭერის აღმოსაჩენად, შეიქმნა კორეის გრძელვადიანი დაკრედიტების ბანკი, კორეის საექსპორტო-საიმპორტო ბანკი, ის საეჭრო და საბანკო კორპორაციები, რომლებიც უზრუნველყოფენ საშუალო და გრძელვადიანი კრედიტების მიწოდებას არასაფინანსო საწარმოებისათვის და საზღვარგარეთული კაპიტალის მობილიზებას. ორგანიზებული საფონდო ბაზრისთვის სახსრების მიწოდების ღონისძიებათა შედეგად ჩამოყალიბდა არასაბანკო საინვესტიციო-საფინანსო და ურთიერთშემნახველი კომპანიების ქსელი. ამგვარად, განშტოებული და მოქნილი საკრედიტო-საბანკო სისტემის შექმნა, რომელიც აუცილებელ წანამძღვრებს ქმნის ინვესტიციების მაღალი დონის მიღწევისა და სამრეწველო და

ტექნოლოგიური სიახლეების დანერგვისთვის, სახელმწიფოს უშუალო მონაწილეობისა და მისი მხრიდან კონტროლის გზით ხდებოდა.

ეს და სხვა მაგალითები დაბეჯითებით ადასტურებენ იმას, რომ საკრედიტო ინსტიტუტების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების გზით ეროვნული ეკონომიკის სტრატეგიული ამოცანების შესრულება სახელმწიფოს ქმედით მონაწილეობას მოითხოვს. ამ მონაწილეობის დონეს დიდად განსაზღვრავს საბაზრო მექანიზმების ფორმირების მდგომარეობა, მის ფორმებსა და მეთოდებს კი – კონკრეტული ეკონომიკური ვითარების თავისებურებები. სახელმწიფოს, ბანკებისა და არასაფინანსო საწარმოების მჭიდრო თანამშრომლობა აუცილებელია საერთო ეროვნული ინტერესების მისაღწევად, ამ თანამშრომლობის ეფექტიანობას კი განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლის ეტაპზე. სახელმწიფოს ჩარევის მიმართულებებისა და ხერხების შერჩევა მოითხოვს სამრეწველო და ფინანსური კაპიტალის ურთიერთკავშირის ფორმების შემუშავებას, სამრეწველო კომპანიების დაფინანსების საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლას, რომლის თავისებურებები საკრედიტო-საბანკო სისტემის აგების ძირითადი მოდელების განსხვავებულობას უკავშირდება.

სამრეწველო და საბანკო სექტორებს შორის ურთიერთობათა ის მოდელი, რომელიც საქართველოში ყალიბდება, არ ემთხვევა მსოფლიო პრაქტიკაში ჩამოყალიბებულ ტიპებს. ამაღე დროს, საბანკო სისტემის ფორმირების პროცესში თავს იჩენს კომერციული ბანკის გერმანულ მოდელთან გარკვეული სიახლოვის ნიშნები, რომლის დროსაც ბანკს, როგორც რეალური სექტორის ძირითად კრედიტორს, შესაძლებლობა აქვს ფლობდეს არასაფინანსო საწარმოთა აქციების მსხვილ პაკეტებს. ასეთი მექანიზმი ყველაზე სრულადაა რეალიზებული საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ფარგლებში, სადაც ბანკები წამყვან როლს თამაშობენ ფინანსური ნაკადებისა და საინვესტიციო პროგრამების რეგულირებაში. თუმცა, მთლიანობაში წარმოებასთან ბანკების ურთიერთკავშირი ხასიათდება კრედიტების გამოყენებაზე ბანკების მიერ განხორციელებული კონტროლის სისუსტით, რასაც განაპირობებს. გადიდებული საკრედიტო რისკები და მენეჯმენტის არასრულყოფილება, რაც გერმანული სისტემისგან განასხვავებს მათ.

გერმანულ მოდელთან გარკვეული მსგავსება ელინდება ინვესტირების მექანიზმში ბანკების წამყვან როლში. საქართველოში საფინანსო ბაზარზე საქმიანობენ სამი ტიპის ინსტიტუტები: კომერციული ბანკები, რომლებიც ცდილობენ ოპერაციების დივერსიფიცირებას და შემოთავაზებული მომსახურების სპექტრის გაფართოებას, სპეციალიზებული ბანკები, რომლებიც საინვესტიციო ბიზნესზე არიან ორიენტირებული, და არასაბანკო ინსტიტუტები, რომელთა ინვესტიციების 70%-ზე მეტი კომერციულ ბანკებზე მოდის.

ამასთან, კომერციული ბანკების უნივერსალურობა დიდწილად იძულებითია, რაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის და არასაბანკო ინსტიტუტების კრედის განუვითარებლობითაა განპირობებული. ასეთ ვითარებაში უნივერსალური მოდელი კომერციული ბანკის საქმიანობის მომატებულ რისკიანობას უკავშირდება. იგი მკვეთრად მაღლდება კრიზისის პირობებში, რადგან ბანკის საინვესტიციო დაბანდებებთან დაკავშირებული რისკები განუყოფელია სადეპოზიტო-საკრედიტო და საანგარიშსწორებო ოპერაციებთან დაკავშირებული რისკისათვის.

გერმანიის უნივერსალური ბანკების საქმიანობის გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ რისკებზე კონტროლის დაწესებისას არასაფინანსო კომპანიების კაპიტალში მონაწილეობა სხვადასხვა დარგის საწარმოების მნიშვნელოვანი საფინანსო მხარდაჭერის შესაძლებლობას იძლევა. მაგალითად, დიდ ბანკი, რომელიც მრეწველობასთან ბანკის მჭიდრო თანამშრომლობის ნათელი მაგალითია, ქიმიური, ფოლადსამსხმელო, ელექტროტექნიკური, მეტალურგიული, სამშენებლო, კვების მრეწველობის, მანქანათმშენებლობის, ვაჭრობის, ტრანსპორტისა და საყოფაცხოვრებო მომსახურების სფეროს 400 სამრეწველო და კომერციულ კომპანიაში მონაწილეობს.

საპროექტო დაფინანსების განვითარების აუცილებლობა

საქართველოს ეკონომიკა მოითხოვს არა მარტო საინვესტიციო საქმიანობის არსებული ფორმების სრულყოფას, არამედ საინვესტიციო პროცესის მონაწილეებს შორის ურთიერთობათა ახალი სქემების გამოყენებასაც. პრინციპულ მნიშვნელობას იძენს საინვესტიციო პოლიტიკის უფრო აქტიურად გატარება ბანკების მიერ და მაღალეფექტიანი საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციაში მონაწილეობა. ამ მხრივ მეტად პროდუქტიულად გვესახება საპროექტო დაფინანსების იმ სქემების ანალიზი, რომლებსაც განვითარებულ ქვეყნებში იყენებენ და საქართველოს ეკონომიკაში მათი გამოყენების შესაძლებლობის შეფასება.

საქართველოში საპროექტო დაფინანსების განვითარებას ხელს უშლის არახელსაყრელი საინვესტიციო გარემო, კაპიტალტევადი პროექტების ფართო მასშტაბით დაფინანსებისთვის საჭირო რესურსების უკმარისობა, ამ დაფინანსებაში მონაწილეთა დაბალი კვალიფიკაცია და სხვა ისეთი ფაქტორები, რომლებიც საპროექტო რისკებს აძლიერებენ. არსებულ პირობებში პრობლემის გადაწყვეტა მოითხოვს კომპლექსურ მიდგომას, რომელიც სხვადასხვა მხარის ინტერესებს გაითვალისწინებს. ამგვარი მიდგომის მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია საპროექტო რისკების დაზღვევის სახელმწიფო გარანტიების როლის გაძლიერება, მათ შორის გარანტიების მიცემა იმ ბანკებისთვის, რომლებიც სახელმწიფო პრიორიტეტების სისტემაში მყოფი საინვესტიციო პროექტებისა და პროგრამების დაფინანსებაში მონაწილეობენ, ინვესტირების მექანიზმების საგადასახადო სტიმულირება, ბანკთაშორისი თანამშრომლობის განვითარება საინვესტიციო პროექტების ერთობლივად დაკრედიტების საქმეში.

საპროექტო დაფინანსების განვითარებისთვის არსებითი მნიშვნელობა აქვს საქართველოს პირობებში მსოფლიო გამოცდილების ადაპტირების შესაძლებლობათა შესწავლას, მათ შორის იმ მეთოდური მიდგომების დამუშავება, რომლებიც ინვესტირების ეფექტიანობის ამაღლებას უზრუნველყოფენ.

ამასთან დაკავშირებით აღსანიშნავია, რომ ინვესტირების ეფექტიანობის ამაღლების პრობლემის გადაჭრა, ინვესტიციების კონკრეტული ფორმისგან დამოუკიდებლად, მჭიდროდ უკავშირდება ინვესტორის მიერ საკუთარი და ნასესხები წყაროების მობილიზების შესაძლებლობათა ანალიზს. იგი, თავის მხრივ, განაპირობებს საინვესტიციო საქმიანობის ეკონომიკურად შეფასების კომპლექსური მეთოდიკის შემუშავების აუცილებლობას.

ორმოცდამეექვსე თავი. კომერციული ბანკების ინვესტიციური საქმიანობის განვითარების პერსპექტივები საქართველოში

საქართველოს ეკონომიკის რეალური მდგომარეობა, ერთი მხრივ, საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების ამოცანათა სიმწვავე, მეორე მხრივ, საბაზრო ეკონომიკის ინსტიტუტების მოუწიფებლობა საბანკო სისტემას წამყვან როლს აკისრებს ეფექტიან საინვესტიციო პროექტებში დაბანდების მიზნით სახსრების აკუმულირების ამოცანების გადაჭრაში.

შექმნილ პირობებში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს საბანკო სექტორის რესტრუქტურიზაცია. ისეთი სიცოცხლისუნარიანი და მდგრადი საბანკო სისტემის გარეშე, რომელსაც ექნება საწარმოო ინვესტიციებად დანაზოგის ტრანსფორმირებაში ფინანსური შუამავლის ფუნქციების შესრულების უნარი, შეუძლებელია საქართველოს ეკონომიკის გამოყვანა კრიზისული მდგომარეობიდან.

46.1. სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა და ბანკები

საინვესტიციო პროცესის განხორციელებისათვის აუცილებელია სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის შემდეგი ძირითადი მიმართულებებით წარმართვა:

- ეკონომიკის ჭოველმხრივი სტრუქტურული გარდაქმნის რეალური პროგრამის გამოქვეყნება, რათა ინვესტიციური რესურსების მფლობელებმა გარკვევით იცოდნენ თუ სად, როდის და რა ცოცულობითაა მიზანშეწონილი ფულის დაბანდება;
- სახელმწიფო რესურსების (მათი სიმწირის მიუხედავად) კონცენტრირება და რაციონალურად გამოყენება საინვესტიციო საქმიანობის წამყვან მიმართულებებზე, რისთვისაც აუცილებელია არსებული სახელმწიფო საინვესტიციო სტრუქტურების გააქტიურება. თუ ისინი მოიპოყებენ რეალურ ლიდერობას, მათ შეიძლება კომერციული ბანკებიც მიჰყვნენ კვალში;
- უცხოური ინვესტიციებისათვის საინვესტიციო ხელსაყრელი გარემოს შექმნა, რაც მაკროეკონომიკური რეგულირების ყველა სფეროზე (საბაჟო, საგადასახადო, საკალუტო) უნდა განხორციელდეს;
- ინვესტიციებზე სახელმწიფო რესურსების ხარჯვისას, მსაჭროა უნდა გამოვიდეს წამყვანი პროექტების ინიციატორისა და ორგანიზატორის როლში და არ დასჯერდეს კონკურსის წესით სახსრების ეპიზოდურ განაწილებას კომერციულ სტრუქტურებზე, რომლებიც ხშირად შორს დგანან ქვეყნის ეკონომიკის ძირეული ინტერესებიდან;

ხელისუფლებამ, უნდა უხელმძღვანელოს საინვესტიციო პროცესის აღორძინების პრაქტიკულ ღონისძიებათა შეჯუმავებასა და რეალიზაციას, სხვაგვარად სახსრები მიზნობრივად შეიძლება არ დაიხარჯოს.

საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურება უკავშირდება ძირეული საერთო სამეურნეო პრობლემების გადაწყვეტას, რაც გულისხმობს წარმოების დაქვეითების შეჩერებას, ინფლაციის ტემპის შემცირებას, არგადახდათა კრიზისის დაძლევასა და კრედიტზე დაწესებული საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას. საინვესტიციო აქტიურობის ზრდა მნიშვნელოვანწილადაა დამოკიდებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების დონეზე.

საქართველოში, გარდამავალი პერიოდის ამ ეტაპზე, საინვესტიციო პროცესში მონაწილეობა შეუძლიათ მხოლოდ მსხვილ ბანკებს, რომლებსაც აქვთ ამ საქმეში გარდაუვალი რისკებისათვის საჭირო სახსრები. უმრავლეს შემთხვევაში შეიძლება ვისაუბროთ ერთეულ პროექტებზე, რომელთაგან ზოგიერთი რეკლამის, პრესტიჟის შენარჩუნებისათვის ან ხელისუფლების მოწოდების საპასუხოდ ლოიალობის საჩვენებლადაა გამოყენებული. ზოგჯერ ეს იწვევს წამყვანი საწარმოების აქციათა საკონტროლო პაკეტის მიღებისათვის ბრძოლის გამწვავებას.

მიუხედავად ამისა, ინვესტირებისათვის შესაფერისი ვითარების დადგომამდე, კომერციულ

ბანკებს შეუძლიათ თანდათან ჩაერთონ საინვესტიციო საქმიანობაში. ამ მიზნით მათ მომსახურების გაუმჯობესების ხარჯზე უნდა გააქტიურონ მუშაობა მოსახლეობის დანაზოგის მოსაზიდად, განავითარონ საქმიანობა არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, მონაწილეობა მიიღონ კომერციული თვალსაზრისით ყველაზე მიმზიდველი დარგების დაფინანსებაში. პირველ რიგში იგულისხმება ექსპორტზე ორიენტირებული პროექტები და სწრაფად გამოსყიდვადი ის ობიექტები, რომლებიც მოსახლეობის საყოფაცხოვრებო პირობების გაუმჯობესებას უკავშირდება (სასოფლო-სამეურნეო პროდუქციის გადამუშავება, კეების მრეწველობა, სამშენებლო მასალების წარმოება და ა.შ.) და რომლებზეც შესაძლებელია ადგილობრივი ხელისუფლების მხარდაჭერისა და მონაწილეობის გამოყენება. ამასთან, სასურველია, რომ ამ სფეროში ხელმღვანელ როლს კომერციული ბანკი ასრულებდეს. წინააღმდეგ შემთხვევაში ძალიან დიდია რისკი იმისა, რომ წარმოდგენილი სახსრები მოხმარდება არა რეალურ ინვესტიციებს, არამედ სხვა მონაწილეთა, უპირველეს ყოვლისა კი, სამრეწველო სტრუქტურების მიმდინარე ფინანსურ საჭიროებებს.

მსგავსი საქმიანობის მასშტაბების გაფართოება და მის ორბიტაში, კომერციული ბანკების სულ უფრო მეტი რაოდენობით მოქცევა, ეფიქრობთ, შედეგიანს გახდის საინვესტიციო სფეროსთან საბანკო კაპიტალის რეალური თანამშრომლობისაკენ გადადგმულ ნაბიჯებს, რომლის გარეშე წარმოუდგენელია თანამედროვე ეკონომიკის ნორმალური და ცივილიზებული განვითარება.

საინვესტიციო ბანკის საფინანსო რესურსების ფორმირების მთავარი წყაროა საკუთარი აქციების გაყიდვით და მოზიდული ბანკთაშორისი სესხების ხარჯზე ჩამოყალიბებული საწესდებო კაპიტალი.

თუ გავითვალისწინებთ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების (განსაკუთრებით მეორადი) ბაზრის განუვითარებლობას, მასში საბანკო ინსტიტუტების შეღწევის სიძნელეებს (უპირველეს ყოვლისა, ამ სახეობის საქმიანობის სიახლის გამო), კომერციული ბანკების აქტივებში კრედიტების, როგორც ტრადიციული სახის საქმიანობის, მაღალ ხვედრით წონას (30-40%), შეიძლება დაბეჯითებით ითქვას, რომ ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა გარდამავალ პერიოდში, უპირველეს ყოვლისა, საინვესტიციო კრედიტების გაცემასთან იქნება დაკავშირებული.

რა არის საინვესტიციო კრედიტი?

„საინვესტიციო კრედიტის" ცნება შედარებით ახალია ეკონომიკურ თეორიასა და პრაქტიკაში. საინვესტიციო კრედიტად ჩვენ მივიჩნევთ იმ კრედიტს, რომელსაც ბანკები და არასაბანკო ტიპის ცალკეული საკრედიტო ინსტიტუტები ხანგრძლივი ვადით (3 წლით და მეტი ხნით) გასცემენ ახალი მშენებლობისათვის, ტექნიკური გადაიარაღებისათვის, რეკონსტრუქციისა და წარმოების მოდერნიზებისათვის. ე.ი. საინვესტიციო კრედიტი გრძელვადიანი კრედიტის ის სპეციფიკური ფორმაა, რომელიც ძირითადი კაპიტალის განახლებისთვისაა გამოყენებული. მისი მთავარი განმასხვავებელი თავისებურებაა ის, რომ ამ კრედიტის გაცემა მხოლოდ გარკვეულ პროექტზე შეიძლება. ამის გამო ბანკების მიერ საინვესტიციო კრედიტის გაცემა და საწარმოს მიერ მისი მიღება რიგ ფაქტორებზეა დამოკიდებული, რომელთა შორის აუცილებლად უნდა გამოვყოთ: საინვესტიციო გარემო, საბანკო კაპიტალის ოდენობა და მისი კონცენტრაციის ხარისხი, საინვესტიციო პროექტის ხარისხობრივი დონე და ა.შ.

არახელსაყრელი საინვესტიციო გარემო მნიშვნელოვნად ამცირებს საინვესტიციო პროცესების დაკრედიტების მიმართ კომერციული ბანკების ინტერესს. ამას ითწმობს გრძელვადიანი კრედიტების დაბალი ხვედრითი წონა ბანკების საკრედიტო დაბანდებათა მთლიან მოცულობაში. გარდა ამისა, კომერციული ბანკების მიერ გრძელვადიანი სესხების გაცემას სერიოზულად აფერხებს რისკის მაღალი დონე. კომერციულ ბანკებს აფრთხობთ გაცემული კრედიტების პროცენტების ინფლაციურ გაუფასურებასა და კრედიტების არათავისდროულად დაბრუნებასთან დაკავშირებული დიდი დანაკარგები. კრედიტების დაბრუნებადობის გაუარესება ეკონომიკის კანონზომიერი მოვლენა ხდება.

თუ 1993 წლის 1 იანვარს გრძელვადიან კრედიტებზე არსებული ვადაგადაცილებული დავალიანება გრძელვადიანი სესხების მთელი მოცულობის 0,4 % იყო, 1994 წლის 1 იანვრისათვის იგი უკვე 3,3%-ს შეადგენდა. წლის მანძილზე გრძელვადიანი საკრედიტო დაბანდებანი 3 -ჯერ, მათი ვადაგადაცილებული გადასახდელები კი 14 -ჯერ გაიზარდა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, საინვესტიციო გარემოს არსებული დონე ამუხრუჭებს საინვესტიციო კრედიტის მასშტაბურ განვითარებას და მის გამოყენებას ძირითადი კაპიტალის ფართოდ განახლებაში. რაც შეეხება საბანკო კაპიტალის სიდიდის და მისი კონცენტრაციის ხარისხს, საქართველოს ბანკებს ამჟამად საკმარისი კაპიტალი აქვთ საწარმოებზე საინვესტიციო კრედიტის ფორმით გასაცემად, მაგრამ ამ კაპიტალის კონცენტრაცია რამოდენიმე მსხვილ ბანკში აფერხებს ამ სახეობის კრედიტების გაცემის შესაძლებლობებს ბანკების დიდი უმრავლესობის მიერ.

საწესდებო კაპიტალის მიხედვით კომერციული ბანკების დიფერენციაცია ასახავს მათი უმეტესი ნაწილის არასაკმარის ფინანსურ მდგრადობას. გარდა ამისა, წერილსა და საშუალო ბანკებში საბანკო კაპიტალის გაფანტულობა არ იძლევა საინვესტიციო პოლიტიკის გატარებაში მათი აქტიურად მონაწილეობის შესაძლებლობას.

მცირე საწესდებო კაპიტალის მქონე ბანკები მეტწილად სავაჭრო საშუამავლო საქმიანობის დაკრედიტებას ეწევიან, უზრუნველყოფენ მეურნეობის მხოლოდ მიმდინარე მოთხოვნებს და არ მუშაობენ პერსპექტივაზე. ამ უთანაბრობის ნიველირება ზოგჯერ ხდება ქვეყნის სხვა რეგიონებში კომერციული ბანკების მიერ ფილიალების გახსნით, მაგრამ რიგ რეგიონებში საკუთარი საბანკო დაწესებულებების აშკარა უკმარისობისას მცირეა კომერციული ბანკების ფილიალები, ამის გამო ერთ რეგიონში ჭარბადაა საბანკო კაპიტალი, სხვანი კი მის უკმარისობას განიცდიან. ერთი მხრივ, ეს კაპიტალის თავისუფლად გადადინების საფუძველია, მეორე მხრივ კი, საბანკო კაპიტალის არსებული რეგიონული განაწილება უფლებას არ გვაძლევს ვიქონიოთ ახლო მომავალში კომერციული ბანკების საინვესტიციო კრედიტების ფართოდ გამოყენების იმედი.

ამგვარად, საბანკო კაპიტალის სიდიდე, ერთი მხრივ, გვაძლევს საინვესტიციო მიზნებით მისი ფართოდ გამოყენების იმედს, მეორე მხრივ კი, მისი არათანაბარი კონცენტრაცია და სიმეტრიული რეგიონული განაწილება უზარმაზარ სიძნელეებს ქმნის სამრეწველო რეგიონებში მისი საინვესტიციო კრედიტის სახით გამოყენების საქმეში.

საინვესტიციო კრედიტის, როგორც კაპიტალის ინვესტიციური განახლების ერთ-ერთ ძირითად წყაროს, განვითარებაში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს საწარმოს და ფირმის მიერ ინვესტიციური პროექტის მომზადებას, რომლის გარეშეც საერთოდ შეუძლებელია საინვესტიციო კრედიტის არსებობა. ინვესტიციური პროექტის გულდასმით დამუშავების აუცილებლობა იმითაა განპირობებული, რომ საინვესტიციო კრედიტს ბანკები საკმაოდ ხანგრძლივი დროით და ოდენობით გასცემენ ხოლმე, რაც ბანკებისათვის ყოველთვის დიდ რისკთანაა დაკავშირებული. არასტაბილური ეკონომიკისა და ინფლაციის პირობებში ეს რისკი კიდევ უფრო მატულობს, რის გამოც კონკრეტული საინვესტიციო პროექტის შერჩევის დროს ბანკმა ყველაფერი უნდა გაითვალისწინოს: ეფექტიანობის მაჩვენებლები (შემოსავლიანობის შიდა ნორმა, გამოსყიდვის ვადა, ფულადი დაფარვა). პროექტის მდგრადობის მაჩვენებლები, მის მონაწილეთა ფინანსური მდგომარეობა, დარგისა და რეგიონის ,,საინვესტიციო მიმზიდველობა", პროექტის რეალიზაციის დონე. წინასწარი ექსპერტიზის პროცესში აუცილებელია ამოსავალი მაჩვენებლების სარწმუნოების შემოწმება და საინვესტიციო პროექტის წინასწარი ფინანსური შეფასება. მხოლოდ ამის შემდეგ შეუძლია ბანკს მიიღოს გადაწყვეტილება ამა თუ იმ პროექტზე საინვესტიციო კრედიტის გაცემის შესახებ.

46.2. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის შემაფერხებელი გარემოებები

დღევანდელ პირობებში საინვესტიციო კრედიტის განვითარებას ხელს უშლის შემდეგი გარემოებები:

პირველი, წვრილი და საშუალო ბანკების დიდ ნაწილს არ შესწევს მსხვილი და საკმაოდ მიმზიდველი პროექტების დამოუკიდებლად ინვესტირება. მხოლოდ მსხვილ ბანკს შეუძლია წავიდეს გარკვეულ დანაკარგებზე;

მეორე, არსებობს დაკრედიტების ბუნებრივი საზღვარი, ესაა რესურსების ფასი, რომელსაც მნიშვნელოვანწილად განაპირობებს ინფლაციასთან ბრძოლის მკაცრი ღონისძიებები, რაც კრედიტის მაღალ ღირებულებას განაპირობებს;

მესამე, დღეს ძალიან დაბალია პირველადი საინვესტიციო მოთხოვნა, უპირველეს ყოვლისა, სამრეწველო საწარმოების მხრიდან, რომლებსაც სასხრების ჩადება არ უნდათ წარმოების განვითარებაში და ამჯობინებენ ინვესტირებას უცხოურ ვალუტაში, ან კიდევ მაღალი უკუგების მქონე სხვა მიმდინარე აქტივებში;

მეოთხე, საინვესტიციო კრედიტების გზაზე სერიოზულ ზღუდედაა ქცეული მათი შედარებით დაბალი ეფექტიანობა სახსრების მოკლევადიან დაბანდებათა მიმართ. გაანგარიშებები გვიჩვენებს, რომ საინვესტიციო მიზნებით საბანკო კრედიტის გამოყენებით დაინტერესება იმ საწარმოებს შეუძლიათ, რომლებიც, მაგალითად, მოგების 20 %-იანი ნორმით მუშაობენ ბანკთაშორისი კრედიტის არაუმეტეს 117 %-იანი განაკვეთისას, მაშინ, როდესაც საშუალო პროცენტი გაცილებით მაღალია. ასეთ პირობებში დანაზოგის ტრანსფორმირება ინვესტიციებად შეუძლებელია. 1994 წელს დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის სხვაობა მთლიანი შიდა პროდუქტის 20%-ს მიუახლოვდა,[1] ამიტომ მიმდინარე აქტივები უფრო რენტაბელურია, ვიდრე საწარმოთა ძირითად კაპიტალში გაწეული ინვესტიციები.

ამის მიუხედავად, ბოლო დროს გამოჩნდა კომერციული ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის გაძლიერების ზოგიერთი ნიშანი. რიგი მსხვილი ბანკებისა ახლა უკვე ახდენენ განვითარების სტრატეგიის გადასინჯვას და უფრო აქტიურად ერთვებიან საინვესტიციო პროცესში.

საინვესტიციო სახსრების კონცენტრაციის მიზნით შეიქმნა წმინდა საბანკო ჰოლდინგებისა და კონსორციუმების ჩამოყალიბების შესახებ დეკლარაციები. მრავალი ბანკი ქმნის საგანგებო საინვესტიციო კომიტეტებს, რომლებიც განაგებენ ბანკის საინვესტიციო პოლიტიკის ფორმირების, მისი რეალიზაციის მეთოდებისა და კრიტერიუმების განსაზღვრის საკითხებს. ბანკები მონაწილეობენ საინვესტიციო ფონდებისა და კომპანიების შექმნაში, ებმებიან სხვა ინვესტორების(უცხოელთა ჩათვლით) პერსპექტიული პროექტების დაფინანსებაში. ამასთან, აღნიშნულია, რომ საინვესტიციო კრედიტების ხვედრითი წონა კომერციული ბანკების საკრედიტო დაბანდებათა მთლიან მოცულობაში უკიდურესად დაბალია, მეტიც, ბოლო წლებში იგი შემცირების ტენდენციით ხასიათდება.

ბანკების საინვესტიციო აქტივობაზე მოქმედი ფაქტორები

კომერციული ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის გადიდება მრავალ გარემოებაზეა დამოკიდებული. პირველ ყოვლისა, მათზე მოქმედებს ქვეყნის საერთო-ეკონომიკური ვითარება. ინფლაცია და მისი საპროგნოზო შეფასებაში წინააღმდეგობრიობა ამცირებს გრძელვადიანი პროექტების დაფინანსების მიმზიდველობას და საკმაოდ აუფასურებს ბანკის მუშაობის ძირითადი მაჩვენებლების (რესურსების, მოგების, გაცემული კრედიტების ოდენობის) ზრდას.

გარდა ამისა, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის განვითარების ერთ-ერთი შემაფერხებელი პირობაა ამ პროცესების ქმედითი სტიმულების უქონლობა. საინვესტიციო პროექტისათვის კომერციული კრედიტის აღება ხელსაყრელი არაა საწარმოსათვის, უფრო შეღავათიანი პირობებით მისი გაცემა კი - ბანკისათვის. ამიტომ, აუცილებელია სახელმწიფო დონეზე მოხდეს იმ ღონისძიებათა გატარება,

[1] ქოქაური ლ. საქართველოს კომერციული ბანკების პორტფელური ინვესტიციების სტრუქტურა და მათი მართვის მეთოდები (თეორიის და მეთოდოლოგიის საკითხები), თბ., „სამთაური", 1997, გვ. 51.

გატარება, რომლებიც კეთილსასურველ პირობებს შეუქმნის წარმოებაში საბანკო ინვესტიციების ზრდას. ეს ღონისძიებები უნდა განხორციელდეს ორი ურთიერთდაკავშირებული მიმართულებით: ა) მეურნეობათა საინვესტიციო აქტიურობისა და საბანკო კრედიტის სტიმულირების საფინანსო-საკრედიტო ბერკეტებით და ბ) მთლიანად ქვეყანაში საინვესტიციო პროცესისათვის კეთილსასურველი გარემოს ფორმირებით.

ინფლაციის დაძლევა, ცხადია, შეუძლებელია მკაცრი მონეტარისტული და ფისკალური პოლიტიკის გარეშე. თუმცა, მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის ღონისძიებათა მონეტარისტული პაკეტით ინფლაციის პირდაპირი შებოჭვის მრავალჯერადი მცდელობა ასევე დარჩა განუხორციელებელი. ეითარებას ამძიმებს ის, რომ ყოველ ახალ ჩავარდანასთან ერთად იზრდება ინფლაციური მოლოდინის როლი.

დღევანდელ პირობებში მხოლოდ რესტრუქტურული ფულადი პოლიტიკით შეუძლებელია ინფლაციური პროცესების შეკავება. ინვესტიციების საბიუჯეტო ნაწილის შემცირებასაც თავისი საზღვრები აქვს.

გარდაუვალი საბიუჯეტო შეზღუდვებისას საინვესტიციო საქმიანობაში სახელმწიფოს პირდაპირი მხარდაჭერის ფორმად შეიძლება იქცეს ყველაზე პერსპექტიული საინვესტიციო პროექტების სრული ან ნაწილობრივი (კომერციულ ბანკებთან ერთად) სახელმწიფო დაკრედიტება. როცა სახელმწიფო გამოყოფს საინვესტიციო სახსრებს, ხოლო ბანკები ასრულებენ მსესხებელთათვის ბიუჯეტის ფულის „გადაცემის" როლს და მხოლოდ ცალკეულ შემთხვევებში მონაწილეობენ დაფინანსებაში საკუთარი სახსრებით, ეს ფორმა გულისხმობს სახელმწიფოს წამყვან როლს საინვესტიციო პროექტების დაკრედიტებაში.

რა უნდა გაკეთდეს მდგომარეობის გამოსასწორებლად?

საქართველოში უკვე დაისახა ინვესტიციების დაფინანსებისა და დაკრედიტების სპეციალური სახელმწიფო საკრედიტო ინსტიტუტების ჩამოყალიბება, მაგრამ ისინი რეალურად ჯერ კიდევ არ შექმნილა. ამ მიმართულებით ჩატარებულმა მცდელობამ მოსალოდნელი შედეგები ვერ გამოიღო. არადა, მრავალი ქვეყნის გამოცდილება ინვესტიციებით დასაქმებული სპეციალური საფინანსო და საკრედიტო ინსტიტუტების არსებობის მიზანშეწონილობას ადასტურებს. მაგალითად, იაპონიაში არის განვითარების სახელმწიფო ბანკი, რომელიც მრეწველობის დარგობრივი სტრუქტურის გაუმჯობესებისათვის იძლევა გრძელვადიან კრედიტებს. გარდა ამისა, შექმნილია გრძელვადიანი დაკრედიტების სპეციალური ბანკები — ტრასტ-ბანკები. საფრანგეთში გრძელვადიანი კრედიტების 50 %-ს სახელმწიფო საკრედიტო ინსტიტუტები იძლევიან. ანალოგიური მაგალითების მოყვანა მრავლად შეიძლება. ჩვენი აზრით, საჭიროა გადაწყდეს სპეციალური (ნაბეჭრად სახელმწიფო) საინვესტიციო ბანკების შექმნის საკითხი, რომელთა მთავარი ფუნქცია იქნება სელექციური სახელმწიფო პროექტებისა და პროგრამების დაფინანსება და დაკრედიტება. ეს არ გამორიცხავს არსებული კომერციული ბანკების მიერ გრძელვადიანი კრედიტების გაცემას სხვა მიზნებისათვის. სპეციალური სახელმწიფო (ნაბეჭრადსახელმწიფო) ბანკების რაოდენობა შეზღუდული უნდა იყოს, რეგიონში არაუმეტეს ერთისა. ამ ბანკების ფუნქციების შესრულება შეუძლიათ მუნიციპალურ და რეგიონულ ბანკებს, თუკი ისინი შექმნილია. როგორც ცნობილია, ამჟამად დაკარგულია კაპიტალურ დაბანდებათა დაფინანსებაზე ბიუჯეტის სახსრების გამოყენების კონტროლი, განსაკუთრებით მიზნობრივი დანიშნულების შეღავათიანი კრედიტებისა, რადგანაც ამ საქმეს სხვადასხვა კომერციული ბანკები ეწევიან დამატებითი ფუნქციის სახით და სახსრების მიზნობრივად გამოყენების ქმედით კონტროლს ისინი ვერ ახორციელებენ. სახელმწიფო საინვესტიციო ბანკების შექმნა შესაძლებელს გახდის პრაქტიკაში დაინერგოს საწარმოო კაპიტალური დაბანდებებისათვის ბიუჯეტის სახსრების გაცემის მექანიზმი დაბრუნებადობის საწყისებზე, ე.ი. შემოღებულ იქნეს პირდაპირი სახელმწიფო კრედიტის სისტემა. თუ პრივატიზებულ საწარმოს არ შესწევს გარკვეულ ვადაში სახელმწიფო ბიუჯეტიდან მიღებული სახსრების უკან დაბრუნების უნარი, მაშინ ალტერნატიულ ვარიანტად შეიძლება გამოყენებულ იქნეს საკუთრების შესაბამისი წილის მიღება სახელმწიფოს მიერ.

უნდა აღინიშნოს, რომ საწარმოო კაპიტალური დაბანდებების სახსრების ბიუჯეტიდან გამოყოფის გამოცდილება დიდი ხანია არსებობს ზოგიერთ ქვეყანაში (უნგრეთი, რუმინეთი).

ჩვენი აზრით, საჭიროა რიგ სამეცნიერო-კვლევით სამუშაოებზე (გარდა ფუნდამენტურისა) ბიუჯეტიდან სახსრების გაცემის საკითხის განხილვა (დაბრუნებადობის საწყისებზე). სამეცნიერო გამოკვლევების დაკრედიტების მცდელობა საქართველოში უკვე იყო 80-იან წლებში, მაგრამ მან განვითარება ვერ პპოვა როგორც დაკრედიტების მექანიზმის არასრულყოფილების, ისე საერთოდ. საბანკო კრედიტის საზღვრების სერიოზული დარღვევის გამო.

საწარმოთა დაკრედიტების, მათ შორის, სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების დაკრედიტების სახელმწიფო მხარდაჭერა შეიძლება განხორციელდეს გარკვეული სამუშაოების შესრულებაზე კონტრაქტების გაფორმებით. ამ შემთხვევაში კრედიტი გაიცემა კომერციული ბანკების სესხებთან შედარებით უფრო შეღავათიანი პირობებით, მაგრამ გარკვეულ მოთხოვნათა დაცვით. ეს შეიძლება იყოს პროდუქციის გასაცემი ფასების შემცირება, მისი ხარისხის ამაღლება და ა.შ.

საინტერესოა საბელმწიფო კორპორაციების კაპიტალურ დაბანდებათა დაფინანსების დიდ ბრიტანეთში გამოყენებული ახალი ფორმა, ე.წ. ,,სახელმწიფო დივიდენდური კაპიტალი" აქ თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ კრედიტის პროცენტი წინასწარ კი არ დგინდება, არამედ მიღებული მოგების სიდიდეზეა დამოკიდებული. კრედიტზე მოთხოვნილ პროცენტს დარგი რიცხავს იმ შემთხვევაში, თუ საამისოდ მას საკმარისი მოგება აქვს. თუ მოგება უმნიშვნელოა, მაშინ პროცენტის გადარიცხვა მომდევნო წელში გადააქვთ. საწარმოთა პრივატიზაცია და მათი აქციონირება ზრდის ნასესხებ კაპიტალზე მოთხოვნას, რამდენადაც სასესხო საშუალებათა მოზიდვა საწარმოს რესურსების ფორმირების უფრო ეკონომიური ხერხია ახალ აქციონერთა მოზიდვით დასაფუძნებელი ფონდის გაფართოებასთან შედარებით.

სალიზინგო ოპერაციების განვითარების აუცილებლობა

გრძელვადიანი სასესხო სახსრების ფორმები მრავალგვარია. საქართველოში პრაქტიკულად მხოლოდ ერთი მათგანი - გრძელვადიანი კრედიტია გამოყენებული და ისიც არასაკმარისი დონით. არ ვითარდება დაკრედიტების ლიზინგური ფორმა, რომელიც თავისი არსით, საინვესტიციო კრედიტის სახესხვაობას შეიძლება მივაკუთვნოთ.

ლიზინგი საწარმოთა ძირითადი კაპიტალის მოდერნიზაციის დაჩქარებისა და მატერიალური ბაზის განვითარების, საინვესტიციო სფეროს გააქტიურების ერთ-ერთი არატრადიციული მეთოდია, რომელიც ბოლო ათწლეულებში განსაკუთრებით ფართოდ გავრცელდა საზღვარგარეთ.[1]

დასავლეთ ევროპის ქვეყნებსა და აშშ-ში ლიზინგი მოწყობილობაში სახსრების ინვესტირების ყველაზე ეფექტიანი მეთოდია. დღეს საქართველოში არსებული არასრულყოფილი საგადასახადო კანონმდებლობა და ფინანსურ ბაზარზე არასტაბილურობა მნიშვნელოვნად აფერხებს ლიზინგის გავრცელებას.

ფართო გაგებით, ლიზინგი იმ ქონებრივ ურთიერთობათა კომპლექსია, რომელიც წარმოიშობა დროებით სარგებლობაში სალიზინგო ობიექტის გადაცემისას, მისი შეძენისა და არენდით გაცემის საფუძველზე. ლიზინგი, მისი ეკონომიკური შინაარსით, ძირითად კაპიტალში დაბანდებული სასაქონლო კრედიტია. რა ნიშნების გამო მიიჩნევენ ლიზინგს საინვესტიციო კრედიტის სახესხვაობად?

[1] ლიზინგი 50-იან წლებში გაჩნდა ამერიკაში, 10 წლის შემდეგ კი - დასავლეთ ევროპის ქვეყნებში. განვლილ პერიოდში იგი გადაიქცა ამ ქვეყნების ეკონომიკური სამეიანობის ერთ-ერთ უმსხვილეს სფეროდ. 10 წელზე ნაკლები ხნის მანძილზე მოწყობილობაში ლიზინგის მექანიზმით განხორციელებული ინვესტიციები მსოფლიოში 5-ჯერ გაიზარდა. მანქანა-დანადგარებზე გაწეული კაპიტალდაბანდებების საერთო მოცულობაში სალიზინგო ოპერაციებზე მოსული დანახარჯების ხვედრითი წონა აშშ-ში 30%-ს შეადგენს, ინგლისში, საფრანგეთში, ესპანეთსა და შვედეთში 13-17%-ს, იტალიასა და ჰოლანდიაში 12-14%-ს, ავსტრიაში, დანიასა და ნორვეგიაში 8-10%-ს. აღნიშნული ოპერაციების მოცულობით ლიდერია აშშ, მას მოსდევს იაპონია, სადაც ამგვარ ოპერაციათა საშუალო წლიური მატება 25-30%-ია.

უპირველეს ყოელისა, ლიზინგის მიმცემი მის მიმღებს ხელშეკრულებით დადგენილი ვადით და გარკვეული სახღაურის ფასად გადასცემს ძირითად კაპიტალს და ამით არსებითად ახდენს საკრედიტო გარიგებისათვის დამახასიათებელი პრინციპების (ვადიანობა, დაბრუნებადობა, ფასიანობა), რეალიზებას, მეორე, ლიზინგის მიმცემსა და მის მიმღებსაც საქმე აქვთ არა ფულად, არამედ საწარმოო კაპიტალთან, რაც მკვეთრად ამაღლებს ლიზინგის სპეციურნეო და საფინანსო მნიშვნელობას.

გარდა ამისა, სალიზინგო გადასახადები თავისი არსით სხვა არაფერია, თუ არა ქონების ფორმით არსებული კრედიტის გამოყენებისათვის დაწესებული გადასახადი. თუკი სალიზინგო გარიგებას კომპენსაციური ხასიათი აქვს, მაშინ გადახდა შეიძლება განხორციელდეს ან საარენდო მოწყობილობაზე წარმოებული პროდუქციით, ან ლიზინგის მიმცემისათვის შემხვედრი მომსახურების გაწევით. სალიზინგო ხელშეკრულების ვადის ამოწურვის შემდეგ მოწყობილობა ან უბრუნდება ლიზინგის მიმცემს, ან მას ნარჩენი ღირებულებით იძენს ლიზინგის მიმღები.

ამგვარად, ლიზინგი კი არ გამორიცხავს, არამედ ავსებს ფინანსური ინსტიტუტების ტრადიციულ ურთიერთობებს ტექნიკური გადაიარაღების, წარმოების რეკონსტრუქციისა და განვითარების დაფინანსების შესაძლებლობებით.

საქართველოში ლიზინგი არსებითად პირველ ნაბიჯებს დგამს. სალიზინგო ბიზნესის განვითარება ჩვენთან აწყდება მნიშვნელოვანი ფულადი სახსრების აკუმულირების პრობლემას. საზღვარგარეთ ლიზინგური კომპანიები თავიანთ ოპერაციებში, როგორც წესი, 60-80% ნასესხებ სახსრებს იყენებენ. გამოყენებულია ბანკების მიერ ე.წ. გარანტირებული კრედიტების გაცემის პრაქტიკაც, რომელთა მოქმედების ვადებიც ემთხვევა სალიზინგო გარიგებებისა და ჩვეულებრივი კრედიტების მოქმედებათა ვადებს. სალიზინგო ოპერაციებისათვის ჩვენი კომერციული ბანკების ნასესხები სახსრების გამოყენება ორ პრობლემას აწყდება: რეფინანსირების მაღალი განაკეთი და საბანკო რესურსების გაუფასურების რისკი.

საქართველოში ლიზინგის დამკვიდრების სიძნელეებს ზოგჯერ სპეციალური საკანონმდებლო აქტების უქონლობას უკავშირებენ. ასეთი მტკიცებების უსუსურობის საჩვენებლად შეიძლება მოვიყვანოთ აშშ- ის მაგალითი, სადაც ასევე არაა ლიზინგის შესახებ საგანგებო კანონები, მაგრამ ეს მას ხელს არ უშლის ტექნიკისა და მოწყობილობათა ბაზარზე პირველობაში: ინვესტიციების საერთო მოცულობაში 1988 წლის სალიზინგო ოპერაციების ხვედრითმა წონამ 20%-ს გადააჭარბა. საზღვარგარეთის ქვეყნებში სალიზინგო ბიზნესის წარმატებას ხელს უწყობს ხელსაყრელი საგადასახადო რეჟიმი, სალიზინგო გარიგებათა იურიდიული უზრუნველყოფა და რეგულირება სამოქალაქო და საეჯრო სამართლის შესაბამისი დებულებით.

ლიზინგის, როგორც სამეწარმეო საქმიანობის ოფიციალურად აღიარების პირველი ნაბიჯი იყო 1994 წლის საქართველოს პრეზიდენტის ბრძანებულება „საინვესტიციო საქმიანობაში ფინანსური ლიზინგის გამოყენების შესახებ“, მაგრამ, უნდა ვაღიაროთ, რომ ლიზინგის სამართლებრივი საფუძველი საქართველოში ჯერაც სუსტია. დღეს საჭიროა მეორე ნაბიჯის გადადგმაც საგადასახადო და საბაჟო შეღავათების სამართლებრივად განმტკიცება და სალიზინგო ოპერაციების რეალური სახელმწიფოებრივი მხარდაჭერა. ჩვენი აზრით, ეფექტიანი იქნებოდა ცალკეული დებულებებით იმ სალიზინგო კომპანიებისთვის შეღავათების დამკვიდრება, რომლებიც კონვერსიული პროგრამებისა და სამშენებლო ინდუსტრიისათვის საჭირო თანამედროვე ტექნოლოგიებისა და მოწყობილობების გრძელვადიან არენდაში მონაწილეობენ. სასურველია ეს შეღავათები 5 და მეტწლიანი იყოს.

კიდევ ერთხელ ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს შექმნის აუცილებლობის შესახებ

ცხადია, საინვესტიციო საქმიანობის სტიმულირების ზემოაღნიშნული ღონისძიებების დიდი მნიშვნელობის მიუხედავად, ამ ამოცანის კარდინალურად გადაჭრა შეუძლებელია კეთილსასურველი საინვესტიციო გარემოს შექმნის გარეშე. ეს კი, თავის მხრივ, მთელი რიგი ინსტიტუციური, სამართლებრივი

და მაკროეკონომიკური პრობლემების გადაჭრასთანაა დაკავშირებული. აქვე გვინდა აღვნიშნოთ კიდევ ერთი გარემოება: რეალური სექტორის საინვესტიციო დაკრედიტების სფეროში ბანკების საქმიანობის გააქტიურებისათვის აუცილებელია შესაბამისი სამართლებრივი ბაზის გაუმჯობესება. თუ ადრე სამართლებრივ მუშაობაში მთავარი ყურადღება ფინანსების რეგულირებას ეთმობოდა, ახლა საჭიროა მისი გადატანა საინვესტიციო საქმიანობისა და პროცესების რეგულირებაზე. დადგა დრო ვისაუბროთ ინვესტიციების სტიმულირებისა და საქართველოს ეკონომიკაში მათი განხორციელების მექანიზმის სამართლებრივად განსაზღვრასა და დამკვიდრებაზე, რაც მოიცავს:

— ინვესტიციების სახეობებს და მათი სამართლებრივი რეგულირების სფეროებს;
— ინვესტორის მიერ საკუთრების უფლებისა და სხვა ქონებრივი უფლებების შეძენის წესს;
— საინვესტიციო საქმიანობის სახელმწიფოებრივი რეგულირების წესს (ცენტრალიზებული საინვესტიციო რესურსებისა და სახელმწიფო შეკვეთების განთავსების პრინციპები; პრიორიტეტული დარგებისა და საწარმოების სახელმწიფო მხარდაჭერის მექანიზმი).
— შეღავათების, გარანტიებისა და ინვესტიციების დაზღვევის წესსა და პირობებს.

რა მოუვება ბანკების კონკურენციას?

სახელმწიფო ბიუჯეტის ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით მიზანშეწონილია გავითვალისწინოთ ის, რომ ცენტრალიზებული ინვესტიციების ხარჯზე საწარმოთა სახელმწიფო მხარდაჭერა, როგორც წესი, დაკრედიტების პირობით ხდება, ე.ი. დაბრუნებადი და ფასიანია.

ასევე კანონმდებლობით უნდა განისაზღვროს იმ პრიორიტეტული დარგებისა და საწარმოების ჩამონათვალის შემუშავების წესი, რომლებშიც ინვესტირების წახალისებას სახელმწიფო ახდენს.

შეღავათებად შეიძლება განვიხილოთ:

ა) სახელმწიფო საინვესტიციო პროგრამების დაკრედიტებაში მონაწილე კომერციული ბანკების განთავისუფლება ამ ინვესტიციით მიღებულ მოგებაზე გადასახადისაგან, კრედიტის ვადის მიუხედავად;

ბ) ბანკებისათვის სავალდებულო რეზერვების ფონდის ფორმირების წესის შეცვლა და ამ ფონდში ჩასარიცხი თანხიდან მათთვის იმ სახსრების გარკვეული პროპორციით ამოღების უფლების მინიჭება, რომლებიც პრიორიტეტული ეროვნული საინვესტიციო პროგრამების დაკრედიტებაზე წარიმართება;

გ) მოსახლეობისაგან მოზიდული სახსრებისა და კომერციული ბანკის კაპიტალის თანაფარდობის ნორმატივების დიფერენცირება, გადიდებული ნორმატივების დაწესება პრიორიტეტული ეროვნული საინვესტიციო პროგრამების დაფინანსებაში მონაწილე ბანკებისათვის.

საინვესტიციო დაკრედიტებაში ბანკების გააქტიურების აუცილებელი პირობაა კომერციულ რისკებზე გარანტიების მექანიზმის შემუშავება. უნდა განისაზღვროს საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტების უფლებათა გარანტიები.

ამასთან, საბანკო კაპიტალის კონცენტრაციის პროცესს სახელმწიფომ უნდა შეუქმნას ხელშემწყობი პირობები.

ამჟამად, საბაზრო ეკონომიკისთვის დამახასიათებელია ოლიგოპოლიური ტიპის კონკურენციაზე გადასვლა და ამ ასპექტით საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფების ფორმირება, როგორც საბანკო კაპიტალის კონცენტრაციის გამოხატულება, მსოფლიო ეკონომიკურ რეალიებს შეესაბამება, მაგრამ აქ იბადება კითხვა: მრეწველობაში გრძელვადიანი ინვესტიციების განხორციელებაზე გადასვლა შეუძლიათ თუ არა იმ ბანკებს, რომლებიც აქამდე აშკარად ამჯობინებდნენ ვაჭრობისა და სამუამავლო ოპერაციების დაკრედიტებას?

ამ მხრივ გარკვეული ძერები, ვფიქრობთ, შეიმჩნევა. კომერციულ ბანკებს შორის კონკურენციის გამწვავება, წმინდა სპეკულაციური შესაძლებლობების შეკვეცა, საკრედიტო ბაზარზე არსებული საპროცენტო განაკვეთების შემცირება და ან საბაზრო რყევა, რაც პერიოდულად საბანკო კრიზისებში იჩენს ხოლმე თავს, აიძულებს ყველაზე შორსმჭვრეტელ ბანკირებს იფიქრონ საიმედო ინვესტიციებზე, თაეიანთი

კაპიტალის მრეწველობაში გადატანაზე. ახალი ტალღის მოლოდინში რიგი ბანკებისა ქმნის სოლიდურ საინფორმაციო-ანალიტიკურ ქვედანაყოფებს, სტრატეგიული დაგეგმვის სამმართველოებს და ა.შ.

ფართოედება ბანკებსა და მრეწველობას შორის მჭიდრო ურთიერთობათა დამყარების „ქვემოდან" დაწყებული პროცესი, თანაც, როგორც წესი, სწორედ ბანკების ინიციატივით და მათი აქტიური მონაწილეობით. დღეს უკვე შეიძლება ვისაუბროთ საბანკო და სამრეწველო კაპიტალების არაფორმალურად შეზრდის მრავალფეროვან ვარიანტებზე. მაგრამ ამგვარი, ახლა უკვე მრავალრიცხოვანი პრეცედენტების ფორმალურად კონსტიტუირება ფერხდება, რიგ შემთხვევებში კი მათი ბლოკირება ხდება საკანონმდებლო ბაზის ნაკლოვანებების გამო, რომელიც სერიოზულ გადამუშავებას საჭიროებს.

აუცილებელია შეიქმნას ფასიანი ქაღალდების განთავსების ხელსაყრელი პირობები, რაც ხახსრების მობილიზებას და რისკების შემცირებას გახდის შესაძლებელს. მნიშვნელოვნად მიგვაჩნია სახელმწიფოს მიერ უფლებამოსილებათა დელეგირება გადახდისუუნარო საწარმოების ფინანსური გაჯანსაღებისა და სანაციის დარგში.

საბანკო კაპიტალის განვითარების აფერხებს მრეწველობის პრივატიზაციის თავისებურებები, რომლის ზედმეტად „დამკერელურმა ტემპებმა" გამოიწვიეს მსხვილი და საშუალო საწარმოების აქციონირებაში ფორმალური მიდგომა, იმაზე უფრო მძიმე ეკონომიკურ პირობებში ჩააყენეს ისინი, ვიდე ეს განსახელმწიფოებრივებამდე იყო.

კომერციული ბანკები მრეწველობის უდაოდ მძლავრი პოტენციური ინვესტორებია. ამ სახით მათი ამოქმედებისათვის აუცილებლად მიგვაჩნია საწარმოთა აქტივების პრივატიზებაში ბანკების მონაწილეობის გზაზე შექმნილი ზღუდეების მოხსნა, კრედიტების დაუბრუნებლობის გამო ბანკის დანაკარგების ანაზღაურების მექანიზმის ფორმირება. ამის გაკეთება შესაძლებელია საწინდრის (გირაოს) რეალიზაციის ან გაკოტრებული საწარმოების ქონების გაყიდვის ხარჯზე.

46.3. კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების ღონისძიებები

კომერციული ბანკების საქმიანობის ორიენტაციის შესაცვლელად, უპირატესად მიმდინარე ხასიათის ოპერაციებიდან მდგრადი რესურსების ფორმირებასა და გრძელვადიანი დაბანდებებისკენ (კაპიტალის ინვესტირებისკენ) მიდრეკილების გაძლიერებისათვის, აუცილებელია ამ ბანკებზე ზემოქმედების შემდეგ ღონისძიებათა განხორციელება:

პირველი, ბანკების ლიკვიდურობის ამაღლება და ვადიანი დეპოზიტების ფორმირების სტიმულირება, რისთვისაც საჭიროა სავალდებულო რეზერვების დიფერენცირებული ნორმის შემოღება დეპოზიტების შემადგენლობაზე დამოკიდებულებით (ვადიანი დეპოზიტებისათვის მან არ უნდა გადააჭარბოს 3,5%-ს, მოთხოვნამდე შეტანილი დეპოზიტებისათვის - 15-20%-ს);

მეორე, ბანკების საწესდებო ფონდის მინიმალური ზომის პერიოდულად კორექტირების რეჟიმის გამოყენება ინფლაციის დონეზე დამოკიდებულებით;

მესამე, საკუთარი კაპიტალის ფორმირების არსებული წესის შეცვლა ქონებრივი პაის ხარჯზე. ამასთან დაკავშირებით, მიზანშეწონილად გვესახება ბანკების საკუთარი სახსრების ქონებრივ წილზე შეზღუდვების დაწესება იმ მინიმუმის 10-15%-ის ოდენობით, რომელიც ბანკის რეგისტრაციისთვისაა საჭირო. საბანკო კაპიტალის მოზიდვას ბანკების აქციების ემისიაც მისცემდა სტიმულს, როცა ისინი უპირატესად ფიზიკურ პირებს შორის განთავსდებოდა ნაღდი ფულის სანაცვლოდ. ეს ორმაგ ეფექტს მოიტანდა: ბანკები მიიღებდნენ ყველაზე ლიკვიდური ფორმით გამოხატულ სახსრებს და შემცირდებოდა

ინფლაციური ზეწოლა სამომხმარებლო ბაზარზე;

მეოთხე, გრძელვადიანი საბანკო რესურსების ფორმირებისათვის ქვეყნის შსხვილ ბანკებში გახსნილ სპეციალურ საინვესტიციო ანგარიშებზე მოთავსებული საინვესტიციო სახსრების სპეციალური რეზერვირების ორგანიზაცია, ამ ანგარიშებზე საწარმოთა მოგებიდან აღებული სახსრების და საამორტიზაციო ანარიცხების ჩარიცხვა. ეს საშუალებას მოგვცემს ისე დაეაგროვოთ მასშტაბური ინვესტიციების განხორციელებისათვის საჭირო მოცულობის მქონე რესურსები, რომ არ გაუზარდოთ დაბეგვრა. ამ ანგარიშებზე არსებული სახსრები საინვესტიციო მიზნებით უნდა იხარჯებოდეს პრიორიტეტულ საინვესტიციო პროექტებზე;

მეხუთე, გრძელვადიანი კრედიტების გაფართოების პირობების შექმნასთან ერთად ბანკების შეზღუდვების მოხსნა სამრეწველო საწარმოების აქციების შეძენაზე და სამრეწველო საწარმოების აქციებში კაპიტალიზებული (ბანკების მიერ ინვესტირებული) მოგების დაბეგვრისაგან განთავისუფლება.

ზემოთ აღნიშნული ღონისძიებების გატარებით საქართველოს ბანკები მომავალში საინვესტიციო პროდუქტების უფრო ვრცელ ჩამონათვალს შესთავაზებენ კლიენტებს. მათი უმრავლესობა კარგად შეითავსებს ისეთ კლასიკურ საინვესტიციო საბანკო მომსახურებას, როგორიცაა: ბიზნესის შედარება; საფინანსო და საინვესტიციო კონსალტინგი; რესურსების მოზიდვა საინვესტიციო პროექტებისათვის; ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და განთავსების ორგანიზაცია; პოლდინგების ფორმირება და ა.შ. მათ უნარი აქვთ გადაწყვიტონ ისეთი რთული ამოცანები, რომლებსაც სასიცოცხლო მნიშვნელობა აქვთ საქართველოს რეალური სექტორისათვის. ესენია; დეფალიანების რესტრუქტურიზაცია; საწარმოს შრომითი კოლექტივის სოციალური დაცვის პროგრამების მომზადება და რეალიზაცია არასახელმწიფო საპენსიო ფონდების, სადაზღვევო კომპანიების და საკრედიტო კავშირების მეშვეობით, საქართველოს ბაზრებისათვის ახალი სახეობის წარმოებული ფასიანი ქაღალდების (კონვერტაბელური ობლიგაციების, საგირავნო და სასაწყობო მოწმობების, ვარანტების და სხვა) გამოშვებისა და მიმოქცევის ორგანიზაცია და ა.შ.

საბანკო სფეროს, როგორც ინვესტირების პოტენციური წყაროს, ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ინფლაციის პირობებში საბანკო კაპიტალის ძირითადი მასა ნაკლებად ხვდება რეალურ სექტორში და ფინანსური ბაზრის სფეროში იყრის თავს, მაგრამ კეთილსასურველი ინვესტიციური გარემოს პირობებში მას შეუძლია „ლოკომოტივად" იქცეს საინვესტიციო საქმიანობის გამოცოცხლების თვალსაზრისით.

✓ ინვესტიციის ბაზრის განვითარებისათვის აუცილებელია შესაბამისი ინფრასტრუქტურის განვითარება. ინვესტირების ინფრასტრუქტურას შემდეგ ინსტიტუტებს მიაკუთვნებენ: საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო კონსულტაციები, საინვესტიციო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და საფინანსო კომპანიები, საბროკეროები; სადაზღვევო და საპენსიო ფონდები.

✓ ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმი იმგვარად მოქმედებს, რომ, ერთი მხრივ, არსებობენ იურიდიული პირები, რომლებსაც კაპიტალი სჭირდებათ, - ესაა სახელმწიფო, ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოები (ადმინისტრაციები, მუნიციპალიტეტები, პრეფექტურები), საწარმოები. მეორე მხრივ, მოქალაქეებსა და იურიდიულ პირებს უჩნდებათ თავისუფალი სახსრები, რომელთა შენარჩუნება და გამრავლებაც მათ სურთ. საბაზრო ინვესტიციების მექანიზმის მეშვეობით ხდება კაპიტალის ბუნებრივად გადადინება თავისუფალი სახსრების მფლობელი პირებიდან იმ ორგანიზაციებისკენ, რომლებიც პროფესიულ საინვესტიციო საქმიანობას ახორციელებენ ბანკების, ბირჟების, საინვესტიციო კომპანიებისა და ნაირგვარი ფონდების შუამავლობით.

✓ ბანკებს განსაკუთრებული როლი ენიჭება ფინანსური ბაზრის ინფრასტრუქტურის ფორმირებაში, ფინანსური შუამავლობისა და ეკონომიკაში რესურსების განაწილების მთელი სისტემის ეფექტიანობის ამაღლებაში.

ბოლო ათწლეულებში საინვესტიციო ბანკებმა მნიშვნელოვანი ევოლუცია განიცადეს. ბანკების რაოდენობა მკვეთრად გაიზარდა, გაჩნდა ახალი ინსტრუმენტები, შეიცვალა კაპიტალის ბაზარზე არსებული პირობები. თუ ადრე საინვესტიციო ბანკირების დევიზი იყო „ტვინი ჩვენი, ფული თქვენი“ და ბანკების ფუნქციები ძირითადად საბროკერო და საკონსულტაციო მომსახურებით შემოიფარგლებოდა, თანამედროვე ბაზრის პირობებში დევიზია „ფული ჩვენი, ტვინი (და კომპიუტერები) კი ყველას აქვს“. მძაფრი კონკურენცია აიძულებს ბანკებს შეიმუშაონ და ბაზარს შესთავაზონ უფრო დახვეწილი ინსტრუმენტები და მომსახურება (წარმოებული ფასიანი ქაღალდები, სეკიურიტიზაცია, საინვესტიციო პროექტების დაკრედიტება და ა.შ.).

✓ დასავლეთის ქვეყნების საინვესტიციო ბანკების განვითარებაში გამოვლენილი უამრავი ტენდენციიდან სადღეისოდ შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი: 1) ინოვაციური ორიენტაცია - ახალი ინსტუმენტების ძიებისკენ სწრაფვა; 2) უნივერსალიზაცია - საინვესტიციო და კომერციული ბანკების ფუნქციების გაერთიანებისკენ და რაც შეიძლება მეტი სახეობის მომსახურების გაწევისკენ სწრაფვა; 3) სპეციალიზაცია - როცა მცირე ბანკები ვიწროდ სპეციალდებიან ერთ ინსტრუმენტზე ან ბაზრის სეგმენტზე; 4) გლობალიზაცია - საერთაშორისო საინვესტიციო (ან უნივერსალური) ბანკების გაჩენა, რომლებიც მსოფლიოს ყველა ბაზარზე მუშაობენ; 5) კლიენტისთვის ბრძოლა - ძლიერი საკონკურენციო ბრძოლა აუდიტორულ, საკონსულტაციო და სხვა კომპანიებს შორის, რომლებიც ანალოგიურ მომსახურებას ეწევიან (ფინანსური ანალიზი, კონსალტინგი, შერწყმისა ლა შეერთების პროგრამების დამუშავება და ა.შ.).

✓ ეკონომიკის საბანკო და რეალურ სექტორებს შორის ურთიერთობას დღეს საქართველოში ოპტიმალურს ნამდვილად ვერ ვუწოდებთ. რეალურ ინვესტიციებში ბანკების მონაწილეობა ძალიან შეზღუდულია. ობიექტური მიზეზების გამო საკრედიტო დაწესებულებებს არ შეუძლიათ სათანადო მოცულობით ჩაერთონ საინვესტიციო დაფინანსებაში. ეს, უპირველეს ყოვლისა, იმიტომ, რომ მათ არასაკმაო ფინანსური რესურსების გამო შესაძლებლობა არა აქვთ, მსხვილი თანხები გასცენ გრძელვადიანი დაკრედიტებისათვის; მეორე, კრედიტზე დაწესებული მაღალი საპროცენტო განაკვეთების გადახდა ძალზე ავიწროებს მსესხებელთა წრეს. სავაჭრო (როგორც შიდა, ისე საქსპორტო-საიმპორტო) ოპერაციების დაკრედიტებას მოგების გაცილებით დიდი ნორმა მოაქვს ბანკებისათვის, ვიდრე სხვა ინვესტიციებს. არამდგრადი ეკონომიკური ვითარება საკრედიტო დაწესებულებებისათვის სარისკო

საქმედ აქცევს საკუთარი რესურსების ხარჯზე საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებას.

✓ საინვესტიციო პროცესში კომერციული ბანკების მონაწილეობის გააქტიურების აუცილებლობა თვით საბანკო სისტემის განვითარების ამოცანებიდან გამომდინარეობს. ერთი მხრივ, კომერციული ბანკები დაინტერესებული არიან სტაბილური ეკონომიკური გარემოთი, რაც მათი საქმიანობის აუცილებელი პირობაა, მეორე მხრივ, სტაბილური ეკონომიკური გარემო, როგორც საინვესტიციო აქტიურობის ზრდის გარანტი, დიდადაა დამოკიდებული საბანკო სისტემის მდგრადობისა და ელასტიკურობის დონეზე, მის ეფექტიანად ფუნქციონირებაზე. ამასთან, რადგან ცალკეული ბანკის როგორც კომერციული წარმონაქმნის, ინტერესები მაქსიმალური მოგების მიღებაზეა ორიენტირებული (რისკის დასაშვები დონის პირობებში), ამიტომ ეკონომიკის ინვესტირებაში ბანკების მონაწილეობა მხოლოდ ხელსაყრელი გარემოს არსებობისას ხორციელდება.

✓ ბანკის საკუთრივ საინვესტიციო საქმიანობა (ეკონომიკური სუბიექტის პოზიციებიდან) შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც რეალური აქტივების შექმნასა ან შეძენაში და ფინანსური აქტივების ყიდვაში მისი რესურსების რაიმე ვადით დაბანდებასთან დაკავშირებული საქმიანობა. ამავე დროს, ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა იმ სხვა ასპექტითაც შეგვიძლია განვიხილოთ, რომელიც მათი, როგორც ფინანსური შუამავლების, მაკროეკონომიკური როლის განხორციელებას უკავშირდება.

✓ ინვესტიციების მართვის თანამედროვე პრაქტიკისთვის ყველაზე მიზანშეწონილად მიგვაჩნია იმ ინდიკატური მაჩვენებლების სისტემის შემუშავება, რომლებიც ერთიანი მეთოდოლოგიური მიდგომით იქნება აგებული „გამჭოლი" პრინციპის საფუძველზე და რომლებსაც ექნება აგრეგირების უნარი. ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ინდიკატორებად შეგვიძლია გამოვყოთ: 1) კომერციული ბანკების საინვესტიციო რესურსების მოცულობა; 2) საბანკო ინვესტიციების მოცულობა; 3) საინვესტიციო დაბანდებათა ხვედრითი წონა ბანკის ჯამურ აქტივებში; 4) საბანკო ინვესტიციების სტრუქტურული მაჩვენებლები მათი გამომყენებელი ობიექტების მიხედვით; 5) ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ეფექტიანობის მაჩვენებლები, კერძოდ, აქტივების მატება ინვესტიციების მოცულობაზე გაანგარიშებით, მოგების მატება ინვესტიციების მოცულობაზე გაანგარიშებით; 6) საწარმოო სექტორში ინვესტირების ალტერნატიული შემოსავლიანობის მაჩვენებლები შემოსავლიან ფინანსურ აქტივებში კაპიტალის დაბანდებასთან შედარებით; 7) საინვესტიციო რესურსების რეალური ღირებულების ინდექსი; 7) კომერციული ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსი.

✓ იმ განმაზოგადებელ მაჩვენებლად, რომელიც კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის მდგომარეობას და განვითარების პერსპექტივებს ახასიათებს, გამოიყენება ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსი. ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის ძირითადი მახასიათებლებია:

ინდექსის ნუსხა ან იმ ბანკების ერთობლიობა, რომელთა მიხედვითაც ხდება გაანგარიშებები. ის უმნიშვნელოვანესი მოთხოვნები, რომლებსაც ინდექსის ნუსხა უნდა პასუხობდეს, არის ბანკების საიმედოობა და საკმარისი რეპრეზენტატულობა. ინდექსის ნუსხა სხვადასხვაგვარი შეიძლება იყოს (ანალიზის მიზნებზე დამოკიდებულებით). მაკროეკონომიკური სიტუაციისა და საინვესტიციო გარემოს ანალიზისას მასში შესაძლოა შედიოდეს მაღალი (ფინანსური სიმტკიცისა და საიმედოობის დამადასტურებელი) რეიტინგის მქონე 30-50 ბანკი. რეპრეზენტატულობას ამ შემთხვევაში უზრუნველყოფს ბანკის აქტივების მაღალი ხვედრითი წონა — საბანკო სისტემის აქტივების ჯამურ მოცულობაში, რის გამოც მოცემული ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა რყევები ასახავს საბანკო ინვესტიციათა საერთო რყევებს. ბანკების საინვესტიციო საქმიანობის ანალიზისა და მისი განვითარების ტენდენციების პროგნოზირების მიზნებს უფრო შეესაბამება ინდექსის გაფართოებული ნუსხა, რომელმაც შეიძლება მოიცვას კაპიტალის სიდიდის მიხედვით სხვადასხვა ჯგუფის ფინანსურად მტკიცე ბანკები. ამ დროს რეპრეზენტატულობის კრიტერიუმად გვეველინება ინდექსის ნუსხაში შესატანად შერჩეული ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა ცვლილების მჭიდრო კორელაცია ამავე ჯგუფის, მაგრამ ნუსხაში არმოხვედრილი, ბანკების ინვესტიციების მოცულობათა მოძრაობასთან; მას ემატება ინდექსის ნუსხაში

შესული ბანკების ინვესტიციათა მოცულობების ცვლილებებს შორის მინიმალური კორელაცია.

✓ ბანკის საინვესტიციო პოლიტიკად იგულისხმება იმ ღონისძიებათა ერთობლიობა, რომლებიც მიმართულია ინვესტიციების პორტფელის მართვის სტრატეგიის შემუშავებისა და რეალიზაციისაკენ, პირდაპირი და საპორტფელო ინვესტიციების ოპტიმალური შეხამების მიღწევაზე ნორმალური საქმიანობის უზრუნველყოფის მიზნით, ოპერაციების მომგებიანობის გაზრდაზე, მათი რისკის დასაშვები დონისა და ინვესტიციური აქტივების ლიკვიდურობის შენარჩუნებაზე. საინვესტიციო პოლიტიკის უმნიშვნელოვანესი ელემენტია ბანკის აქტივების პორტფელის მართვის სტრატეგიისა და ტაქტიკის შემუშავება, რომელიც მის სხვა ელემენტებთან ერთად ინვესტიციების პორტფელსაც მოიცავს.

✓ ბანკების საინვესტიციო ოპერაციები ძირითადად გამოიხატება მისი ფულადი და სხვა რეზერვების დაბანდებით (ინვესტირებით) ფასიან ქაღალდებში, უძრავ ქონებაში, საწარმოთა საწესდებო ფონდებში, ძვირფასი ლითონების კოლექციაში და დაბანდების სხვა ობიექტებში, რომელთა საბაზრო ღირებულება შეიძლება გაიზარდოს და ბანკს მოუტანოს შემოსავალი პროცენტის, დივიდენდის, ხელახალი გაყიდვიდან მოგების და პირდაპირი ან არაპირდაპირი შემოსავლის ფორმებით.

✓ კომერციული ბანკების ინვესტიციები განსხვავდება საკრედიტო სესხისაგან რიგი გარემოებების გამო:

1. საკრედიტო სესხები ითვალისწინებს სახსრების გამოყენებას შედარებით ხანმოკლე პერიოდით, მათი დადგენილ ვადაში დაბრუნების, სასესხო პროცენტის გადახდის პირობით. ინვესტიციები ითვალისწინებს სახსრების მოდინებას შედარებით ხანგრძლივი დროისათვის;

2. საბანკო დაკრედიტებისას სასესხო გარიგების მოთავე მსესხებელია, ინვესტირებისას კი ინიციატივა კომერციულ ბანკს ეკუთვნის, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ცდილობს შეიძინოს აქტივები.

3. საკრედიტო გარიგებებში ბანკი ერთ-ერთი მთავარი კრედიტორია და ამავე დროს საწარმოებისა და დაწესებულებებისათვის ფასიან ქაღალდებში სახსრების ინვესტორიც;

4. საბანკო დაკრედიტება პირდაპირ არის დაკავშირებული ბანკის მსესხებელთან პირადი ურთიერთობით, ინვესტირებას კი კომერციული ბანკების, დაწესებულებებისა და მრავალი საწარმოს ფასიანი ქაღალდების საშუალებით გაუპიროვნებელი ხასიათი ეძლევა.

✓ ბანკის აქტივების (პასივების) მართვასთან დაკავშირებული ნებისმიერი გადაწყვეტილება გულისხმობს თანაფარდობის დადგენას საბანკო პორტფელის ორ ძირითად მახასიათებელს - რისკიანობასა და შემოსავლიანობას შორის. ინვესტიციებთან დაკავშირებული ყოველი გადაწყვეტილება იმავდროულად მოითხოვს გადაწყვეტილების მიღებას ფინანსური ინვესტიციების თაობაზე. ამასთან, ინვესტიციების მოცემული სახეობის თანმხლები რისკი დამოკიდებულია არა მარტო იმ აქტივების სახეობაზე, რომლებშიც დაბანდება ხორციელდება, არამედ ინვესტიციების დაფინანსების წყაროებზეც.

მართვის თანამედროვე სტრატეგიები მოიცავს როგორც აქტივების პორტფელის, ისე მოზიდული სახსრების პორტფელის ფორმირების კონტროლსაც. საერთაშორისო პრაქტიკაში საბანკო დაწესებულებათა საინვესტიციო პოლიტიკის წამყვანი ელემენტია აქტივების სტრუქტურის გამოკვლევა, რომლის მიზანია არსებულ წყაროებთან შესაბამისობაში მათი მოყვანა და ლიკვიდურობის აუცილებელი დონის უზრუნველყოფა.

✓ ბანკების ინვესტიციების კლასიფიცირება მრავალი ნიშნით შეიძლება. ფორმის თვალსაზრისით შეიძლება გამოვყოთ: ფინანსური ინვესტიციები; საწარმოო ინვესტიციები; სხვა რეალურ აქტივებში არსებული ინვესტიციები.

✓ ბანკების საინვესტიციო საქმიანობას დასავლეთში ძირითადად განიხილავენ ორი მიმართულებით: საინვესტიციო კრედიტის გაცემითა (საპროექტო დაფინანსება) და ფასიანი ქაღალდების შეძენით.

განვითარებულ ქვეყნებში ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს ძირითადად საინვესტიციო ბანკები ასრულებს. საინვესტიციო ბანკი მობილიზებას უკეთებს გრძელვადიან სასესხო კაპიტალს და ობლიგაციების ან სხვა სასესხო საშუალებების გამოშვებისა და განთავსების მეშვეობით

სთავაზობს მას მსესხებელს. იგი როგორც წესი, ჯერ ერთი, სამრეწველო კორპორაციისაგან შეისყიდის ფასიანი ქაღალდების მთელ გამოშვებას, ან მის ნაწილს, ხოლო შემდეგ თავისი სახელითა და მის მიერვე დაწესებული ფასით გამოაქვს იგი კერძო ინვესტორებზე გასაყიდად. მეორე, საინვესტიციო ბანკს შეუძლია გამოვიდეს შუამავლად, კორპორაციის ფასიანი ქაღალდები დანიშნული ფასით განათავსოს და მიიღოს გარკვეული საკომისიო პროცენტი. მის ფუნქციებში შედის: მსესხებელთა ფინანსური მოთხოვნის ხასიათისა და მოცულობის დადგენა; სესხის პირობების შეთანხმება; ფასიანი ქაღალდების სახეობის შერჩევა, და მათი გამოშვების ვადების განსაზღვრა ბაზრის მდგომარეობის გათვალისწინებით; მათი ემისია და ინვესტორებს შორის განთავსება; საგარანტიო საბანკო სინდიკატების ორგანიზება; მეორადი ბაზრის უზრუნველყოფა ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებისათვის და ა.შ.

✓ XX საუკუნის ბოლო ათწლეულისათვის დამახასიათებელია საბანკო ოპერაციების უნივერსალიზაციის გამოკვეთილი ტენდენცია. საკრედიტო ინსტიტუტებს შორის კონკურენციის გაძლიერება და მძლავრი ფინანსური ბაზრის განვითარების პირობებში პრინციპულად ახალ შესაძლებლობათა გაჩენა თავიანთი ოპერაციების შემოსავლიანობის გადიდების სხვა ხერხების ძიებისკენ უბიძგებს მრავალ ბანკს. პრობლემის გადაწყვეტის ერთ-ერთ გზად იქცა ბანკების მიერ განხორციელებული ოპერაციების რაოდენობის მკვეთრად გადიდება, საინვესტიციო საქმიანობის ფორმების განვითარება. უნივერსალიზაციის ტენდენციის ფარგლებში სწრაფად განვითარდა კომერციული ბანკებისთვის ადრე არატიპური მომსახურების სხვადასხვა სახეები: სახელდობრ, საინვესტიციო პროექტების დაფინანსება, ლიზინგი, კლიენტების ინვესტიციების პორტფელის მართვა, საკონსულტაციო მომსახურება და ა.შ. ამ მომსახურებათა განვითარება ხდება როგორც საბანკო კანონმდებლობის ლიბერალიზაციის შედეგად, ისე ბანკების მიერ არსებული კანონების შემოვლის გზით.

✓ ამასთან, სხვადასხვა ქვეყნის საბანკო სისტემების ანალიზი მოწმობს ამის პარალელურად კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაციის გაძლიერების ტენდენციის განვითარებას. მაგალითად, ცივილიზებულ ქვეყნებში, მათ შორის, ისეთებში, რომლებსაც საკრედიტო სისტემის უნივერსალური სტრუქტურა აქვთ, მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს სპეციალიზებულ ბანკებს (მათი რაოდენობის შემცირების მიუხედავად), რომელთაგან მოცემული კვლევისათვის ყველაზე საინტერესოა ეროვნული ინტერესების რეალიზაციასთან დაკავშირებული განსაკუთრებული ამოცანების მქონე საკრედიტო ინსტიტუტები და საინვესტიციო ბანკები.

✓ საკრედიტო ინსტიტუტების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურების გზით ეროვნული ეკონომიკის სტრატეგიული ამოცანების შესრულება სახელმწიფოს ქმედით მონაწილეობას მოითხოვს. ამ მონაწილეობის დონეს დიდად განსაზღვრავს საბაზრო მექანიზმების ფორმირების მდგომარეობა, მის ფორმებსა და მეთოდებს კი – კონკრეტული ეკონომიკური ვითარების თავისებურებები. სახელმწიფოს, ბანკებისა და არასაფინანსო საწარმოების მჭიდრო თანამშრომლობა აუცილებელია საერთო ეროვნული ინტერესების მისაღწევად, ამ თანამშრომლობის ეფექტიანობას კი განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლის ეტაპზე. სახელმწიფოს ჩარევის მიმართულებებისა და ხერხების შერჩევა მოითხოვს სამრეწველო და ფინანსური კაპიტალის ურთიერთკავშირის ფორმების შემუშავებას, სამრეწველო კომპანიების დაფინანსების საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლას, რომლის თავისებურებები საკრედიტო-საბანკო სისტემის აგების ძირითადი მოდელების განსხვავებულობას უკავშირდება.

✓ საქართველოს ეკონომიკა მოითხოვს არა მარტო საინვესტიციო საქმიანობის არსებული ფორმების სრულყოფას, არამედ საინვესტიციო პროცესის მონაწილეებს შორის ურთიერთობათა ახალი სქემების გამოყენებასაც. პრინციპულ მნიშვნელობას იძენს საინვესტიციო პოლიტიკის უფრო აქტიურად გატარება ბანკების მიერ და მაღალეფექტიანი საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციაში მონაწილეობა. ამ მხრივ მეტად პროდუქტიულად გვესახება საპროექტო დაფინანსების იმ სქემების ანალიზი, რომლებსაც განვითარებულ ქვეყნებში იყენებენ და საქართველოს ეკონომიკაში მათი გამოყენების შესაძლებლობის შეფასება.

საქართველოში საპროექტო დაფინანსების განვითარებას ხელს უშლის არახელსაყრელი საინვესტიციო გარემო, კაპიტალტევადი პროექტების ფართო მასშტაბით დაფინანსებისთვის საჭირო რესურსების უკმარისობა, ამ დაფინანსებაში მონაწილეთა დაბალი კვალიფიკაცია და სხვა ისეთი ფაქტორები, რომლებიც საპროექტო რისკებს აძლიერებენ. არსებულ პირობებში პრობლემის გადაწყვეტა მოითხოვს კომპლექსურ მიდგომას, რომელიც სხვადასხვა მხარის ინტერესებს გაითვალისწინებს. ამგვარი მიდგომის მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია საპროექტო რისკების დაზღვევის სახელმწიფო გარანტიების როლის გაძლიერება, მათ შორის გარანტიების მიცემა იმ ბანკებისთვის, რომლებიც სახელმწიფო პრიორიტეტების სისტემაში მყოფი საინვესტიციო პროექტებისა და პროგრამების დაფინანსებაში მონაწილეობენ, ინვესტორების მექანიზმების საგადასახადო სტიმულირება, ბანკთაშორისი თანამშრომლობის განვითარება საინვესტიციო პროექტების ერთობლივად დაკრედიტების საქმეში.

✓ „საინვესტიციო კრედიტის“ ცნება შედარებით ახალია ეკონომიკურ თეორიასა და პრაქტიკაში. საინვესტიციო კრედიტად ჩვენ მივიჩნევთ იმ კრედიტს, რომელსაც ბანკები და არაბანკო ტიპის ცალკეული საკრედიტო ინსტიტუტები ხანგრძლივი ვადით (3 წლით და მეტი ხნით) გასცემენ ახალი მშენებლობისათვის, ტექნიკური გადაიარაღებისათვის, რეკონსტრუქციისა და წარმოების მოდერნიზებისათვის. ე.ი. საინვესტიციო კრედიტი გრძელვადიანი კრედიტის ის სპეციფიკური ფორმაა, რომელიც ძირითადი კაპიტალის განახლებისთვისაა გამოყენებული. მისი მთავარი განმასხვავებელი თავისებურებაა ის, რომ ამ კრედიტის გაცემა მხოლოდ გარკვეულ პროექტზე შეიძლება. ამის გამო ბანკების მიერ საინვესტიციო კრედიტის გაცემა და საწარმოს მიერ მისი მიღება რიგ ფაქტორებზეა დამოკიდებული, რომელთა შორის აუცილებლად უნდა გამოვყოთ: საინვესტიციო გარემო, საბანკო კაპიტალის ოდენობა და მისი კონცენტრაციის ხარისხი, საინვესტიციო პროექტის ხარისხობრივი დონე და ა.შ.

✓ დღეისთვის პირობებში საინვესტიციო კრედიტის განვითარებას ხელს უშლის შემდეგი გარემოებები:

პირველი, წვრილი და საშუალო ბანკების დიდ ნაწილს არ შესწევს ძსხვილი და საკმაოდ მიმზიდველი პროექტების დამოუკიდებლად ინვესტირება. მხოლოდ მსხვილ ბანკს შეუძლია წავიდეს გარკვეულ დანაკარგებზე;

მეორე, არსებობს დაკრედიტების ბუნებრივი საზღვარი, ესაა რესურსების ფასი, რომელსაც მნიშვნელოვანწილად განაპირობებს ინფლაციასთან ბრძოლის მკაცრი ღონისძიებები, რაც კრედიტის მაღალ ღირებულებას განაპირობებს;

მესამე, დღეს ძალიან დაბალია პირველადი საინვესტიციო მოთხოვნა, უპირველეს ყოვლისა, სამრეწველო საწარმოების მხრიდან, რომლებსაც სასხრების ჩადება არ უნდათ წარმოების განვითარებაში და ამჯობინებენ ინვესტირებას უცხოურ ვალუტაში, ან კიდევ მაღალი უკუგების მქონე სხვა მიმდინარე აქტივებში;

მეოთხე, საინვესტიციო კრედიტების გზაზე სერიოზულ ზღუდედაა ქცეული მათი შედარებით დაბალი ეფექტიანობა სახსრების მოკლევადიან დაბანდებათა მიმართ.

კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- დასახელეთ საინვესტიციო ინსტიტუტები და მოკლედ დახასიათეთ ისინი;
- ისაუბრეთ საკრედიტო დაწესებულებების ადგილზე საინვესტიციო პროცესში;
- ჩამოთვლეთ საინვესტიციო ბანკების განვითარების ძირითადი ტენდენციები;
- რამ გამოიწვია რეალურ ინვესტიციებში ბანკების მონაწილეობის შეზღუდვა?
- ახსენით რა გარემოებებითაა განპირობებული ბანკების გააქტიურების აუცილებლობა საინვესტიციო საქმიანობაში?
- რაში მდგომარეობს საინვესტიციო საქმიანობის ორადი ბუნება?
- ჩამოთვალეთ საინვესტიციო საქმიანობის ინდიკატორები.
- დასახელეთ ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის ინდექსის მახასიათებლები.
- განმარტეთ ბანკების საინვესტიციო პოლიტიკა.
- დააკონკრეტეთ კომერციული ბანკების ინვესტიციების განსხვავება კრედიტისაგან.
- რა ნიშნების მიხედვით სწარმოებს საბანკო ინვესტიციების კლასიფიკაცია.
- მოკლედ დახასიათეთ ბანკების ინვესტიციების კლასიფიკაციის ძირითადი ნიშნები.
- დასახელეთ საბანკო პორტფელის ძირითადი მახასიათებლები.
- რომელი ორი მიმართულებით განიხილავენ ბანკების საინვესტიციო საქმიანობას? დასახელეთ.
- დახასიათეთ საბანკო-საკრედიტო სისტემის აგების ორი ძირითადი მოდელი: სეგმენტირებული და უნიერსალური.
- როგორ გესმით საბანკო ოპერაციების უნიერსალიზაციის ტენდენცია.
- ახსენით კომერციული ბანკების საქმიანობის სპეციალიზაციის ტენდენცია.
- ჩამოთვალეთ განვითარების ბანკების საქმიანობა და დასაბუთებთ მათი საქმიანობის გაფართოების აუცილებლობა.
- რა როლი აკისრია სახელმწიფოს კაპიტალის მობილიზებაში.
- როგორ გესმით საპროექტო დაფინანსება, რა უშლის მის განვითარებას ხელს და რა არის საჭირო პრობლემების მოსაგვარებლად?
- რა მიმართულებებით უნდა წარიმართოს სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკა?
- რა არის საინვესტიციო კრედიტი?
- დასახელეთ ბანკების საინვესტიციო აქტიურობის შემაფერხებელი გარემოებები;
- რატომ არის საჭირო სალიზინგო ოპერაციების განვითარების აუცილებლობა?
- რა გადაუდებელი ღონისძიებებია საჭირო ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს შესაქმნელად საქართველოში?

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. კოზანაძე ი. საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.
2. ჭოჭიაური ლ. ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
3. ჭოჭიაური ლ. ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
4. ჭოჭიაური ლ. საბანკო საქმიანობის საფუძვლები (საბანკო საქმე). სახელმძღვანელო. მესამე გამოცემა.საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი, 2010.
5. ჭოჭიაური ლ., ბებიაშვილი ნ. საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
6. კომერციული ბანკის საქმიანობის ზედამხედველობა - რეგულირების მეთოდური სახელმძღვანელო. საქართველოს ეროვნული ბანკი. თბ., 1999.
7. საქართველოს ეროვნული ბანკი. წლიური ანგარიში. 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.
8. საქართველოს საბანკო კანონმდებლობა. საქართველოს ეროვნული ბანკი. თბ., 2002.
9. დებულება კომერციულ ბანკებში შიდააუდიტორული საქმიანობისადმი მოთხოვნების შესახებ. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2001 წ. 28 დეკემბრის #318 ბრძანება. თბ., 2001.
10. Банковское дело: управление и технологии. Под ред. А.М. Тавасиева. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
11. Белоглазова Г.Н., Кроливецкая Л.П. Аудит банков. М.: ФиС, 2002.
12. Власова М.И. Внутренный контроль в банке: система или служба?//Бизнес и банки, 1998, №8. сс.16-24.
13. Глушко И.Е., Киселева Т.В. Бухгалтерский, налоговый, финансовый и управленческий учет на современном предприятий и управленческий учет современных предприятий. М.: КноРУС, 2004.
14. Грязнова А.Г., Барнгольц С.Б. Банковский аудит и его роль в снижении банковских рисков. // Деньги и кредит, 1997, №9, сс. 10-16.
15. Клочков И.А., Терехов А. Г. и др. Управленческий учет в коммерческом банке. Практическое пособие. М.: ФБК-ПРЕСС, 2002
16. Кроливецкая Л.П., Смирнова Л.Р. Бухгалтерский учет в коммерческих банках. М.: ФиС, 2003.
17. Макарова Л.Г., Широкова Л.П. и др. Аудит операций с денежними средствами на счетах в банках. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003.
18. Методические рекомендации по внешнему и внутреннему банковскому аудиту. Под. общей ред. Е.В. Емельянова. М.: Легат, 1997.
19. Московин В.А. Внутренный контроль в банках: анализ вводимой системы // Деньги и кредит, 1997, №10, сс. 30-35.
20. Московин В.А. Принципы организации системы внутренного контроля в коммерческом банке // Банковское дело, 1998, №12, сс.24-29.
21. Перрье Д. Внутренный контроль во Французских банках // Бизнес и банки, 1998, №37, сс.3-10.
22. Сидельникова Л.Б. Аудит коммерческого банка. М.: БУКВИЦА,1996.
23. Смирнова Л. Р. Банковский аудит. Под ред. Баскакова Л.И. М.:, 2001
24. Уткин Э.А., Суханов М.С. Аудит банковской деятельности. М,: ТЕИС, 2003.
25. Шидловская М.С. Банковский надзор и аудит. Практикум. Беларус, 2003.
26. Хан Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга. М.: Финансы и статистика, 1997.
27. Экономический анализ деятельности деятельности банка. Под. ред. И.Д. Мамонова. М.: Инфра-М, 1996.

XIII განყოფილება

საინვესტიციო ბიუჯეტირება

ალნიშნული განყოფილების შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ:

- დაგეგმვის, როგორც მართვის უმნიშვნელოვანესი სფეროს მდგენელის დანიშნულება;
- მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში გასათვალისწინებელი საინვესტიციო დაგეგმვის თავისებურებანი;
- სტრატეგიული დაგეგმვის სისტემის განზორციელების სირთულეები საინვესტიციო სფეროში;
- ბიუჯეტირების არსი, მისი განმარტებისადმი სხვადასხვა მიდგომები;
- ბიუჯეტირების პარამეტრების გაუმჯობესების აუცილებლობა;
- ბიუჯეტირების ძირითადი ამოცანები;
- ბიუჯეტირების რეგლამენტის შინაარსი;
- საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შერჩევა;
- საწარმოს ბიუჯეტის სტრუქტურა და მათი შედგენის ამოსავალი ინფორმაცია;
- საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენის პროცედურა; მისი დამუშავების სქემა;
- საწარმოს საინვესტიციო ბიუჯეტის შინაარსი;
- საინვესტიციო ბიუჯეტის შესრულების თანმიმდევრობა, მისი ანალიზი და შეფასება;
- საინვესტიციო დაგეგმვის თავისებურებები და მისი ადგილი საბიუჯეტო მართვის სისტემაში;
- საინვესტიციო პროექტების შერჩევის მეთოდები საინვესტიციო ბიუჯეტში ჩართვისათვის.

ორმოცდამეშვიდე თავი. საინვესტიციო დაგეგმვა საბიუჯეტო მართვის სისტემაში

დაგეგმვა, როგორც მართვის უმნიშვნელოვანესი სფერო, ითვალისწინებს შერჩეული პარამეტრის ბაზაზე მმართველობითი გადაწყვეტილებების მოშზადებასა და მიღებას. დაგეგმვის სისტემისადმი წაყენებული ძირითადი მოთხოვნაა მიზანმიმართულება, ანუ მის მისაღწევად აუცილებელი ღონიძიებების სისტემატური დასახვა და მომზადება. სხვა სიტყვებით, ეს არის სხვადასხვა გეგმების შემუშავებისა და მიღების პროცესი (საწარმოო, საფინანსო და საინვეტიციო).

მართვის საერთო სისტემაში განსაკუთრებულ ადგილს იჭერს ფინანსური დაგეგმვა, რომელიც წარმოადგენს საწარმოს ფულადი შემოსულობებისა და გადახდების პროგნოზის რთულ პროცესს. გადასახდელი სახსრების ღეფიციტის ან ნაკლოვანების შემთხვევაში ფინანსური დაგეგმვა შესაძლებელს ხდის გამოვლინდეს და შეირჩეს სამეურნეო ოპერაციების განხორციელების შედარებით ეფექტიანი ვარიანტები გადახდების თვალსაზრისით იგი შეიძლება წარმოვიდგინოთ საგადასახადო სახსრების ფულადი ნაკადებისა და გადასახადების დაგეგმვა საწარმოს ვალდებულებების მიხედვით, შემდეგი მიმართულებების ჭრილში:

- ფულადი ნაკადების პროგნოზი (ფულადი სახსრების შემოდინება და გადინება);
- კაპიტალდაბანდებების აუცილებელი ობიექტის განსაზღვრა საწარმოს მიხედვით მთლიანად და ცალკეული საინვესტიციო პროექტის მიხედვით;
- კაპიტალდაბანდებების დაფინანსების წყაროების პროგნოზი (შიდა და გარე).

ფინანსური დაგეგმვისაგან განსხვავებით საინვესტიციო დაგეგმვის ქვეშ მოიაზრება გადაწყვეტილებების მოშზადება და მიღება კაპიტალურ ბიუჯეტში ჩართული რეალიზებული პროექტების მიზნების, ვადების, დანახარჯებისა და ფინანსური შედეგების მიხედვით.

47.1. საინვესტიციო დაგეგმვის თავისებურებები

საინვესტიციო დაგეგმვა ხასიათდება რიგი თავისებურებებით, რომელიც გათვალისწინებული უნდა იქნას მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში.

1. საინვესტიციო ობიექტებს გეგმავენ არარეგულარულად, ამიტომ მისგან შემოსავლებს ღებულობენ ასევე არათანაბრად – მათი ექსპლოატაციაში შესვლის შემდეგ და საპროექტო სიმძლავრეზე გასვლისას. ამისათვის აუცილებელია გაითვალისწინოთ გადახდების, ძვრები რეალური ინვესტიციების მიხედვით და მათგან ფულადი შემოსულობები.

2. ინვესტირების საგეგმო პერიოდის ხანგრძლივობას განსაზღვრავენ პროექტის ტექნიკური და ეკონომიკური ვადებით. ამიტომ საჭიროა დადგინდეს პერიოდი (დროის მომენტი), რომლის დროსაც ფულადი გადახდებსა და შემოსულობათა ურთიერთდამოკიდებულება იქნება შესადარი.

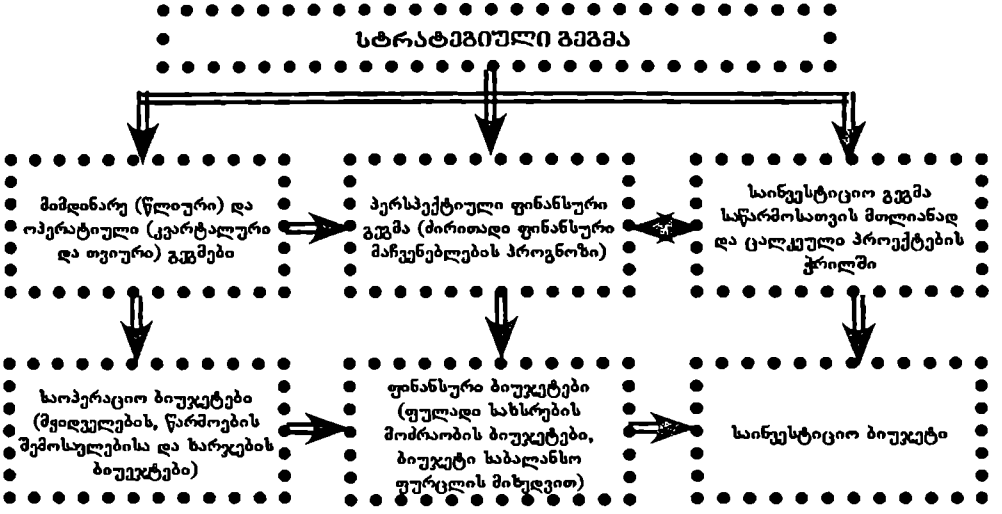
3. გრძელვადიანი ინვესტირების დაგეგმვასთან დაკავშირებული ინფორმაცია პერიოდების მიხედვით (საანგარიშო პერიოდის ბიჯების მიხედვით) გადადის საწარმოს ხელმძღვანელობის განკარგულებაში. იგი დახურული ხასიათისაა. თუ კი ინვესტიციების დაგეგმვისას კონკრეტული პროექტების მიხედვით აუცილებელია გადაწყვეტილებათა მიღება გარე დაფინანსების შესახებ, მაშინ ასეთი ინფორმაცია (პროექტის ბიზნეს-გეგმის შემადგენლობაში) შეიძლება მიეწოდოს გარე მომხმარებლებს (ინვესტორებს და კრედიტორებს).

4. რისკის მაღალი დონე, რომელიც დაკავშირებული, გრძელვადიანი საინვესტიციო პროექტების მიღებასა და განხორციელებასთან.

დაგეგმვის საფუძველი და ამოსავალი წერტილია სტრატეგიული გეგმა, რომელშიც ასახულია საწარმოს მიზნები და განვითარების სტრატეგია გრძელვადიან პერსპექტივაში, მისი რეალიზაციის ხერხები. უზრუნველყოფს ფინანსურ მდგრადობას, გადახდისუნარიანობას მისი მუშაობის მომგებიანობისა და სხვა პარამეტრების დაგეგმვის მთელი პერიოდის განმავლობაში.

ამ დოკუმენტში მოცემულია ქმედებების თანმიმდევრული, ზუსტი სტრუქტურირებული აღწერა გრძელვადიანი მიზნების მისაღწევად, რომლებიც ექვემდებარებიან რაოდენობრივ გაზომვას (მაგ.: გაყიდვების ოდენობის და მოგების, აქტივების რენტაბელობის, საკუთარი კაპიტალის და ინვესტიციების, აქციების საკურსო ღირებულების ზრდა).

ურთიერთკავშირი სტრატეგიულ გეგმასა და მის სხვა სახეებს შორის შეიძლება განხილული იქნას ნახ. 47.1-ზე წარმოდგენილი სქემის მიხედვით.



ნახ. 47.1 გეგმების სისტემას შორის ურთიერთკავშირი, იმ საწარმოებში, რომლებიც ახდენენ საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციას

უნდა აღინიშნოს, რომ საწარმოში საინვესტიციო საქმიანობას ართულებს: განვითარების სტრატეგიის არარსებობა, საინვესტიციო საქმიანობის (პროცესის) ორგანიზაციისადმი სტრუქტურირებული და კომპლექსური მიდგომის არარსებობა, ასევე მისი არასაკმარისი ეკონომიკური დასაბუთებულობა. ამიტომ სტრატეგიული მიზნების შესრულების უზრუნველყოფისათვის მშენებელმა საწარმოებმა მიზანშეწონილია შეიმუშაონ საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მაჩვენებლების დაგეგმვის ანალიზის და კონტროლის კომპლექსური სისტემა საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივაში.

საინვესტიციო პროექტების უფრო ეფექტიანი მართვისათვის მათი რეალიზაციის გეგმებს ყოფენ რამდენიმე ბიუჯეტად, უფრო მოკლე შესრულების ვადით (თვე, კვარტალი, წელი), რაც უფრო ფართო შესაძლებლობას აყალიბებს რეალური ინვესტირების კრებსითი გეგმის კორექტირებისათვის. საინვესტიციო დაგეგმვის და ბიუჯეტირების სისტემის დაგეგმვის წარმატება დამოკიდებულია, პირველ რიგში, საწარმოს მენეჯმენტის ხარისხზე; ამიტომ იმისათვის, რომ მიღწეულ იქნას საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მაღალი დონე, მიზანშეწონილია დაიგეგმოს ისეთი მმართველობითი სისტემა, სადაც მართვის ყოველ დონეს ზუსტად შეესაბამება განსაზღერული ვალდებულებები და უფლებამოსილებანი. ასეთ ინსტრუმენტად იყენებენ საინვესტიციო საქმიანობას საბიუჯეტო მართვის სისტემას, რომელიც უზრუნველყოფს ბიუჯეტის შესრულებაზე პროცედურების კოორდინაციისათვის დამუშავებებს, ანალიზის, დანერგვისა და კონტროლისადმი კომპლექსურ მიდგომას.

ორმოცდამერვე თავი. საბიუჯეტო სისტემის დანერგვის აუცილებლობა და ურთიერთკავშირი საწარმოში

საბიუჯეტო მართვა საწარმოში ემყარება აღრიცხვის, ანალიზის, დაგეგმვისა და კონტროლის პროცესებში ურთიერთკავშირს.

ბიუჯეტირება ეს არის სამეურნეო ოპერაციების დაგეგმვისა და კონტროლის კომპლექსური ინტეგრირებული პროცესი. ბიუჯეტების შემუშავება მიზნად ისახავს სტრატეგიული მითითებების რეალიზაციას უფრო დეტალური და კონკრეტული პროცედურების მეშვეობით, ანუ წარმოადგენს ოპტიმალური გადაწყვეტილების შერჩევას და მოცემულ სამეურნეო სიტუაციაში ფინანსური რესურსების და ფულადი ნაკადების მართვის შედარებით მისაღებ მეთოდებს და ხერხებს.

საბიუჯეტო პროცესის ძირითადი მიზანია დადგინდეს, როდის, სად და როგორ იქნას გამოყენებული სხვადასხვა რესურსები, რათა საწარმომ მიაღწიოს თავისი მუშაობის მაქსიმალურ ეფექტიანობას.

ბიუჯეტებს ზოგჯერ უწოდებენ ტაქტიკურ გეგმებს. თუმცა ამ ცნებებს შორის არსებითი განსხვავებაა. გეგმა ეს არის საწარმოს მიზნებისა და სტრატეგიების სისტემა; „ბიუჯეტი“ — მიზნებისა და სტრატეგიების გამოხატულება სხვადასხვა ფინანსურ მაჩვენებლებში, გეგმისაგან დამოკიდებულებები და გადახრები.

48.1. რას ნიშნავს ბიუჯეტირება?

ცალკეული ავტორები გეთანხმებენ ტერმინ „ბიუჯეტირების“ ცნებისადმი არაადეკვატურ მიდგომებს; კერძოდ:

1) საწარმოს გეგმებს როგორც როგორც საწარმოების გეგმების შემოსავლებისა და ხარჯების, გადახდებისა და შემოსულობების ე.ი. აბსოლუტურ ფინანსურ-ეკონომიკურ მაჩვენებლებში გარდასახვის პროცესს.

2) როგორც ორგანიზაციულ-ანალიტიკური ტექნოლოგია, რომელიც გამიზნულია მიღებული მმართველობითი გადაწყვეტილებების ეკონომიკური დასაბუთებულობის ასამაღლებლად.

3) როგორც საწარმოს საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის შედეგების ამაღლებისადმი საწარმოო ქვედანაყოფების და ფილიალების ხელმძღვანელთა ინსტრუმენტი (საწარმოს საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის შედეგების ამაღლების მიზნით).

ბიუჯეტირებისადმი მესამე მიდგომის ძირითად ღირსებად მიჩნეულია მმართველობის ეფექტიანი სისტემის შემუშავება, რომელიც ემყარება მმართველთა პასუხისმგებლობას, შემოსავლებს, ხარჯების, მოგებისა და ინვესტიციების მაჩვენებლებს, ე.წ. მართვა პასუხისმგებლობის ცენტრების პრინციპის მიხედვით“. ეს პრინციპი შეიძლება განხორციელდეს:

- საოპერაციო და ფინანსური ბიუჯეტების დასაბუთებული სისტემის შემუშავებით;
- ფინანსური პასუხისმგებლობის ცენტრების ჩამოყალიბებით შემოსავლების, ხარჯების, მოგების და ინვესტიციების მიხედვით;
- უფლებამოსილებათა დელეგირებით გადაწყვეტილებათა მიღებისას უშუალოდ ფინანსური პასუხისმგებლობის ცენტრების ხელმძღვანელთა მიერ (მათი კომპეტენციის ფარგლებში);
- ფინანსური პასუხისმგებლობის ცენტრების ხელმძღვანელთა მოტივაციით და პასუხისმგებლობით ბიუჯეტების შესრულებაზე (შეუსრულებლობაზე);
- ბიუჯეტის შესრულებაზე გადახრების კონტროლის მიხედვით.

ბიუჯეტირებას აქვს შემდეგი უპირატესობანი:

- შეასრულოს მოკლევადიანი დაგეგმვის მიზნები, რითაც საწარმო აღმოჩნდება ერთი ნაბიჯით ახლოს გლობალური (სტრატეგიული) მიზნების მიღწევასთან, რომელთა შესაბამისადაც ხდება მისი ზრდა და განვითარება;
  გაანალიზოს და გააკონტროლოს საწარმოს როგორც ცალკეული ქვედანაყოფების, ისე მისი მთლიანი საქმიანობა შესაბამისი დონეების ბიუჯეტების კონკრეტული მაჩვენებლების საფუძველზე;
- გააძლიეროს დადებითი ზემოქმედება საწარმოს კოლექტივის მოტივაციასა და განწყობაზე;
- კოორდინირება გაუწიოს ფირმის ყველა ქვედანაყოფისა და სამსახურის მუშაობას;
- გეგმებისა და ბიუჯეტების მაკონტროლებელი პარამეტრების რაოდენობის მინიმიზაცია, რაც შესაძლებელს ხდის შემცირდეს საფინანსო-ეკონომიკური სამსახურების პერსონალის სამუშაო დროის არასაწარმოო ხარჯები;
- სამეურნეო სუბიექტის ფულადი რესურსების ეკონომიის განხორციელება.

ცალკეული სპეციალისტები ვარაუდობენ, რომ ბიუჯეტირება მისაღებია მხოლოდ მოკლევადიანი დაგეგმვისას, ოღონდ ყველა მოკლევადიანი გეგმა ურთიერთდაკავშირებულია სტრატეგიული განვითარების გეგმასთან, რამდენადაც მისი შემადგენელი ნაწილია, ოღონდ დროის მოკლე ინტერვალში. მოკლევადიან მიზნების განსაზღვრის საფუძველია ბიზნეს-გეგმა. ბიზნეს-გეგმის მაჩვენებლები უნდა შეესაბამებოდეს ბიუჯეტების პარამეტრებს ანალოგიურ პერიოდში (კვარტალი, თვე), დეტალიზაციის დონიდან გამომდინარე. ასეთი გზით მიიღწევა ურთიერთკავშირი მოკლევადიანი და გრძელვადიანი დაგეგმვის პროცესებს შორის.

ბიუჯეტირების პარამეტრების გაუმჯობესების აუცილებლობა

ბევრი სპეციალისტი, რომელიც ახორციელებს ბიუჯეტირების დანერგვის პრაქტიკულ ასპექტებს საწარმოებში, აღნიშნავენ მათი საქმიანობის მნიშვნელოვანი პარამეტრების გაუმჯობესებას, საქმიანი ბრუნვის (გაყიდვების სიდიდის) და მოგების ოდენობის გადიდებას, დებიტორული დავალიანებისა და ნასესხებ სახსრებზე მოთხოვნის შემცირებას. ბიუჯეტირების ნაკლოვანებები, როგორც წესი, დაკავშირებულია საწარმოს მუშაკთა კვალიფიკაციის დაბალ დონესთან, მესაკუთრეთა და მენეჯერთა ფინანსურ მენტალიტეტთან, ბიუჯეტების ტექნიკურ განხორციელებასთან და ფორმალიზაციასთან. აუცილებელია ასევე აღინიშნოს ბიუჯეტების ფორმირების სირთულე და შედარებით სიძვირე. ბიუჯეტები ორიენტირებულნი არიან ფინანსურ მაჩვენებლებზე. ოღონდ თანამედროვე ეკონომიკაში წარმატებები კონკურენტულ ბრძოლაში მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია კლიენტების მომსახურების სისწრაფესა და ხარისხზე, მყიდველთა მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების დონეზე, პროდუქციის მომწოდებლის (სამუშაო, მომსახურება) საქმიან რეპუტაციაზე და სხვა არაფინანსურ მაჩვენებელზე.

რათა გამოირიცხოს ნეგატიური ფაქტორების გაჯერება, ბიუჯეტების შედგენისა და შესრულების პროცესში მიზანშეწონილია დაცული იქნას შემდეგი წესები:

1) ბიუჯეტები უნდა იყოს სტრუქტურირებული, გასაგები და საკმაოდ მწყობრი (წარმომადგენლობითი);

2) ბიუჯეტის მოშზადება, ანალიზი და დამტკიცება წარმოადგენს ერთიან პროცესს, რომელიც გამჭვირვალეა შიდა და გარე გარემოს ცვლილებების მიმართ და აგებულია სტრუქტურულ ქვედანაყოფებს შორის კოორდინირებული ინფორმაციის ბაზაზე;

3) ბიუჯეტების პარამეტრები არ უნდა იყოს არც ძალზე მკაცრი და არც გაუმართლებლად შემცირებული, რაც არ მოითხოვს ძალისხმევას მათი მიღწევისადმი, ასე რომ, ისინი შეიძლება იყოს რეალურები და დოკუმენტურად დასაბუთებული.

ამრიგად, ბიუჯეტირების პროცესი წარმოადგენს მართვის ინსტრუმენტს, რომელიც შესაძლებელს ხდის აამაღლოს საფინანსო-ეკონომიკური დაგეგმვის ობიექტურობა და სიზუსტე, შეაფასოს საწარმოს

სტრუქტურული ქვედანაყოფების მუშაობის ეფექტიანობა. ბიუჯეტირების ყველა უპირატესობა განაპირობებს იმას, რომ იგი აღიარებულია როგორც მმართველი სისტემის ინფორმაციულ-ანალიტიკური მხარდაჭერის სრულფასოვანი ტექნოლოგია. ივი შესაძლებელს ხდის დასაბუთდეს დანახარჯები, გაუმჯობესდეს შემოსავლების პროგნოზის ხარისხი, დამყარდეს ურთიერთკავშირი მიზნობრივ მაჩვენებლებსა და მის მისაღწევად საჭირო დანახარჯებს შორის.

48.2. საინვესტიციო ბიუჯეტირების მიზანი და ამოცანები

საინვესტიციო ბიუჯეტირება ასახავს შედარებით ეფექტიანი კაპიტალური პროექტების შერჩევასა და რეალიზაციას, შემოსავლიანობის დონის მაქსიმიზაციისა და მათი დაფინანსების წყაროების მინიმიზაციის პოზიციებიდან.

საინვესტიციო (კაპიტალური) ბიუჯეტი ეს არის საგეგმო დოკუმენტი, სადაც უჩვენებენ კაპიტალურ დაბანდებებს მათი გამოყენების მიმართულებების მიხედვით (ცალკეული პროექტებისა და ღონისძიებების დეტალიზაციით), ასევე მათ დაფინანსების წყაროებს (შიდა და გარე). ანალიტიკური მიზნით ხშირად ამუშავებენ ანგარიშს ამ ბიუჯეტის შესრულების შესახებ გარკვეულ პერიოდში (წელი, კვარტალი).

ბიუჯეტირების პერიოდს აღგენენ ცალკეული პროექტების და ღონისძიებების რეალიზაციის ხასიათიდან და ხანგრძლივობიდან გამომდინარე (მაგ.: ახალი საწარმოო ხაზის დადგმა, მწყობრიდან გამოსული მოწყობილობის შეცვლას, გამოშვებული პროდუქციის ასორტიმენტის გაფართოება და გაუმჯობესება, ეკოლოგიური უსაფრთხოების მოთხოვნების დაკმაყოფილება).

ეკონომიკური ბუნების მიხედვით კაპიტალური ბიუჯეტი მიეკუთვნება ინვესტიციურ დაგეგმვას და ბიუჯეტირებას. ოღონდ თუ კი კაპიტალური დაბანდებების ბიუჯეტირებას განვიხილავთ მათი დაფინანსების საუკეთესო ხერხის შერჩევის პოზიციებიდან, მაშინ ინვესტიციური ბიუჯეტი შეიძლება ინტერპრეტირებული იქნას როგორც ფინანსური, რომელიც მჭიდრო კავშირშია ფულადი სახსრების მოძრაობის ბიუჯეტებთან საბალანსო ფურცლის მიხედვითაც კი.

სხვადასხვა საწარმოსათვის კაპიტალურ დაბანდებებს სხვადასხვა მნიშვნელობა აქვს, რომელიც განისაზღვრება საწარმოო-კომერციული საქმიანობის მასშტაბებით, დარგობრივი თავისებურებებით, განვითარების ტემპებით და სხვა ფაქტორებით.

ბიუჯეტირების ამოცანები

ბიუჯეტირების პროცესში წყდება შემდეგი ძირითადი ამოცანები:

- საინვესტიციო წინადადების შესაბამისობა საწარმოს სტრატეგიულ ამოცანებთან;
- დროის ფაქტორის და კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინება პროექტის განხილვისას;
- რეალური ინვესტიციების რისკისა და შემოსავლიანობის ურთიერთმიმართება;
- ყოველი პროექტის მიხედვით საინვესტიციო ხარჯების და სარგებლის (მოგების) ანალიზის ჩატარების აუცილებლობა;
  საინვესტიციო წინადადების მაქსიმალური სარგებლიანობის (ეფექტიანობის) ცოდნა;
  პროექტის მიხედვით სამუშაოების შესრულების და შედეგების შედარება პირველ მოსალოდნელ შესრულებასთან (პროექტის მონიტორინგის პროცესში);
- პროექტის გავლენა კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე;
- შესაძლო ფულადი ნაკადის გათვლა პროექტის სასიცოცხლო ციკლის მთელი პერიოდის განმავლობაში (მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში);

აღნიშნული ამოცანები მიზანშეწონილია გათვალისწინებული იქნას საინვესტიციო ბიუჯეტის

შემუშავებისა და შესრულებისას. ბიზნესის მასშტაბების გაფართოებასთან ერთად იზრდება საწარმოსათვის ძირითად კაპიტალში გრძელვადიანი ინვესტიციების მნიშვნელობა, სტრატეგიულმა გადაწყვეტილებებმა კაპიტალური დაბანდებების მიხედვით შეიძლება არსებითი გავლენა მოახდინონ საწარმოს განვითარებაზე. საინვესტიციო ბიუჯეტი დამოკიდებულია შემდეგი ფაქტორების ნაკრებზე: სამომავლო შესაძლებლობებზე, ინვესტიციების რენტაბელობაზე, საწარმოო სიმძლავრეების გამოუყენებაზე, დაბანდებული სახსრების გამოსყიდვის პერიოდზე, საპროექტო რისკზე, ინვესტირების მომენტის შერჩევაზე, მოწყობილობის ტექნოლოგიური მოძველებულობის ხარისხზე და ა.შ.

საკვანძო საკითხი, რომელიც წყდება კაპიტალური დაბანდებების ანალიზისას, არის შემდეგი: მოხდეს ახალი პროექტის რეალიზაცია თუ შეიცვალოს ძირითადი კაპიტალის არსებითი ელემენტები.

ძირითადი გადაწყვეტილებები, რომლებიც შეიძლება მიღებული იქნას კაპიტალურ დაბანდებებთან მიმართებაში, არის შემდეგი:

- წარმოების ხარჯების შემცირების პროგრამა;
- რეალური აქტივების შეცვლა;
- ახალი საწარმოო სიმძლავრეების შექმნა ანდა არსებულის გაფართოება;
- სარეკლამო კამპანიის განხორციელება;
- შერწყმისა და შთანთქმის შეფასება;
- ინვესტირება არაკომერციულ საჭიროებებზე (გარემოს დაცვა, სოციალური ღონისძიებები და სხვა);
- ახალი ტექნოლოგიების (ინოვაციების) დანერგვის პროგრამა.

რამდენადაც საინვესტიციო გადაწყვეტილებები მიიღება განუსაზღვრელობის პირობებში, მიზანშეწონილია შეფასდეს კაპიტალურ დაბანდებებთან დაკავშირებული რისკი. და განხილული იქნას პროექტის განვითარება დროში. პროექტის ინვესტორის საკვანძო ამოცანაა არასწორი მმართველობით გადაწყვეტილებების მიღების ალბათობის მინიმიზირება.

საინფორმაციო ბაზა საინვესტიციო ბიუჯეტის შესადგენად

საწარმოებს ხშირად საქმე აქვთ არა ცალკეულ პროექტებთან, არამედ საინვესტიციო პორტფელებთან, რომლებიც შედგება რამდენიმე პროექტისაგან. პროექტების შერჩევა და რეალიზაცია ამ პორტფელებიდან ხორციელდება საინვესტიციო ბიუჯეტის (კაპიტალდაბანდებათა ბიუჯეტის) შემუშავებით. დაფინანსების დასაბუთებული გეგმა განსაზღვრავს საინვესტიციო პროექტის განხორციელების ეფექტიანობას. საინვესტიციო პრაქტიკაში მოცემულმა საინვესტიციო გეგმამ მიიღო „საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის ბიუჯეტის" დასახელება. ბიუჯეტი ასახავს მოკლევადიანი ხასიათის ოპერატიულ გეგმას (1 წლამდე პერიოდით), ეს გეგმა მოიცავს პროექტის რეალიზაციასთან დაკავშირებულ დანახარჯებსა და შემოსულობებს.

ამოსავალი ინფორმაცია ბიუჯეტის შედგენისათვის

საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენისათვის ამოსავალი ინფორმაციაა:

1) პროექტის რეალიზაციის ოპერატიული (კალენდარული) გეგმა;

2) პროექტის დაფინანსების საერთო სტრატეგია და ტაქტიკა საკუთარი, მოზიდული და ნასესხები სასხრების ხარჯზე;

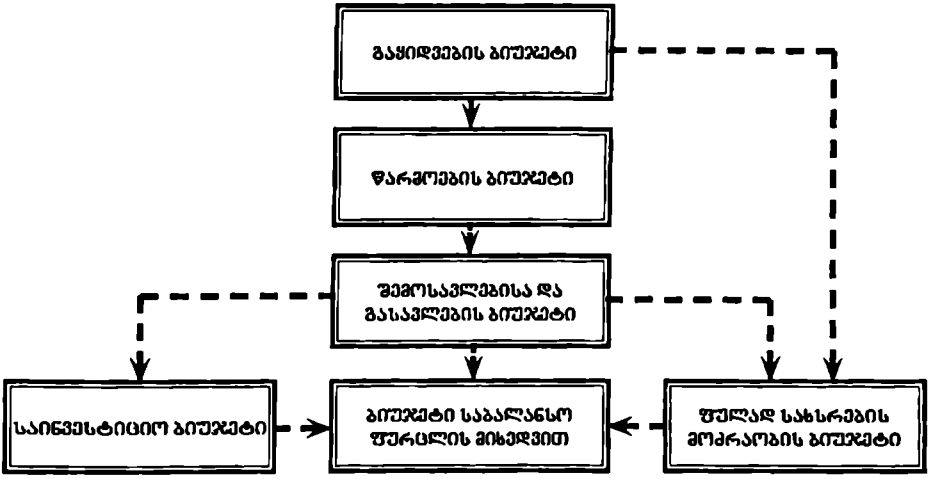
3) სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების ცალკეულ სახეობათა შესრულებაზე სახარჯთაღრიცხვო დოკუმენტაცია, რომელიც შემუშავებულია და პროექტებისათვის მთლიანად;

4) ფულადი ნაკადების წინასწარი გრაფიკი, რომელიც შედგენილია პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთებისა და ბიზნეს-გეგმის საფუძველზე;

5) პროექტის ინიციატორის ფინანსური მდგომარეობა მიმდინარე პერიოდში და პროგნოზი მომავალში.

ყოველი საინვესტიციო პროექტის წარმატებული რეალიზაცია, რომელიც ჩართულია კაპიტალურ

ბიუჯეტში, ბერადაა დამოკიდებული მისი განხორციელების გეგმის თუისდროულ და ხარისხიანად შემუშავებაზე. თანმიმდევრულობა საგეგმო დოკუმენტმა რეალური ინვესტირების სფეროში მიიღო პროექტის რეალიზაციის კალენდარული გეგმის (გრაფიკის) დახახელება. იგი ახახუს ცალკეული სახის სამუშაოთა ოდენობას, ვადებს და შესრულებას.



ნახ. 48.1 საწარმოს მთავარი ბიუჯეტის სტრუქტურა

კალენდარული გეგმის დროითი დიფერენციაციის ფორმები:

- პროექტის რეალიზაციის წლიური გრაფიკი სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოთა ცალკეულის სახეების ჭრილში;
- სამუშაოთა კვარტალური გეგმა;
- პროექტის რეალიზაციის მიხედვით სამუშაოთა თვიური გეგმა;
- პროექტის მიხედვით ცალკეულ სამუშაოთა სახეების შესრულების დეკადური დაკალებები.

კალენდარული გეგმა მოიცავს ასევე მისი ფუნქციონალური დიფერენციაციის ძირითად ფორმებს:

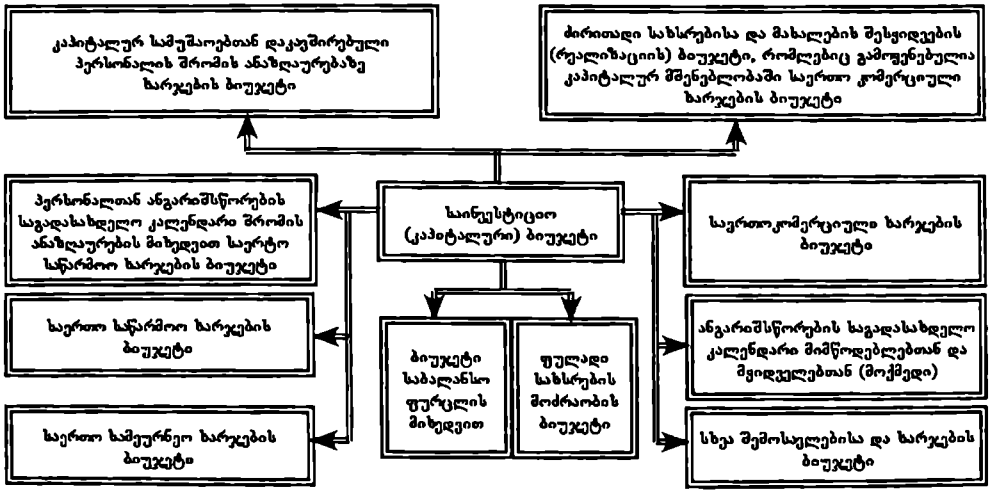
- პროექტის მომზადება რეალიზაციისათვის (ბიწის ნაკეთის გამოყოფა; საპროექტო-სახარჯთაღრიცხვო დოკუმენტაციის შემუშავება; სამშენებლო საიჯარო ხელშეკრულების დადება და სხვა).
- სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების წარმოება;
- პროექტის ექსპლოატაციაში გადაცემა (გამოშვება გასამართი სამუშაოების შესრულების ჩათვლით);
- საპროექტო სიმძლავრეების ათვისება.

მშენებლობის (გენერალურ დამკვეთთან ერთად) შემუშავებული პროექტის განხორციელების კალენდარულ გეგმას იხილავს და ამტკიცებს საინვესტიციო საწარმო-პროექტის ხუტორი.

საინვესტიციო ბიუჯეტირების სისტემის დანერგვისათვის საინფორმაციო ბაზაა ასევე დოკუმენტბრუნვის რეგლამენტი და ინფორმაციის გაცვლის გრაფიკი საწარმო-დამპროექტებელ პასუხისმგებელ ცენტრებს შორის. გრაფიკის მეშვეობით უჩვენებენ ბიუჯეტირების ყველა პროცედურას და რეკომენდაციებს საბიუჯეტო მართვის ერთი კონტურში, ხელმძღვანელობა ბიუჯეტზე (საბიუჯეტო

რეგლამენტი) ესაა ინსტრუქციების ნაკრები, რომელიც ასახავს საწარმოს პოლიტიკას, ორგანიზაციულ სტრუქტურას, საბიუჯეტო მართვის საკითხების მიხედვით, შემსრულებელთა უფლებების, მოვალეობების და პასუხისმგებლობათა ღაყოფას.

აღნიშნული ინფორმაციის მეშვეობით შეიძლება შემუშავდეს დასაბუთებული საინვესტიციო ბიუჯეტი მთლიანად საწარმოსათვის და მისი ცალკეული ფილიალების მიხედვით, მისი შემუშავებისათვის ხშირად იყენებენ ინფორმაციას, რომელიც წარმოდგენილია საოპერაციო და საფინანსო ბიუჯეტებში. ამიტომ საინვესტიციო ბიუჯეტი მჭიდრო კაშვირშია საწარმოს სხვა ოპერატიულ გეგმებთან (ნახ. 48.2).



48.2. საინვესტიციო (კაპიტალური) ბიუჯეტის ურთიერთკავშირი საწარმოს სხვა ოპერატიულ საფინანსო გეგმებთან

ორმოცდამეცხრე თავი. საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენის პროცესი

კაპიტალური დაბანდებების დაგეგმვის ძირითადი მიზანია პროექტის რეალიზაციის უზრუნველყოფა გათვალისწინებული სამშენებლო ნორმებით და წესებით, ტექნოლოგიებით. რამდენადაც კაპიტალური დანახარჯების ოდენობა და სტრუქტურა წინასწარ ასაბუთებს პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკურ მხარეს, ამ დანახარჯების მიხედვით გათელები ბიუჯეტში მომაჯალ წელს (კვარტალში) გულისხმობს შემდეგ პროცედურას:

1) კაპიტალდაბანდებებს საერთო ოდენობიდან იმ წილის გამოყოფას, რომელიც განეკუთვნება განსახილველ მიმდინარე პერიოდს;

2) მიმდინარე პერიოდის კაპიტალური ხარჯების სიდიდის განსაზღერას დამკვეთის მოთხოვნის შესაბამისად სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების წარმოების ტექნოლოგიაში ცელილებების შეტანის თვალსაზრისით;

3) კაპიტალური დაბანდებების სიდიდისა და სტრუქტურის კორექტირებას მიმდინარე პერიოდში ფასების ცელილების შედეგად სამშენებლო მასალებზე, ენერგორესურსებზე, მოწყობილობაზე, სატრანსპორტო მოწყობილობაზე და სხვ.

4) კაპიტალური ხარჯების თავდაპირველი ხარჯების დაზუსტებას ფინანსური რეზერვის გათვალისწინებით, რომელიც გათვალისწინებულია დამკვეთთან დადებულ ხელშეკრულებაში გაუთვალისწინებელი ხარჯების აღსადგენად.

საინვესტიციო ბიუჯეტის კორექტირება

კორექტირებათა რეგულირება და სიდიდე დამოკიდებულია რიგ ფაქტორებზე, რომლებიც იწვევენ ბიუჯეტის შეცვლას, ესენია:

- მუშაობაში სტაბილურობის არარსებობა. რაც უფრო არასტაბილურია დამკვეთის ან მშენებლის (მოიჯარადის) სამუშაო, მით უფრო ხშირად უნდა მოხდეს საინვესტიციო ბიუჯეტის კორექტირება;
  ბიუჯეტში შემაჯალი მაჩვენებლის სახეობა: (მაგალითად, თუ ეს არის კაპიტალური დაბანდებების მოცულობა, მაშინ მოცემულ სიტუაციაში საჭირო ხდება ბიუჯეტის ყველა პარამეტრის შეცლა);
  დაგეგმვის პერიოდის ხანგრძლიობა – რაც უფრო დიდია ეს პერიოდი და მაღალი საინვესტიციო ბიუჯეტის სირთულე, მით მეტია შესაძლო ცელილებების რეალური ალბათობა;
- ბიუჯეტის სახე – წლიური ბიუჯეტი მიზანშეწონილია გადაისინჯოს ყოველკვარტალურად.

საინვესტიციო ბიუჯეტის მომზადების პროცესი, მისი კაშირი სტატისტიკური ოპერატიული და საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესებთან, ასევე საინვესტიციო ბიუჯეტის მაჩვენებლების ასახვა სხვა ბიუჯეტებში ნაჩვენებია 48.2. ნახაზზე. მოტანილი სქემა ადასტურებს ურთიერთკაშირს დაგეგმვის პროცესის სხვადასხვა დონეებს შორის, ასევე აჩვენებს ამ პროცესში საინვესტიციო ბიუჯეტის ინტეგრაციას საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენის პროცესში სახსრების შემოსელა მოიცავს ფულადი რესურსების მოდინებას სხვადასხვა წყაროების ჭრილში: საკუთარი, ნასესხები, და მოზიდული.

ბიუჯეტის საშემოსაელო ნაწილის შემუშაების პროცესი მოიცავს შემდეგ პროცედურებს:

1. სახსრების შემოსულობათა სიდიდის დაზუსტება, რომელიც უნდა შეესაბამებოდეს კრებსით კაპიტალურ დაბანდებებს;

2. სახსრების შემოსულობათა წყაროების დაზუსტება მათი სტრუქტურის მიხედვით (შიდა და გარე);

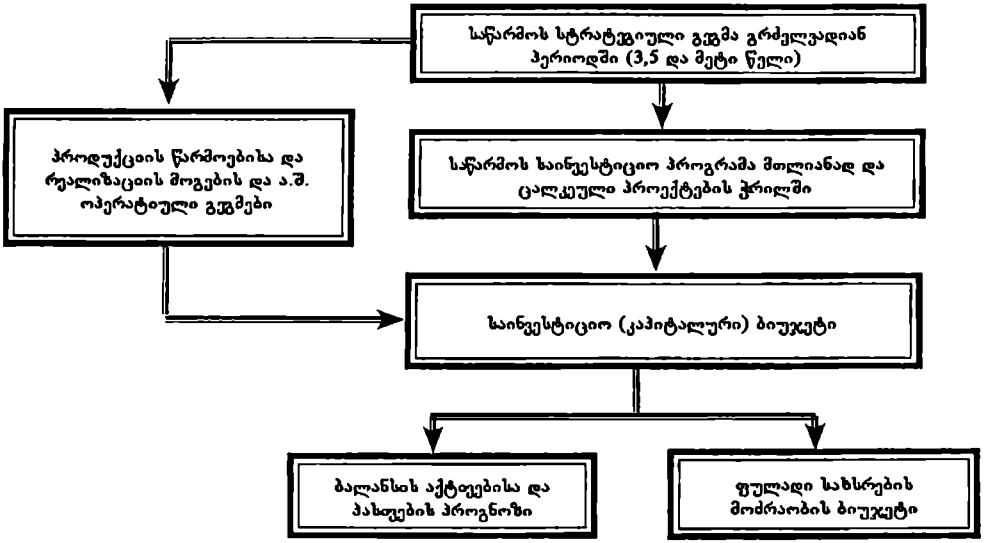
3. საინვესტიციო რესურსების (სახსრების, წყაროების) ნაკადების დროში შესაბამისობის უზრუნველყოფა კაპიტალური დანახარჯების ნაკადებთან.

დაგეგმვის ვადების მიხედვით საინვესტიციო ბიუჯეტი იყოფა წლიურ (მაჩვენებელთა კვარტალური დაყოფით) და კვარტალურ (შემოსაელების და კაპიტალური დანახარჯების) ბიუჯეტებად.

კაპიტალური დაბანდებების ბიუჯეტირების პროცესში კონკრეტულ პროექტებთან მიმართებაში გამოყოფენ შემდეგ ეტაპებს:

- პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკური შეფასების მოწონება;
- პროექტის დამტკიცება;

პასუხისმგებლობისა და უფლებამოსილების განაწილება მისი რეალიზაციის მიხედვით;
პროექტის თანმიმდევრული განხორციელება.



ნახ. 49.1. საინვესტიციო ბიუჯეტის შემუშავების სქემა

წინადადებები კაპიტალური დაბანდებების მიხედვით უნდა შეიცავდეს მომავალი პროექტის აღწერას, პროექტის დაწყების და დასრულების თარიღს, მის ორგანიზაციულ და ინფორმაციულ უზრუნველყოფას, დაფინანსების წყაროებს, პროექტის ეფექტიანობის პარამეტრებს და ა.შ. თუ კი პროექტები აჭარბებენ დადგენილ ლიმიტს, მაშინ საჭიროა საწარმოს ხელმძღვანელობის სპეციალური ნებართვა, დასაბუთება. პროექტი, რომელიც არ აკმაყოფილებს მოსალოდნელ მაჩვენებლებს ანდა მიმდინარე გარემოებების მიხედვით აუცილებელი არ არის, შეიძლება შეჩერდეს. კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტირების პროცესში პასუხი უნდა გაეცეს შემდეგ კითხვებს:

1. შეესაბამება საინვესტიციო წინადადება საწარმოს გრძელვადიან მიზნებს?
2. გაითვალისწინება თუ არა გარე ფაქტორები კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტის მომზადებისას: პოლიტიკურ, ეკონომიკურ, საწარმოო, მარკეტინგულ და სხვა პირობებში.
3. მიმართულია თუ არა პროექტი საწარმოს ფინანსური მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობის განმტკიცებაზე?
4. როგორია პროექტის ფინანსურ-ეკონომიკური პარამეტრები?
5. როგორი წესით განისაზღვრება პროექტის შესაძლო ფულადი ნაკადი?
6. როგორაა გათვალისწინებული პროექტში საინვესტიციო რისკები?
7. მიღებულია თუ არა მხედველობაში დამოკიდებულება: რისკი/შემოსავლიანობა?
8. არის თუ არა მხედველობაში მიღებული ფულის დრო და ღირებულება პროექტის წინადადების განხილვისას?
9. სწავლობენ თუ არა სამუშაოებს შესრულებას პროექტის მიხედვით პერიოდულ საფუძვლებზე და ადარებენ თუ არა შედეგებს პირველად მოლოდინს?

პასუხები ამ კითხვებზე შეიძლება ვიპოვოთ საინვესტიციო პროექტის ტექნიკურ-ეკონომიკურ დასაბუთებულობაში და ბიზნეს-გეგმაში.

საწარმოს საინვესტიციო გეგმის (ბიუჯეტის) შინაარსი

პროექტის რეალიზაციის კაპიტალური ბიუჯეტი მოიცავს ორ ნაწილს: 1. კაპიტალური დანახარჯები სახეების მიხედვით. 2. კაპიტალური დაბანდებების და ფინანსების წყაროები.

კაპიტალური დაბანდებები წარმოადგენს დანახარჯებს გრძელვადიანი აქტივების შესაძენად. რომლებიც ფუნქციონირებენ ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში (ერთ წელზე მეტი) ღირებულების უწყვეტი ამორტიზაციით. კაპიტალურ ხარჯებს ჩვეულებრივ მიაკუთვნებენ მწყობრში შესული შენობების, ნაგებობების, მანქანების, მოწყობილობების და სხვა ძირითადი საშუალებების პირველადწყის ღირებულებას, ასევე შეძენილი არამატერიალური აქტივების ღირებულებას, რომლებიც ექვემდებარებიან თანდათანობით ჩამოწერას.

კაპიტალდაბანდებათა დაგეგმვის მიზანია საინვესტიციო პროექტებისა და პროგრამების რეალიზაციის უზრუნველყოფა გათვალისწინებული საშენებლო ნორმებით და წესებით კაპიტალის ოდენობის, ტექნოლოგიის დონის და ტექნიკური აღჭურვის მიხედვით ჭარბი კაპიტალური ხარჯების თავიდან აცილების მიზნით.

კაპიტალურ დაბანდებებს ხშირად ყოფენ ნორმალურ და სპეციალურ დაბანდებებად. ნორმალური კაპიტალური დაბანდებები ხორციელდება მცირე კაპიტალური დანახარჯებით და გამიზნულია საწარმოს ყოველდღიური მიმდინარე საქმიანობისათვის. როგორც წესი, ისინი არ იწვევენ ფულადი სახსრების დიდ მოდინებას. მაგ.: მწყობრიდან გამოსული მოწყობილების უმნიშვნელო აღდგენა. სპეციალური კაპიტალური დაბანდებები გამიზნულია ახალი მოწყობილობების მასიურ შეძენაზე, ნაწარმის ერთიან წარმოებაზე (საცდელი წარმოება), და სხვ. ისინი, როგორც წესი, არიან მაღალი დანახარჯების მქონენი. კაპიტალდაბანდებების პროექტების დიდ ნაწილს გეთაუზობენ და გეგმავენ წყაროების მენეჯერები. პროექტები ექვემდებარება დამტკიცებას.

საწარმოს კაპიტალური საინვესტიციო ბიუჯეტი მომავალ საფინანსო წელს

ცხრილი 49.1.

	გეგმა წელს მლნ	კვარტლების მიხედვით			
		I	II	III	IV
I. კაპიტალური დაბანდებები					
სამშენებლო სამონტაჟო სამუშაოები	48,0	11,04	11,52	12,48	12,96
მოწყობილობის შეძენა	108,0	24,8	25,92	28,08	29,16
სხვა კაპიტალური დაბანდებები	7,2	1,68	1,68	1,92	1,92
ს უ ლ	163,2	37,56	39,12	42,48	44,04
II. დაფინანსების წყაროები					
წმინდა მოგება	60,0	13,8	14,4	15,6	16,2
საამორტიზაციო ანარიცხები	98,4	22,68	23,64	25,56	26,52
სხვა საკუთარი სახსრები	4,8	1,08	1,2	1,2	1,32
ს უ ლ	163,2	37,56	39,12	42,48	44,04

ორმოცდამეათე თავი. პროექტების შერჩევის მეთოდები საინვესტიციო ბიუჯეტში ჩართვისათვის

50.1. სანარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შემუშავება

პრაქტიკაში იყენებენ კაპიტალური დაბანდებების ბიუჯეტის შემუშავების ორ ძირითად მიდგომას:

1. პირველი მათგანი ემყარება შემოსავლიანობის შიდა ნორმის კრიტერიუმებს (IRR).

2. მეორე – წმინდა დაყვანილი ეფექტის კრიტერიუმებს (NPV).

პირველი მიდგომის შინაარსი ასეთია:

- ყველა დასაშვები პროექტები რანჟირდება IRR-ის კლებით;
- შემდეგ ხდება მისი თანმიმდევრული შერჩევა რეალიზაციისათვის, აუცილებელი წესის დაცვით: IRR > CC (კაპიტალის ფასი).

კაპიტალური დაბანდებების ბიუჯეტის შედგენის მეორე მეთოდი ეფუძნება წმინდა დაყვანილი ეფექტის (NPV) კონცეფციას, რაიმე შეზღუდვის არარსებობის შემთხვევაში გათვლის პროცედურას აქვს შემდეგი სახე:

1. ადგენენ დისკონტირების განაკვეთის მნიშვნელობას — საერთოს, ყველა პროექტისათვის და ინდივიდუალურს ცალკეული პროექტისათვის (დაფინანსების წყაროს ფასებში);

2. განსაზღვრავენ წმინდა დაყვანილი ეფექტის სიდიდეს პროექტების მიხედვით, ყველა დამოუკიდებელი პროექტი (კაპიტალური დანახარჯების დაფარვის წყაროს არსებობის შემთხვევაში), როცა NPV > 0, ერთვება საინვესტიციო ბიუჯეტში.

3. ალტერნატიული პროექტებიდან ირჩევენ პროექტს, რომლისთვისაც NPV-ს მნიშვნელობა მაქსიმალურია. თუკი არსებობს დროითი ან რესურსული ხასიათის შეზღუდვა, მაშინ გათვლის მეთოდიკა რთულდება, ვინაიდან ჩნდება კაპიტალური დაბანდებების ბიუჯეტის ოპტიმიზაციის პრობლემა ამ პრობლემას წყვეტენ პროექტების კომბინაციის შერჩევით დანაწილების (ნაწილობრივი რეალიზაციის შესაძლებლობა) ან მთლიანი (სრული განხორციელების შესაძლებლობა) გათვალისწინებით. ამოსავალი მონაცემები პროექტის საინვესტიციო ბიუჯეტში ჩასართველად წარმოდგენილია 50.1. ცხრილში.

ამოსავალი მონაცემები პროექტების შესარჩევად საინვესტიციო ბიუჯეტში ჩართვის მიზნით

ცხრილი 50.1.

პროექტი	კაპიტალური დაბანდებები პროექტში მლნ ლარი	შემოსავლიანობის შიდა ნორმა (IRR) %	წმინდა დაყვანილი ეფექტი (NPV) გრ 2X გრ3 /100 მლნ. ლარი.
№1	84,6	35	30,2
№2	97,0	25	24,3
№3	61,2	20	12,2
№4	55,4	15	8,3

ასე მაგალითად, მოცემული პროექტებისათვის №1-4 გამოყოფილია კაპიტალური ბიუჯეტის თანხა 163,0 მლნ. ლარის ოდენობით. საწარმოს მოცემული ბიუჯეტი შედგება №1 პროექტის სრული რეალიზაციისაგან (84,4 მლნ ლარი) და №2 პროექტის ნაწილობრივი რეალიზაციისაგან №2 – 76,6 მლნ. ლარი (160,0-86,4).

საწარმოს საინვესტიციო ბიუჯეტის ოპტიმიზაციისათვის შეიძლება ვისარგებლოთ შემოსავლიანობის დისკონტირებული ინდექსით (DPI).

ინვესტორის მოქმედების თანმიმდევრობა ასეთია:

- ყოველი პროექტისათვის ადგენენ შემოსავლიანობის დისკონტირებულ ინდექსს (DPI).
- პროექტებს რანჟირებას უკეთებენ DPI პარამეტრს კლებადობის ხარისხის მიხედვით.
- სარეალიზაციოდ ღებულობენ პირველ n პროექტს, რომელთა ღირებულება არ აღემატება კაპიტალდაბანდებათა დამტკიცებულ ლიმიტს.

მომდევნო პროექტს რთავენ პორტფელში არა მთლიანი სიდიდით, არამედ იმ სახსრების ნაშთის ფარგლებში, რომლის მიხედვითაც იგი შეიძლება დაფინანსდეს.

მაგალითი: საწარმო გეგმაზე ძირითად კაპიტალში ინვესტირების 135 მლნ. ლარი ოდენობით დისკონტური მმართველები (დისკონტირების განაკვეთის 10%-ის ფარგლებში) არის: 0,909, 0,826; 0,751; 0,683.

განიხილავენ ოთხ ალტერნატიულ პროექტს გადახდების შემდეგი ნაკადების მიხედვით:

პრ. №1 : IC — ინვესტიციები (— 78 მლნ. ლარი); FV — მოსალოდნელი ფულადი შემოსულობანი ოთხი წლის მანძილზე (25,5; 36,0; 40,5; 39,0 მლნ. ლარი.

პრ. №2 : IC (— 57): FV : 21 : 30 : 39 და 22,5 მლნ. ლარი.

პრ. №3 : IC (— 102); FV : 39; 45; 45; 45 მლნ. ლარი.

პრ.№4 : IC (— 45); FV : 21.0; 22,5; 24,0 და 24,0 მლნ. ლარი.

აუცილებელია შედგეს კაპიტალდაბანდებათა განთავსების ოპტიმალური გეგმა. განვსაზღვროთ წმინდა დაყვანილი ეფექტი (DPI) და შემოსავლიანობის დისკონტირებული ინდექსი (DPI) ყველა პროექტისათვის.

ინვესტ. პრ. №1 : N PV = 30,5; DPI = 1,38

ინვესტ. პრ. №2 : N PV = 31,5; DPI = 1,55

ინვესტ. პრ. №3 : N PV = 35,1; DPI = 1,35

ინვესტ. პრ. №4 : N PV = 27,1; DPI = 1,60

პროექტები, რომლებიც რანჟირებულია მაჩვენებლის კლების მიხედვით, განლაგდებიან შემდეგი თანმიმდევრობით: №4; №2; №1; №3.

რანჟირების შედეგების მიხედვით დავადგინოთ საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგია (ნახ. 50.1).

პროექტი	კაპიტალდაბანდებების სიდიდე	პორტფელში ჩართული კაპიტალდაბანდებების ნაწილი %	N PV-ის სიდიდე პროექტების მიხედვით
№4	45	100	27,1
№2	57	100	31,5
№1	33(135-45-57)	42,2(33/68X100)	129(30,5X0,422)
ჯამი	135	-	71,5

ნახ. 50.1. საწარმოს საინვესტიციო სტრატეგიის შერჩევა

ინვესტირების შერჩეული სტრატეგიიდან გამომდინარე, საწარმოს შეუძლია სრული რეალიზება გაუკეთოს №4 და№2 საინვესტიციო პროექტს და ნაწილობრივი რეალიზაცია კი №1 პროექტს.

საინვესტიციო ბიუჯეტის ეფექტიანობას ამაღლებისათვის იყენებენ მიმდინარე კორექტირების მეთოდს, მისი აუცილებლობა განპირობებულია ორი ძირითადი მიზეზით, პირველი მათგანი დაკავშირებულია ბაზარზე კაპიტალური დაბანდებების ახალი, უფრო ეფექტიანი ობიექტების გამოჩენასთან. მეორე მიზეზი განპირობებულია პროექტების შედეგიანობის მნიშვნელოვან შემცირებასთან მათი რეალიზაციის პროცესში, ასეთ სიტუაციაში ხმისა და საჭირო გადაწყვეტილებების მიღება, რომელიმე პროექტიდან გამოსვლის ბიუჯეტის კორექტირების შესახებ.

პროექტიდან გასვლის შესახებ გადაწყვეტილების მიღების მაღალი პასუხისმგებლობა იმასთანაა დაკავშირებული, რომ ისინი ხშირად იწვევენ მოსალოდნელი მოგების გამოსელის დანაკარგს და ხშირად დაბანდებული კაპიტალის ნაწილის დანაკარგსაც. ამიტომაც მმართველობითი გადაწყვეტილებები უნდა ემყარებოდეს ინვესტიციის ბაზრის მიმდინარე კონიუქტურის სიღრმისეულ ანალიზს და მისი შემდგომი განვითარების პროგნოზს. არარაციონალური პროექტებიდან გასვლის მნიშვნელოვანი გზებია:

- პროექტის ფინანსური ოპერაციების შეწყვეტა სამშენებლო-სამონტაჟო სამუშაოების დაწყებამდე;
- ნაწილობრივ რეალიზებადი პროექტის გაყიდვა დაუმთავრებელი სამშენებლო ობიექტის სახით;
- საშენებული ობიექტის გაყიდვა მისი ექსპლოატაციის სტადიაზე ანდა რეალური აქტივების ცალკეული სახეების გაყიდვა;

  საინვესტიციო პროექტის აქციონირება, რეალიზაციის ნებისმიერ სტადიაზე, სააქციო კაპიტალში წილის მინიმიზაციით (თუ კი პროექტი შეიძლება სტრუქტურულად გამოეყოს ერთიან ქონებრივ კომპლექსს).

არაეფექტიანი პროექტიდან გამოსელის შესახებ გადაწყვეტილების მიღების საკუთხო კრიტერიუმია შემოსავლიანობის შიდა ნორმის მოსალოდნელი სიდიდე (IRR) მისი რეალიზაციის გაგრძელება შესაძლებელია NPV-ს დადებითი მნიშვნელობის შენარჩუნებისას, ასევე შემდეგი უტოლობის დაცვისას:

$$IRR > D_c + \Pi_p + \Pi_n \qquad (50.1)$$

სადაც D_c – სადეპოზიტო პროცენტის საშუალო განაკვეთი რომელიც ითვალისწინებს ინფლაციის ფაქტორს ფინანსურ ბაზარზე %-ში. Π_p – რისკისათვის პრემიის დონე, რაც დაკავშირებულია პროექტის რეალიზაციასთან; % Π_n – პრემიის დონე დაბალი ლიკვიდობისათვის პროექტის რეალიზაციისი ხანგრძლივობის საპროგნოზო ზრდის პირობებში %.

პროექტიდან გასვლის კონკრეტული ფორმების შერჩევის პროცესში მიზანშეწონილია ეკონომიკური ეფექტიანობის მოთხოვნის გათვალისწინება (მოგების, შემოსავლის და დაბანდებული კაპიტალის დანაკარგის მინიმიზაცია) და საწარმო-ინვესტორის იმიჯის შენარჩუნება სასაქონლო და ფინანსურ ბაზრებზე.

50.2. საინვესტიციო ბიუჯეტის შესრულების ანალიზი და შეფასება

კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტის შესრულების ანალიზი ხორციელდება საოპერაციო და საფინანსო ბიუჯეტების შესწავლისა და შეფასების შემდეგ. ეს იმითაა გამოწვეული, რომ ფინანსურ ბიუჯეტებში გადახრები (ფინანსური სახსრების მოძრაობა ბიუჯეტში საბალანსო ფურცლების მიხედვით) განისაზღვრება როგორც მიმდინარე სამეურნეო საქმიანობაში, ისე დაბანდებებით არასაბრუნავ აქტივებში. ამ უკანასკნელს ახორციელებენ როგორც შიდა, ისე გარე ფინანსური წყაროების ხარჯზე.

ბიუჯეტირების რაციონალურ სისტემაში უნდა მონაწილეობდეს ცალკეული საინვესტიციო პროექტების რეალიზაციაზე ანალიზი და კონტროლი. ამასთან რეკომენდებულია ანალიზი გამოყენებული იქნას „დანახარჯები – სარგებელი“ სქემის მიხედვით, რომელიც შესაძლებელს ხდის პასუხი გაეცეს შემდეგ კითხვებს:

- როგორ ძალისხმევაა საჭირო შემოთავაზებული პროექტის სარეალიზაციოდ;
- შეიძლება თუ არა პროექტი შესრულდეს საკუთარი წყაროების ხარჯზე თუ საჭიროა გარე ფინანსური რესურსების მოზიდვა;
- არსებობს თუ არა საბოლოო შედეგის მიღწევის უფრო ეფექტიანი ხერხი.

ამ კითხვებზე პასუხის გაცემის შემდეგ ვლენენ პრობლემურ ზონებს და სახაჟენ გზებს მათი თავიდან ასაცილებლად.

ანალიზისას მნიშვნელოვანი ასევე გათვალისწინებული გადასახადები, რომლებიც არსებით როლს ასრულებენ კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტირებისას, ვინაიდან დადებითი შედეგი მოგების

მიხედვით გადასახადების გადახდამდე შეიძლება არსებითად გაუარესდეს მათი გადახდის შემდეგ. ბიუჯეტირების შედეგების ანალიზისას მნიშვნელოვანი ელემენტია გადახრების ანალიზი. ადგილი აქვს საგეგმო და ფაქტიური მაჩვენებლების შედარებისას. ამ ინფორმაციას იძლევიან ანგარიშგებები, რომლებსაც სიღრმისეულად სწავლობენ წარმოდგენილი ციფრობრივი მასალის საფუძველზე. ანგარიშგებები საინვესტიციო ბიუჯეტების შესრულების შესახებ შეიძლება შედგეს ყოველთვიურად ანდა ყოველკვარტალურად. მათ ამზადებს ინვესტიციებზე პასუხისმგებლების ცენტრის სპეციალისტები.

ანალიზის პროცესში მიზანშეწონილია ერთიმეორეს შეუდარდეს ინვესტიციების ფაქტიური და საგეგმო ბალანსები. ინვესტიციების ბალანსს ადგენენ შემდეგი ფორმულით:

$$ОРС_{нп}+П_{кв}-В_{п}=ОНС_{кп} \qquad (50.2.)$$

სადაც: $ОНС_{нп}$ და $ОНС_{кп}$ დაუმთავრებელი მშენებლობის ნაშთი და დაუდგმელი მოწყობილობა საბიუჯეტო პერიოდის და საწყისში და ბოლოს, $П_{кв}$ – კაპიტალდაბანდებების გეგმა საბიუჯეტო პერიოდში, $В_{м}$ – ობიექტების მოქმედებაში შეყვანა გეგმის მიხედვით საბიუჯეტო პერიოდში.

მოცემულ ფორმულას იყენებენ ფაქტიური და საგეგმო მაჩვენებლების შედარებისას და ადგენენ გადახრათა სიდიდეს. ინფორმაციის წყაროა საბუღალტრო და სტატისტიკური აღრიცხვა, მთავარი წიგნი, საინვესტიციო ბიუჯეტი და სხვ.

ინვესტიციების ეფექტიანობას გეგმავენ გრძელვადიანი ბიუჯეტის ფარგლებში ერთი-სამი წლისათვის. მოკლევადიანი ბიუჯეტის ფარგლებში (კვარტალში) ინვესტიციების ანალიზისადმი მიდგომას ახორციელებს კაპიტალდაბანდებების ათვისების პარამეტრთი, ე.ი. ფულადი სახსრების ხარჯებით ინვესტირების მიზანზე. ეს იწვევს საბრუნავი აქციების იმობილიზაციას და საწარმოს ბალანსის ლიკვიდობის შემცირებას.

ერთდროულად კაპიტალური ბიუჯეტი მოკლევადიანი პერიოდის განმავლობაში გაულენას ახდენს გასავლებზე და შემოსავლებზე:

1) დეინვესტიციების ხარჯზე — დაუმთავრებელი მშენებლობის ობიექტების და ძირითადი საშუალებების ობიექტების შესაძლო გაყიდვა;

2) საამორტიზაციო ანარიცხები, როგორც წარმოების ხარჯების ნაწილი;

3) საბუღალტრო და წმინდა მოგების სიდიდის გაზრდა ახალი საწარმოო ობიექტების ამოქმედების ანდა მოქმედი სიმძლავრეების მოდერნიზაციის ხარჯზე.

უნდა აღინიშნოს, რომ კაპიტალური ბიუჯეტის შესრულების ანალიზისას აფიქსირებენ ასევე ხელიდან გაშვებული მოგების ხარჯებს, სიმძლავრეების ამოქმედების დაგეგმილი ქმედებების ჩაშლისას წლის მანძილზე, ასე რომ კაპიტალური ბიუჯეტის შესრულება გაულენას ახდენს, როგორც საწარმოს მიმდინარე ფინანსურ მდგომარეობაზე, ასევე საბოლოო ფინანსურ შედეგებზე.

მთლიანი ეფექტი კაპიტალდაბანდებათა ბიუჯეტის შესრულებიდან (როგორც სახსრების ათვისების სიდიდით, ასევე ექსპლუატაციაში გადაცემული ობიექტების ღირებულების მიხედვით) გამოისახება შემდეგი პარამეტრებით:

1. წმინდა მოგების ზრდა;
2. კაპიტალური აქტივების გადიდება;
3. დაუმთავრებელი მშენებლობის სიდიდის შემცირება ახალი ობიექტების ამოქმედებით და დაუდგმელი მოწყობილობის ექსპლოატაციით გადაცემით;
4. გრძელვადიანი ვალდებულებების სიდიდის შეცვლა ბიზნესის პასივში კრედიტებისა და სესხების დაფარვის ხარჯზე;
5. ფულადი აქტივების სიდიდის ცვლილება (ფულადი სახსრების ნაშთების ზრდა ანდა შემცირება საანგარიშსწორებო ანაგრიშებზე ბანკებში).

შესაბამისად, საინვესტიციო ბიუჯეტის შესრულების ანალიზი საინტერესოა საწარმოს ხელმძღვანელობისათვის ფინანსური მდგრადობის უზრუნველყოფის, გადახდისუნარიანობის და სასურველი ფინანსური შედეგის მიღწევის პოზიციებიდან.

✓ მართვის საერთო სისტემაში განსაკუთრებულ ადგილს იკავებს ფინანსური დაგეგმვა, რომელიც წარმოადგენს საწარმოს ფულადი შემოსულობებისა და გადახდების პროგნოზის რთულ პროცესს. გადასახდელი სახსრების დეფიციტის ან ნაკლოვანების შემთხვევაში ფინანსური დაგეგმვა შესაძლებელს ხდის გამოვლინდეს და შეჩერდეს სამეურნეო ოპერაციების განხორციელების შედარებით ეფექტიანი გარანტები გადახდების თვალსაზრისით. იგი შეიძლება წარმოვიდგინოთ საგადასახადო სახსრების გადახდების ნაკადების დაგეგმვა საწარმოს ვალდებულებების მიხედვით შემდეგი მიმართულებების ჭრილში: 1) ფულადი ნაკადების პროგნოზი (ფულადი სახსრების შემოდინება და გადინება); 2) კაპიტალდაბანდებების აუცილებელი ობიექტის განსაზღვრა საწარმოს მიხედვით მთლიანად და ცალკეული საინვესტიციო პროექტების მიხედვით. 3) კაპიტალდაბანდებების დაფინანსების წყაროების პროგნოზი (შიდა და გარე).

ფინანსური დაგეგმვისაგან განსხვავებით საინვესტიციო დაგეგმვის ქვეშ მოიაზრება გადაწყვეტილებების მოშზადება და მიღება კაპიტალურ ბიუჯეტში ჩართული რეალიზებული პროექტების მიზნების, ვადების, დანახარჯებისა და ფინანსური შედეგების მიხედვით.

✓ საინვესტიციო დაგეგმვის და ბიუჯეტირების სისტემის დაგეგმვის წარმატება დამოკიდებულია, პირველ რიგში, საწარმოს მენეჯმენტის ხარისხზე; ამიტომ იმისათვის, რომ მიღწეული იქნას საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მაღალი დონე, მიზანშეწონილია დაიგეგმოს ისეთი მმართველობითი სისტემა, სადაც მართვის ყოველ დონეს ზუსტად შეესაბამება განსაზღვრული ვალდებულებები და უფლებამოსილებანი. ასეთ ინსტრუმენტად იყენებენ საინვესტიციო საქმიანობის საბიუჯეტო მართვის სისტემას, რომელიც უზრუნველყოფს ბიუჯეტის შესრულებაზე პროცედურების კოორდინაციისათვის დამუშავებებს, ანალიზის, დანერგვისა და კონტროლისადმი კომპლექსურ მიდგომას.

✓ ბიუჯეტირება ეს არის სამეურნეო ოპერაციების დაგეგმვისა და კონტროლის კომპლექსური ინტეგრირებული პროცესი. ბიუჯეტების შემუშავება მიზნად ისახავს სტრატეგიული მითითებების რეალიზაციას უფრო დეტალური და კონკრეტული პროცედურების მეშვეობით, ანუ წარმოადგენს ოპტიმალური გადაწყვეტილების შერჩევას და მოცემულ სამეურნეო სიტუაციაში ფინანსური რესურსების და ფულადი ნაკადების მართვის შედარებით მისაღებ მეთოდებს და ხერხებს.

საბიუჯეტო პროცესის ძირითადი მიზანია დადგინდეს, როდის, სად და როგორ იქნას გამოყენებული სხვადასხვა რესურსები, რათა საწარმომ მაიღწიოს თავისი მუშაობის მაქსიმალურ ეფექტიანობას.

✓ ბიუჯეტირების პროცესი წარმოადგენს მართვის ინსტრუმენტს, რომელიც შესაძლებელს ხდის აამაღლოს საფინანსო-ეკონომიკური დაგეგმვის ობიექტურობა და სიზუსტე, და შეაფასოს საწარმოს სტრუქტურული ქვედანაყოფების მუშაობის ეფექტიანობა. ყველა უპირატესობა, რომელსაც ბიუჯეტირება იძლევა, განაპირობებს იმას, რომ იგი აღიარებულია როგორც მმართველი სისტემის ინფორმაციულ-ანალიტიკური მხარდაჭერის სრულფასოვანი ტექნოლოგია. იგი შესაძლებელს ხდის დასაბუთდეს დანახარჯები, გაუმჯობესდეს შემოსავლების პროგნოზის ხარისხი, დამყარდეს ურთიერთკავშირი მიზნობრივ მაჩვენებლებსა და მის მისაღწევად საჭირო დანახარჯებს შორის.

✓ ბიუჯეტირება მისაღებია მხოლოდ მოკლევადიანი დაგეგმვისას, ოღონდ ყველა მოკლევადიანი გეგმები ურთიერთდაკავშირებულია სტრატეგიული განვითარების გეგმასთან, რამდენადაც მისი შემადგენელი ნაწილია, ოღონდ დროის მოკლე ინტერვალში. მოკლევადიან მიზნების განსაზღვრის საფუძველია ბიზნეს-გეგმა. ბიზნეს-გეგმის მაჩვენებლები უნდა შეესაბამებოდეს ბიუჯეტების პარამეტრებს ანალოგიურ პერიოდში (კვარტალი, თვე), დეტალიზაციის დონიდან გამომდინარე. ასეთი გზით მიიღწევა ურთიერთკავშირი მოკლევადიანი და გრძელვადიანი დაგეგმვის პროცესებს შორის.

ბიუჯეტების შედგენისა და შესრულების პროცესში მიზანშეწონილია დაცული იქნას შემდეგი წესები: 1) ბიუჯეტები უნდა იყოს სტრუქტურირებული, გასაგები და საკმაოდ მწყობრი (წარმომადგენლობითი); 2) ბიუჯეტის მოშზადება, ანალიზი და დამტკიცება წარმოადგენს ერთიან პროცესს, რომელიც ღირს

შიდა და გარე გარემოს ცვლილებების მიმართ და აგებულია სტრუქტურულ ქვედანაყოფებს შორის კოორდინირებული ინფორმაციის ბაზაზე; 3) ბიუჯეტების პარამეტრები არ უნდა იყოს არც ძალზე მკაცრი და არც გაუმართლებლად შემცირებული, რაც არ მოითხოვს ძალისხმევას მათი მიღწეისადმი, ასე რომ ისინი შეიძლება იყოს რეალურები და დოკუმენტურად დასაბუთებული.

✓ ბიუჯეტირების პროცესში წყდება შემდეგი ძირითადი ამოცანები: 1) საინვესტიციო წინადადების შესაბამისობა სწარმოს სტრატეგიულ ამოცანებთან; 2) დროის ფაქტორის და კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინება პროექტის განხილვისას; 3) რეალური ინვესტიციების რისკისა და შემოსავლაინობის ურთიერთმიმართება; 4) ყოველი პროექტის მიხედვით საინვესტიციო ხარჯების და სარგებლის (მოგების) ანალიზის ჩატარების აუცილებლობა; 5) საინვესტიციო წინადადების მაქსიმალური სარგებლიანობის (ეფექტიანობის) ცოდნა; 6) პროექტის მიხედვით სამუშაოების შესრულების და შედეგების შედარება პირველ მოსალოდნელობებს პროექტის მონიტორინგის პროცესში); 7) პროექტის გავლენა კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე; 8) შესაძლო ფულადი ნაკადის გათვლა პროექტის სიცოცხლის მთელი პერიოდის განმავლობაში. (მთელი სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში);

✓ პროექტის რეალიზაციის კაპიტალური ბიუჯეტი მოიცავს ორ ნაწილს: 1. კაპიტალური დანახარჯები სახეების მიხედვით. 2. კაპიტალური დაბანდებების ფინანსირების წყაროები.

კაპიტალური დაბანდებები წარმოადგენს დანახარჯებს გრძელვადიანი აქტივების შესაძენად. რომლებიც ფუნქციონირებენ ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში (ერთ წელზე მეტი) ღირებულების უწყვეტი ამორტიზაციით. კაპიტალურ ხარჯებს ჩვეულებრივ მიაკუთვნებენ მწყობრში შესული შენობების, ნაგებობების, მანქანების, მოწყობილობების და სხვა ძირითადი საშუალებების პირველადწყვის ღირებულებას, ასევე შეძენილი არამატერიალური აქტივების ღირებულებას, რომლებიც ექვემდებარებიან თანდათანობით ჩამოწერას.

კაპიტალდაბანდებათა დაგეგმვის მიზანია საინვესტიციო პროექტებისა და პროგრამების რეალიზაციის უზრუნველყოფა გათვალისწინებული სამშენებლო ნორმებით და წესებით კაპიტალის ოდენობის, ტექნოლოგიის დონის და ტექნიკური აღჭურვის მიხედვით ჭარბი კაპიტალური ხარჯების თავიდან აცილების მიზნით.

? . . . . . კითხვები და დავალებები დამოუკიდებელი მუშაობისათვის

- ახსენით ცნების შინაარსი: „დაგეგმვა“ და „საინვესტიციო დაგეგმვა“.
- დაახასიათეთ ურთიერთკავშირი სტრატეგიულ, ფინანსურ და საინვესტიციო დაგეგმვას შორის.
- ახსენით კავშირი საინვესტიციო დაგეგმვასა და ბიუჯეტირებას შორის.
- დაახასიათეთ ცნება „ბიუჯეტირება“;
- განსაზღვრეთ რა არის ფინანსური პასუხისმგებლობის ცენტრები და მათი სახეები?
- დაასახელეთ ბიუჯეტური მართვის ძირითადი ღირსებები;
- მოიყვანეთ ბიუჯეტირების ნაკლოვანებათა ცალკეული მაგალითები და მათი თავიდან აცილების გზები;
- ჩამოთვალეთ ბიუჯეტირების ძირითადი წესები.
- დაახასიათეთ ცნება: „საინვესტიციო ბიუჯეტირება“.
- დაასახელეთ ბიუჯეტირების პროცესში გადასაწყვეტი ამოცანები.
- ჩამოთვალეთ კაპიტალურ დაბანდებებთან მიმართებაში მისაღები გადაწყვეტილებების ძირითადი სახეები.
- რომელი ინფორმაცია გამოიყენება საინვესტიციო ბიუჯეტის შესამუშავებლად?
- ახსენით კალენდარული გეგმის როლი პროექტის რეალიზაციაში.
- ჩამოაყალიბეთ საბიუჯეტო რეგლამენტის (ბიუჯეტის სახელმძღვანელო) შედგენის აუცილებლობა?
- როგორი წესით განისაზღვრება კაპიტალური დანახარჯები პროექტზე?
- რითაა გამოწვეული პროექტის საწყისი პარამეტრების კორექტირება.
- ახსენით საინვესტიციო ბიუჯეტის მომზადების პროცესის არსი.
- დაასახელეთ ბიუჯეტის საშემოსავლო და ხარჯვითი ნაწილის შემუშავების პროცედურები.
- დაასახელეთ საკვანძო საკითხები, რომლებიც წყდება საინვესტიციო ბიუჯეტირების პროცესში.
- რა ნაწილებისაგან შედგება კაპიტალური ბიუჯეტი?
- დაასახელეთ კაპიტალური დაბანდებების დაგეგმვის მიზანი?
- რა განსხვავებაა ნომინალურ და სპეციალურ კაპიტალურ დაბანდებებს შორის?
- დაასახელეთ კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტის დამუშავებისას გამოყენებული მიდგომები;
- ჩამოთვალეთ მიზეზები, რაც განაპირობებს საინვესტიციო ბიუჯეტის მიმდინარე კორექტირების აუცილებლობას;
- როგორია არაეფექტიანი პროექტებიდან თავიდან აცილების ძირითადი გზები?
- ახსენით საინვესტიციო ბიუჯეტირებაში ფინანსური ანალიზის როლი და მნიშვნელობა;
- რომელიც მეთოდიკით ადგენენ ინვესტიციების საგეგმო და ფაქტიურ ბალანსებს?
- რომელი პარამეტრებით ზომავენ კაპიტალური ბიუჯეტის შესრულებისაგან მიღებულ ერთიან ეფექტს?
- ახსენით ფინანსური ანალიზის ადგილი და როლი საინვესტიციო ბიუჯეტირებაში.
- რა მეთოდიკით ადგენენ ინვესტიციების საგეგმო და ფაქტიურ ბალანსებს?
- რა პარამეტრებით ზომავენ კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტის შესრულებიდან მიღებულ მთლიან ეფექტს?

რეკომენდებული ლიტერატურა

1. **ბახტაძე ლ.** ფინანსური ბაზარი. დამხმარე სახელმძღვანელო. თბ.: „ეერჟე", 2007.
2. **ბლანკი ი.ა.** ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, 2 ტომად, ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ, 2008.
3. **გიტმანი ლ., ჯონკი მ.** ინვესტირების საფუძვლები. ქართული თარგმანი შესრულებულია ლ. ქოქიაურის მიერ. თბ.: თსუ (მეორე გამოცემა). 2007, გვ. 52.
4. **კოვზანაძე ი.** საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბ.: თსუ გამომცემლობა, 2002.
5. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციის ბაზარი: თეორია, პოლიტიკა, პრაქტიკა. თბ.: ფირმა „სიახლე". 2002. გვ 20-71.
6. **ქოქიაური ლ.** ფულადი ნაკადები: არსი, მართვა, ანალიზი. თბ., „პოლიგრაფი". 2005.
7. **ქოქიაური ლ.** ინვესტიციის ბაზარი: არსი, ფორმირება, განვითარება. თბ.: თსუ. 2009.
8. **ქოქიაური ლ. შონია ნ.** ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ.: თსუ. 2008.
9. **ქოქიაური ლ., ბებიაშვილი ნ.** საინვესტიციო პროექტები. თეორია, ანალიზი, მართვა. თბ.: თსუ. მეორე გამოცემა. 2010.
10. **Боди Э., Кейн А., Маркус А.Д.** Принципы инвестиций. Пер. с англ., М.: Вильямс, 2002.
11. **Бочаров В.В.** Инвестиции. Питер. 2008
12. **Бирман Г., Шмидт С.** Экономический анализ инвестиционных проектов. Пер. с англ., М.: ЮНИТИ. 1997.
13. **Фабоцци Ф.Д.** Управление инвестициями. Пер. с англ., М.: Инфра-М, 2000.
14. **Холт Р.Н., Барнес С.В.** Планирование инвестиций, пер. с англ., М.: Дело. 1994.
15. **Шим Д.К., Сигел Д.К.** Основы коммерческого бюджетирования. Пер. с англ., СПб.: Пергамент. 1998
16. **Amling Frederick.** Investment: An Introduction to Analisis and Management. – New Jersey: Prentice Hall. 1989.
17. **Brealey R. A., Myers S. C.** Principles of Corporate Finance. Prentice Hall. 2000.
18. **Brigham E.** Fundamentals of Financial Management. 6-th ed. – New York, The Dryden Press, 1992.
19. **Downes J., Goodman J.** Dictionary of Finance and Investment Terms. – Barron's. New-York, 1995.
20. **Dyckman T.R., Dukes R.E., Davis C. J.** Intermediate accounting. – IRWIN, Inc., 1992.
21. **Elliot B., Elliot J.** Financial Accounting and Reporting, - Prentice Hall International, 1996
22. **Garrison R.,** Noreen E. Managerial Accounting: Concepts for Planning, Control, Decision Making. Seventh Ed. IRWIN, 1994.
23. Global Development Finance. The World Bank. Washington, DC, 2004.
24. Global Development Finance. The World Bank. Washington, DC, 2005.
25. Global Development Finance. The World Bank. Washington, DC, 2006.
26. **Haugen R.A.** Modern Investment Theory. 4-th ed. Prentice-Hall, 1997.
27. **Hirt G. A., Block S.B.** Fundamentals of Investment Management and Strategy. – Richard D. Irwin, Inc., 1993.
28. International Finance Corporation. Investing in Progress: with Experience, Innovation and Partnership. 2005 Annual Report. – Washington, DC, 2006.
29. **Johnson R. E.** Issues in Managerial Finance – The Dryden Press, 1987.
30. **Lerner J.** The Syndication of Venture Capital Investments. Financial Management. 1994. vol. 23. p. 16-27.
31. **Martin J. P., Petty J. W., Keown A. J., Scott D. F.** Basic Financial Management, 5th ed. – New Jersey: Prentice HAll, 1991.
32. **Moyer R. C., McGougan J. R., Kretlon W. J.** Contemporary Financial Management. 6th ed. – West Publishing Company, 1995.
33. **Mayo I.** Investments: On Introduction. - New York, The Dryden Press, 1991.
34. McConnell Campbell R. Economics – 11th -ed. – New York , McGraw-Hill, 1990.

35. Policy Research Working Papers 3986. Reforming the Investment Climate: Lessons for Practitioners. – THe World Bank Investment Climate Department, August 2006.
36. **Rees, B.** Financial Analysis, - Prentice Hall International, 1995.
37. **Reilly R.** Investment analysis and portfolio management. – New York. The Dryden Press, 1991.
38. **Reilly K.** Investments. – New York, The Dryden Press, 1992.
39. **Rima I. H.** Development of Economic Analysis, 5-th ed. – Richard D. Irwin, Inc., 1991.
40. **Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. O.** Fundamentals of Corporate Finance. IRWIN, 1998.
41. **Samuels J. M., Wilkes F. M., Brayshaw R. E.** Management of Company finance, 6-th ed. – Chapman & hall, 1992.
42. **Sharpe W.F., Alexander G.J.** Investments, 4-th ed. - Prentice Hall International, 1990.
43. UNCTAD Measuring Restrictioners on FDI in services in Developing Countries and Transition Economies. – United Nations New-York and Genewa, 2006.
44. UNCTAD. World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Developent, – United Nations, Genewa, 2006.
45. **Van Horne J.C., Wachowicz J.M.** Fundamentals of Financial Management, 8-th ed. - Prentice Hall Inc., 1992.
46. **Van Horne J. C.** Financial Management and Policy, Prentice Hall, 1995.
47. **Weetman P.,** Financial and Management Accounting, - London , 1996.
48. World Bank / MIGA. Investment Promotion Perfomance Review 2006: Providing Information to Investors, October, 2006.
49. World Bank /MIGA. Investment Promotion Perfomance Review 2006: Providing Infortion to Investors, October, 2006
50. www. geplas.org/ge

ამოცანები და ტესტები

1. ახალი საამქროს მშენებლობაში ფირმის სახრების დაბანდება შეიძლება თუ არა ჩაითვალოს ინვესტირებად:

ა) დიახ, მსგავსი დაბანდებები მიღებულია ჩაითვალოს ინვესტირებად;

ბ) არა, მსგავსი დანახარჯები არ მიეკუთვნება საინვესტიციო საქმიანობას;

გ) ეს შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად, თუკი მისი დაფინანსების წყარო არის ფირმის მხოლოდ საკუთარი სახსრები.

დ) დიახ, ოღონდ თუკი მშენებლობის ვადა აღემატება ერთ წელს.

2. საერთოდ, ინვესტირებას მიეკუთვნება ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი:

ა) დიახ, ოღონდ მაშინ, თუკი პორტფელი მოიცავს საწარმოს აქციების 51%-ზე მეტს;

ბ) დიახ, რამდენადაც ამ შემთხვევაში ინვესტორს აქვს ინვესტიციებისათვის დამახასიათებელი ჩვეულებრივი მიზანი — მოგების (შემოსავლის) მიღება დაბანდებული ფულისაგან;

გ) არა, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების შეძენა არ შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად;

დ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ მაშინ, თუ პორტფელი იქმნება ერთ წელზე მეტი ხნის ვადით.

3. ტერმინი „ინვესტიციები" შეიძლება განისაზღვროს, როგორც დროებით თავისუფალ-ფულადი სახსრების დაბანდების პროცესი მოგების (შემოსავლის) ან სხვა დადებითი ეფექტის მიღების მიზნით:

ა) დიახ, ინვესტიციების განსაზღვრა სწორედ ასეთია;

ბ) ეს სამართლიანია მხოლოდ რეალურ სახსრებში დაბანდებისათვის;

გ) არა, ასე განმარტავენ ინვესტირებას და არა ინვესტიციებს;

დ) ასე განმარტავენ ინვესტიციებს, რომლებიც წარიმართება ფინანსურ სახსრებში.

4. ჩარხი შეიძლება იყოს ინვესტიცია:

ა) არა, ჩარხი შეიძლება იყოს მხოლოდ ინვესტიციების ობიექტი და არა ინვესტიცია;

ბ) დიახ, თუკი ეს ჩარხი იქნება მოდერნიზებული;

გ) დიახ, თუკი ჩარხი ჩაიდება რომელიმე საინვესტიციო ობიექტში;

დ) არა, რეალური სახსრები არ შეიძლება იყოს ინვესტიციები საერთოდ;

5. აქციები შეიძლება იყოს ინვესტიციები რეალურ სახსრებში:

ა) არა, ფასიანი ქაღალდები საერთოდ არ მიეკუთვნება ინვესტიციებს;

ბ) შეიძლება, მაგრამ მხოლოდ თუ ეს არის სამრეწველო საწარმოს აქციები;

გ) შეიძლება, თუკი ისინი ჩაიდება კაპიტალური დაბანდებების ობიექტში;

დ) არა, რამდენადაც კაპიტალური დაბანდებების ობიექტებში შეიძლება დაბანდდეს მხოლოდ ობლიგაციები და არა აქციები.

6. ეკონომიკური თვალსაზრისით, ინვესტიციებად შეიძლება ჩაითვალოს მხოლოდ ის სახსრები, რომლებიც მიმართულია რეალური კაპიტალის კვლავ წარმოებაზე:

ა) დიახ, ეს მტკიცება სწორია;

ბ) არა, ასე განმარტავენ ინვესტირებას და არა ინვესტიციებს;

გ) დიახ, თუკი ინვესტირება განხორციელდება ერთ პოლდინგურ პერიოდში;

დ) დიახ, თუ არ გაითვალისწინება საამორტიზაციო ანარიცხები.

7. ინვესტორმა ჩამოაყალიბა პორტფელი საწარმოს ობლიგაციებიდან. თეორიული თვალსაზრისით შეიძლება ჩაითვალოს, რომ მან განახორციელა ინვესტირება:

ა) არა, იმიტომ, რომ ობლიგაციების შეძენა საერთოდ არ განეკუთვნება ინვესტირებას;

ბ) დიახ, ოღონდ თუ პორტფელი უზრუნველყოფს საწარმოზე კონტროლს;

გ) არა, რადგანაც თეორიულად, ინვესტირება გულისხმობს ინვესტიციების დაბანდებას რეალურ სახსრებში;

დ) არა, რადგანაც თეორიულად ინვესტირებად ითვლება ფულის დაბანდება საწარმოს აქციებში და არა ობლიგაციებში.

8. ქვემოთ ჩამოთვლილთაგან ინვესტიციებს შეიძლება მოვაკუთვნოთ:

ა) ჩარხები, მოწყობილობა;

ბ) სასაქონლო ნიშანი, საქმიანი რეპუტაცია, ინტელექტუალური საკუთრება;

გ) ანტიკვარიატის საგნები, ძვირფასი ქვები, საკოლექციო მარკები;

დ) არც ერთი ჩამონათვალთაგანი.

9. ბრილიანტის შეძენა შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად:

ა) დიახ, ოღონდ იმ შემთხვევაში, თუ ბრილიანტი შეძენილია საუქციონო ვაჭრობებზე;

ბ) პრინციპში ეს არ შეიძლება განხილული იქნას როგორც ინვესტირება;

გ) დიახ, ოღონდ, თუ ბრილიანტს აქვს წონა 10 კარატზე მეტი;

დ) დიახ, თუკი ბრილიანტის შეძენისას მხედველობაში მიიღება მისი ხელახალი გაყიდვა უფრო მაღალ ფასში.

10. მეწარმემ იყიდა მსუბუქი ავტომობილი. ეს შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად, თუკი:

ა) მან უნდა გამოიყენოს ავტომობილი სამხრეთში სამოგზაუროდ ოჯახთან ერთად;

ბ) ავტომობილის შეძენა საერთოდ არ შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად;

გ) მას გამიზნული აქვს ავტომობილი კომერციული მიზნებისათვის;

დ) იგი გეგმავს ავტომობილის გარემონტებას და მისი პირადი მიზნებით გამოყენებას.

11. მეწარმემ შეიძინა ნახმარი მსუბუქი ავტომობილი და მის რემონტზე დახარჯა 1500 ლარი. გაწეული ხარჯები შეიძლება მოვაკუთვნოთ ინვესტიციებს:

ა) თუკი მეწარმემ შეიძინა ავტომობილი მისი რემონტისა შემდეგ უფრო ძვირად გაყიდვის მიზნით;

ბ) ავტომობილს გაევლილი აქვს 10 ათას კილომეტრზე მეტი;

გ) ავტომობილის შესაძენი ფასი არ აღემატება 15 000 ლარს;

დ) ავტომობილის რემონტზე გაწეული ხარჯები საერთოდ არ განეკუთვნება ინვესტიციებს.

12. ინვესტორმა შეიძინა ბანკის ჩვეულებრივი აქციები. შეიძლება ჩაითვალოს, რომ ამ ქმედებით მან:

ა) განახორციელა ინვესტიცია;

ბ) განახორციელა ინვესტირება;

გ) ფული დახარჯა მოხმარებაში. ვინაიდან ინვესტირებას შეიძლება მოვაკუთვნოთ პრივილეგირებული აქციების შეძენა და არა ჩვეულებრივი აქციების შეძენა;

დ) შეიძინა ინვესტიცია.

13. თუკი ინვესტორმა შეიძინა ერთი აქცია 25 დოლარად და 5 წუთის შემდეგ გაყიდა იგი 25.1 დოლარად, შეიძლება თუ არა ეს ქმედება ჩაითვალოს საერთო შემთხვევაში ინვესტირებად:

ა) არა, იმიტომ რომ ინვესტირებისას ჰოლდინგური პერიოდი უნდა აღემატებოდეს ნახევარ წელს;

ბ) არა, ინვესტირებად ითვლება აქციების პორტფელის შეძენა და არა ცალკეული ერთეული ფასიანი ქაღალდის შეძენა;

გ) დიახ, თუკი ინვესტორს გამიზნული ჰქონდა აქციის ხელახალი გაყიდვა;

დ) ეს სამართლიანია ობლიგაციისათვის და არა აქციისათვის.

14. სს „თი-ბი-სი" ბანკის მიერ შეძენილი ლ.გუდიაშვილის სურათი შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირებად, თუკი:

ა) ყიდვის მომენტში მხედველობაში იყო მისი ხელახალი გაყიდვა უფრო მაღალ ფასად;

ბ) ყიდვისას ეს სურათი იყო დაზღვეული;

გ) ბანკი გეგმავდა ამ სურათის შენახვას ერთ წელზე მეტი ხნით;

დ) იგეგმებოდა ამ სურათის პერიოდული გამოფენა ბანკში მომსვლელთა დათვალიერების მიზნით.

15. ინვესტორს გამიზნული აქვს „გაზპრომის“ 1000 აქცია დაბანდოს ჩამოყალიბების პროცესში მყოფი არაკომერციული დაწესებულების საწესდებო კაპიტალში. ეს აქციები:

ა) შეიძლება განხილულ იქნას, როგორც ინვესტიცია;

ბ) შეიძლება ჩაითვალოს ინვესტირების ობიექტად;

გ) არ შეიძლება განხილული იქნას საინვესტიციო საქმიანობის კონტექსტში, რადგანაც იგი იდება არაკომერციულ ორგანიზაციაში;

დ) საერთოდ არ შეიძლება ჩაიდოს ნებისმიერი ორგანიზაციის საწესდებო კაპიტალში.

16. კომპიუტერი შეიძლება იყოს:

ა) მხოლოდ ინვესტიცია;

ბ) გამოირიცხება ინვესტირების ობიექტად;

გ) არის ინვესტიციაც და საინვესტიციო ობიექტიც;

დ) არც ერთი და არც მეორე.

17. ინვესტიციებს შეიძლება მიეკუთვნოს შემდეგი უფლებები (სამწარმეო საქმიანობის ობიექტებში მათი დაბანდების შემთხვევაში):

ა) მორიგი შეებულება;

ბ) არჩევნებში მონაწილეობა;

გ) საკუთრება ფასიან ქაღალდებზე;

დ) საპენსიო უზრუნველყოფაზე.

18. მაკროდონეზე ინვესტიციები საჭიროა:

ა) ფულის მასის სიდიდეზე ზემოქმედებისათვის;

ბ) საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის დონეზე ზემოქმედებისათვის;

გ) უმუშევრობის დონეზე ზემოქმედებისათვის;

დ) ფირმის მართვის მეთოდების სრულყოფისათვის.

19. ინვესტიციები მიკროდონეზე ხელს უწყობენ:

ა) სტრუქტურულ გარდაქმნებს ქვეყნის ეკონომიკაში;

ბ) ქვეყნის საგადამხდელო ბალანსის სტაბილიზაციას;

გ) ინფლაციის შემცირებას;

დ) საწარმოს ძირითადი ფონდების განახლებას.

20. ინვესტიციების დაბანდების მომენტსა და ინვესტირებიდან მოგების მიღებას შორის არის:

ა) არსებობს დროის ლაგი (ჰოლდინგური პერიოდი), რომლის ხანგრძლივობა არ შეიძლება იყოს ერთ წელზე ნაკლები;

ბ) არსებობს ნებისმიერი ხანგრძლივობის დროის ლაგი (ჰოლდინგური პერიოდი) ;

გ) არსებობს დროის ლაგი (ჰოლდინგური პერიოდი), რომლის ხანგრძლივობას ადგენს მთერობა;

დ) არ არის სავალდებულო დროის ლაგის არსებობა.

21. ინვესტორმა შეიძინა 30 ათასი ლარის ღირებულების „გაზპრომის“ აქციები. ინვესტიციების კვალიფიკაციის შესაბამისად დაბანდების ობიექტების მიხედვით:

ა) 1000 აქცია მიეკუთვნება ინვესტიციებს ფინანსურ სახსრებში;

ბ) 30 ათასი ლარი მიეკუთვნება ინვესტიციებს ფინანსურ სახსრებში;

გ) 1000 აქცია მიეკუთვნება ინვესტიციებს რეალურ სახსრებში;

დ) 30 ათასი ლარი მიეკუთვნება ინვესტიციებს რეალურ სახსრებში.

22. კოლექციონერმა იყიდა 25 ათას ლარად კოლექციის მარკა შემდგომი გაყიდვის მიზნით, უფრო მაღალ ფასად. ამ შემთხვევაში:

ა) 25 ათასი ლარი არის ინვესტიცია არაფინანსურ სახსრებში;

ბ) კოლექციური მარკა არის ინვესტიცია არაფინანსურ სახსრებში;

გ) 25 ათასი ლარის ინვესტირების ობიექტი არაფინანსურ სახსრებში;
დ) ასეთი შესყიდვა საერთოდ არ შეიძლება განხილული იქნას როგორც ინვესტირება.

23. ინვესტორმა იყიდა სახელმწიფო მოკლევადიანი ობლიგაცია 980 ლარად. ამ შემთხვევაში:
ა) ნაყიდი ობლიგაცია არის მოკლევადიანი ინვესტიცია;
ბ) 980 ლარის თანხა არის მოკლევადიანი ინვესტიცია;
გ) ნაყიდი ობლიგაცია არის გრძელვადიანი ინვესტიცია;
დ) 980 ლარია თანხა არის გრძელვადიანი ინვესტიცია.

24. რომელი მდგენელები განსაზღვრავენ ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის სიდიდეს?
ა) ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი, პროცენტი ვადიან ანაბრებზე, ინფლაციის ტემპი;
ბ) ურისკო რეალური საპროცენტო განაკვეთი, ინფლაციის ტემპი, დანამატი რისკზე;
გ) სახელმწიფო ვალის დონე, ინფლაცია, ეროვნული ვალუტის კურსი;
დ) ურისკო რეალური საპროცენტო განაკვეთი, ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი, ინფლაციის ტემპი.

25. აქციის ფასი უკანასკნელი თვის განმავლობაში იცვლება ასე:

თარიღი	01.03	15.03	30.03
ფასი, ლარი	10	12	13.2

თუ ჰოლდინგური პერიოდი შეადგენს 1 თვეს, მაშინ რას უდრის ამ აქციის შემოსავლიანობა თვის განმავლობაში:
ა) 30%; გ) ასეთ შემთხვევაში შემოსავლიანობა ერთ თვეში არ განიოისაზღვრება;
ბ) 12.3%; დ) 32%.

26. 2003 წელს დოლარებში დეპოზიტი უზრუნველყოფდა 7.41% წლიურ შემოსავალს. ხოლო ლარის ანაბარზე გადაიხდებოდა 45% წლიური შემოსავალი. თუკი ჩავთვლით, რომ პროცენტი დოლარული დეპოზიტის მიხედვით არის რეალური საპროცენტო განაკვეთი, მაშინ რისი ტოლი იქნება ინფლაციის რეალური ტემპი:
ა) 20%; ბ) 25%; გ) 30%; დ)35%;

27. აშშ-ს მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები უზრუნველყოფენ 4.3% წლიურ შემოსავალს. ჩავთვალოთ, რომ ეს არის რეალური რისკგარეშე საპროცენტო განაკვეთი. პროცენტი ლარზე კრედიტზე ბანკში შეადგენს 18% წლიურ შემოსავალს. თუ ვიგულისხმებთ, რომ ინფლაციის დონე ფასდება წლიურად 11%-ით, მაშინ რისი ტოლი იქნება დანამატი რისკზე კრედიტის მიხედვით?
ა) 2.7%; ბ) 13.7%; გ) 2.0%; დ) 15.3%;

28. ანაბარი ლარში უზრუნველყოფს 1%-იან წლიურ შემოსავალს. თუკი მოსალოდნელი ინფლაციის ტემპმა შეადგინა თვეში 0.6434%, მაშინ რისი ტოლი იქნება რეალური წლიური საპროცენტო განაკვეთი?
ა) 2.78%; ბ) 3.28%; გ) 13.78%; დ) 14.28%

29. როგორ იცვლება ბაზარზე მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა, თუკი მისი საბაზრო ღირებულება გაიზრდება:
ა) დარჩება უცვლელი; გ) გაიზრდება;
ბ) შემცირდება; დ) ყველაფერი დამოკიდებულია ინფლაციის ტემპზე.

30. სადაზღვევო კომპანია შეიძლება მოიკუთვნოს:
ა) კერძო ინვესტორებს; გ) სახელმწიფო ინვესტორებს;
ბ) ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს; დ) საპაიო საინვესტიციო ფონდებს.

31. პირები, რომლებიც თავიანთ სახსრებს დებენ კოლექტიურ ინვესტორთან:
ა) თვითონვე კისრულობენ ინვესტირების რისკს;

ბ) ინვესტირების რისკს გადააბარებენ კოლექტიურ ინვესტორს;
გ) იყოფენ შუაზე რისკს კოლექტიურ ინვესტორთან;
დ) საერთოდ არ კისრულობენ რისკს.

32. კოლექტიურ ინვესტორებს შეიძლება მოუკუთვნოთ:
ა) ნებისმიერი ბანკი;
ბ) ნებისმიერი ფირმა;
გ) საკრედიტო კავშირი;
დ) სახელმწიფო კორპორაცია.

33. საჭეკო საინვესტიციო ფონდი:
ა) არის კოლექტიური ინვესტირების ფორმა;
ბ) არ შეიძლება განხილულ იქნას კოლექტიურ ინვესტორად;
გ) აღიარებულია კოლექტიურ ინვესტორად მხოლოდ მთავრობის გადაწყვეტილებით;
დ) შეუძლია თვითონ მიიღოს გადაწყვეტილება თავისი თავის კოლექტიურ ინვესტორად აღიარების შესახებ.

34. საპაიო საინვესტიციო ფონდის ფუნქციონირება განპირობებულია რიგი მხარეების ურთიერთქმედებით. ეს მხარეებია:
ა) **YK** სპეციალიზებული დეპოზიტარი, დამოუკიდებელი შემფასებელი, აუდიტორი და რეგისტრატორი;
ბ) საპაიო საინვესტიციო ფონდის და საზედამხედველო ორგანოები;
გ) ფონდის მეპაიეები და საზედამხედველო ორგანოები;
დ) აქციონერები და ფონდის მეპაიეები.

35. თუკი საპაიო საინვესტიციო ფონდი მართავს სახელმწიფო აქციებს, მაშინ ხმის უფლება ამ აქციების მიხედვით რეალიზდება:
ა) თვითონ მეპაიეს მიერ;
ბ) უშუალოდ საპაიო ფონდის მიერ;
გ) ფონდის YK მიერ;
დ) ფონდის სპეციალიზებული რეგისტრატორის მიერ.

36. საპაიო საინვესტიციო ფონდი რეგისტრირდება:
ა) საპაიო საზოგადოების ფორმით;
ბ) არაკომერციულო ორგანიზაციის ფორმით;
გ) უნიტარული საწარმოს ფორმით;
დ) საპაიო ფონდი არა არის იურიდიული პირი.

37. საპაიო საინვესტიციო ფონდები შეიძლება იყოს შემდეგი სახის:
ა) ღია, დახურული და ინტერვალური;
ბ) აქციონელური და არააქციონელური;
გ) კერძო, სახელმწიფო და მუნიციპალური;
დ) ფიქსირებული და ინტერვალური.

38. პაიების გამოსყიდვა ხორციელდება მხოლოდ სპეციალურად დადგენილ ვადებში მეპაიეების თანხმობის გარეშე:
ა) ღია ფონდით;
ბ) დახურული ფონდებით;
გ) ინტერვალური ფონდებით;
დ) ნებისმიერი ფონდებით.

39. უძრავი ქონება და მასზე უფლება შეიძლება შედიოდეს აქტივობის შემადგენლობაში:
ა) ნაბისმიერი ფონდის;
ბ) მხოლოდ საინვესრტიციო ფონდების და დახურული საპაიო ფონდების;
გ) მხოლოდ საინვესტიციო ფონდების;
დ) მხოლოდ ღია ფონდების.

40. საინვესტიციო პაი შეიძლება ჩაითვალოს:
ა) სახელმწიფო ფასიან ქაღალდად;
ბ) ფასიანი ქაღალდის წარმომდგენით;
გ) საჯარო ხელმოწერად, რომელიც არ მიეკუთვნება ფასიან ქაღალდს;
დ) საპაიო საინვესტიციო ფონდის ვალდებულებად უპირობოდ დააბრუნოს ინვესტორის დაბანდებული სახსრები.

41. ღია საპაიო საინვესტიციო ფონდის საინვესტიციო პაი უზრუნველყოფს ინვესტორისათვის შემოსავალს:

ა) პერიოდული კუპონური გადასახადების სახით;

ბ) პაის ნომინალის სახით;

გ) ფონდის კრძო აქტივების ღირებულების ზრდით ერთ პაიზე გაანგარიშებით.

დ) ფონდის კრძო აქტივების ღირებულებით ერთ პაიზე გათვლით.

42. ბირჟაზე შეიძლება იყიდებოდეს პაი:

ა) ღია ფონდების;

ბ) დახურული ფონდების;

გ) საინვესტიციო ფონდების;

დ) პაით ვაჭრობა საფონდო ბირჟაზე საერთოდ არ ხდება.

43. არასახელმწიფო საპენსიო ფონდებს უფლება არა აქვთ სახსრები ჩადოს:

ა) უძრავი ქონების ობიექტებში;

ბ) აქციებში;

გ) სახელმწიფო ობლიგაციებში;

დ) მუნიციპალურ ფასიან ქაღალდებში.

44. თავისი მონაწილეების მიერ სახსრების ინვესტირების უფლება თამასუქებში აქვს:

ა) დახურულ საპაიო ფონდებს;

ბ) საბანკო მართვის საერთო ფონდებს;

გ) არასახელმწიფო საპენსიო ფონდებს;

დ) ღია საპენსიო ფონდებს.

45. კორპორატიული სოციალური პასუხისმგებლობა გულისხმობს:

ა) ბიზნესის განსაკუთრებული ნებაყოფლობით მონაწილეობას სოციალური ამოცანების გადაწყვეტაზე;

ბ) კრძო ფირმების მიერ სახელმწიფოს მიერ დადგენილი სოციალური გეგმის ვალდებულებების მხოლოდ იძულებით შესრულებას;

გ) მსგავსი ვალდებულებების ნებაყოფლობით და ნაწილობრივ იძულებით შესრულებას;

დ) ფირმების პასუხისმგებლობას ურთიერთმიმართ სოციალური პრობლემების გადასაჭრელად.

46. სოციალური ინვესტიციები განმარტების თანახმად არ გულისხმობს რაიმე კომერციული ეფექტის მიღებას:

ა) დიახ, ეს არის სოციალური ინვესტიციების ძირითადი განსხვავებული ნიშანი;

ბ) არა, სოციალური ინვესტიციების ერთ-ერთი მიზანი შეიძლება იყოს საწარმოს მოგება;

გ) არა, სახელმწიფო ადგენს მოგების ნორმას ყოველ სოციალურ ინვესტიციაზე;

დ) ეს სამართლიანია სოციალური ინვესტიციების მხოლოდ ხარისხობრივი შეფასებისათვის.

47. სოციალური ინვესტიციების რაოდენობრივი შეფასება ხელს უწყობს დადგინდეს:

ა) სოციალური პროგრამების რაოდენობა, რომლის რეალიზებასაც საწარმო ადგენს;

ბ) პირთა რაოდენობა, რომლებიც მონაწილეობენ ასეთ პროგრამებში;

გ) მსგავსი ინვესტიციების სოციალური ეფექტიანობის სიდიდე;

დ) სოციალური ინვესტიციების ფინანსური ოდენობა.

48. განხორციელებული სოციალური ინვესტიციების კომპლექტურობის შეფასება არის შემადგენელი ნაწილი:

ა) სოციალური ინვესტიციების რაოდენობრივი შეფასების;

ბ) მათი რაოდენობრივი შეფასების;

გ) ასეთი მაჩვენებელი საერთოდ არ გამოიყენება;

დ) სოციალური ინვესტიციების ნებისმიერი შეფასების, რომელსაც საწარმოო ახდენს.

49. ქვემოთ ჩამოთვლილი ამოცანებიდან რომლის გადაჭრა შეიძლება უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის გზით?

ა) ფულის მასის რეგულირება;

ბ) ახალი სამუშაო ადგილების შექმნა;

გ) საპროცენტო განაკვეთის დონის რეგულირება;

დ) სახელმწიფო მოწყობის გაუმჯობესება.

50. ბათუმში 2008 წელს შეიქმნა და დარეგისტრირდა ფირმა „მედეა" უცხოური კაპიტალის 100%-იანი მონაწილეობით. კანონის შესაბამისად „მედეა" შეიძლება განხილულ იქნას როგორც უცხოელი ინვესტორი:

ა) კი;

ბ) არა;

გ) დიახ, თუკი ეს ფირმა ჩადებს სახსრებს პრიორიტეტულ საინვესტიციო პროექტში;

დ) დიახ, თუკი მოცემული ფირმა დარეგისტრირებულია როგორც უცხოელი ინვესტორი.

51. კომპანია „ვესტი"-მ რომელიც დარეგისტრირებულია შვეიცარიაში, შეიძინა უფლება უკრაინის საწარმო „სალიუტის" საექსპორტო მარკაზე. თუკი ვესტი შეიტანს ამ უფლებას, როგორც წილს საწესდებო კაპიტალში უკრაინაში შექმნილ სააქციო საზოგადოებაში, მაშინ შეიძლება ეს უფლება განხილული იქნას როგორც უცხოური ინვესტიცია:

ა) არა, ვინაიდან ეს საექსპორტო მარკა უკრაინულია და არა უცხოური საწარმოსი;

ბ) დიახ, მხოლოდ ამ შემთხვევაში, თუკი ამ უფლებას ფულადი შეფასება შეადგენს თანხას, რომელიც ახლად შექმნილი სააქციო საზოგადოების სააქციო კაპიტალის 10%-ზე მეტი აღმოჩნდება;

გ) დიახ;

დ) არა, ვინაიდან ასეთი უფლება საერთოდ არ შეიძლება იყოს ინვესტიცია.

52. ფირმა „ვეგა" დარეგისტრირებულია თბილისში და რეალიზებას უკეთებს 10 მლნ.ლარი ღირებულების პროექტს. უცხოურმა კომპანიამ გადაწყვიტა მონაწილეობა მიიღოს მოცემულ პროექტში და პროდუქტს აძლევს „ვეგას" 2 მლნ. ლარის ოდენობით. უცხოეთში მოწყობილობის შესაძენად. პროექტში ასეთი მონაწილეობა შეიძლება ჩაითვალოს პირდაპირ ინვესტიციად:

ა) დიახ, რამდენადაც უცხოური კაპიტალის მონაწილეობის წილი აღემატება პროექტის ღირებულების 10%-ს;

ბ) არა, ვინაიდან კრედიტი არ განეკუთვნება პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციას;

გ) არა, რამდენადაც კრედიტი საერთოდ არ არის ინვესტიციის ფორმა;

დ) დიახ, რამდენადაც მოწყობილობა შეისყიდება საზღვარგარეთ და მისი საბაჟო ღირებულება აღემატება 1 მლნ. ლარს.

53. ფირმა „ვეგა" დარეგისტრირებულია ქ.თბილისში და რეალიზებას უკეთებს 10 მლნ. ლარის ღირებულების პროექტს. უცხოურმა კომპანიამ მიიღო გადაწყვეტილება ამ პროექტში მონაწილეობის მიღების შესახებ და უცხოეთში შეისყიდა 2 მლნ. ლარის მოწყობილობა, რომელიც შემდგომში გადაეცემა „ვეგას" ლიზინგით. შეიძლება თუ არა ეს მონაწილეობა ჩაითვალოს პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციად:

ა) დიახ, მაგრამ ამ შემთხვევაში, თუკი შესყიდული მოწყობილობის ღირებულება აღემატება „ვეგას" საწესდებო კაპიტალის 10%-ს;

ბ) დიახ;

გ) დიახ, ოღონდ იმ შემთხვევაში, თუ რეალიზებული პროექტი განეკუთვნება პრიორიტეტულს;

დ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ამ პროექტის გამოსყიდვის ვადა არ აღემატება მოწყობილობის არენდის ვადას.

54. შეიძლება თუ არა ჩაითვალოს პირდაპირ ინვესტიციად უცხოელი ინვესტორის მიერ ნაყიდი აშშ ემიტენტების ფასიანი ქაღალდები:

ა) არა, ფასიანი ქაღალდების შეძენა განეკუთვნება პორტფელურ და არა პირდაპირ ინვესტიციებს;

ბ) დიახ, თუკი უცხოელი ინვესტორი შეიძენს კონკრეტული საწარმოს ნებისმიერი სახის ფასიან ქაღალდს (აქციები და ობლიგაციები) თანხით, რაც აღემატება საწარმოს საწესდებო კაპიტალის 10%-ს.

გ) დიახ, თუკი საბირჟო ვაჭრობაზე შეძენილი იქნება საწარმოს ხმის უფლების მქონე ღირებულებით, რომელიც საწარმოს საწესდებო კაპიტალის 10%-ზე მეტი იქნება;

დ) დიახ, თუკი საბირჟო ვაჭრობაში შეძენილი იქნება ხმის უფლების მქონე აქციები თანხით, რომელიც აღემატება საწარმოს საწესდებო კაპიტალის 10%-ს.

55. სამეცნიერო-ტექნიკური პროდუქცია შეიძლება იყოს უცხოური ფირმის ინვესტირების ობიექტი:

ა) დიახ, მაგრამ მხოლოდ მაშინ, როცა უცხოელი ინვესტორის მონაწილეობის ღირებულება აღემატება პროექტის ღირებულების 10%-ს;

ბ) არა;

გ) დიახ;

დ) დიახ, მაგრამ მაშინ, როცა საუბარია პრინციპულად ახალ ტექნოლოგიებზე.

56. საქართველოში რეგისტრირებულია ფირმა „ვეგა“, რომლის საწესდებო კაპიტალის 15% ეკუთვნის უცხოელ ინვესტორს. გაურკვეველდება თუ არა ამ ფირმაზე გარანტია საქართველოს კანონმდებლობის არასასურველი ცვლილებებისაგან დასაცავად:

ა) დიახ, ვინაიდან უცხოელმა ინვესტორმა განახორციელა პირდაპირი ინვესტირება;

ბ) არა, რამდენადაც უცხოური კაპიტალის მონაწილეობის წილი 25%-ზე ნაკლებია;

გ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი „ვეგა“ ახდენს პრიორიტეტული საინვესტიციო პროექტის რეალიზებას;

დ) დიახ.

57. უცხოურ კომპანიას აქვს ფირმა „ვეგას“ საწესდებო კაპიტალში წილი 15%. 2008 წლის მონაცემებით „ვეგამ“ მიიღო 1 მლნ. ლარი წმინდა მოგება. აქვს თუ არა უფლება უცხოელ მონაწილეს თავისი მოგების წილის კონვერტირება მოახდინოს ვალუტაში და გაიტანოს იგი საზღვარგარეთ?

ა) არა, შეიძლება ამ თანხის მხოლოდ რეინვესტირება;

ბ) დიახ, მაგრამ საქართველოს მთავრობის მიერ დადგენილ საზღვრებში;

გ) დიახ, ნებისმიერი ოდენობით;

დ) არა, შეიძლება მხოლოდ დივიდენდების სახით მიღებული თანხის გატანა.

58. კომერციული ორგანიზაციის შექმნა და ლიკვიდაცია უცხოური ინვესტიციებით რეგულირდება სპეციალური ნორმატული აქტებით. ეთანხმებით თუ არა თქვენ ასეთ მტკიცებას:

ა) დიახ;

ბ) დიახ, მხოლოდ იმ ორგანიზაციასთან მიმართებაში, რომელიც შექმნილია უცხოური კაპიტალის 100 %-იანი მონაწილეობით;

გ) არა, ვინაიდან სპეციალური აქტებით რეგულირება ასეთი ორგანიზაციის მხოლოდ შექმნის და არა ლიკვიდაციის პროცესი;

დ) არა, ეს პროცესი ხორციელდება საერთო პირობებში, რომელიც რეგულირდება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსით და სხვა კანონებით;

59. ქვეთით ჩამოთვლილი ობიექტებიდან უმაღლეს ლიკვიდობას ფლობენ:

ა) უძრავი ქონების ობიექტები;

ბ) ანტიკვარიატის საგნები;

გ) ძვირფასი ქვები;

დ) ფასიანი ქაღალდები.

60. აქციები შეიძლება იყოს კაპიტალური დაბანდებები:

ა) არა, ფასიანი ქაღალდები არ განეკუთვნებიან კაპიტალურ დაბანდებებს;

ბ) შეიძლება, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ეს აქციები არის სამრეწველო საწარმოების;

გ) შეიძლება, თუკი ისინი ჩაიდებიან კაპიტალური დაბანდებების ობიექტებში;

დ) არა, კაპირტალურ დაბანდებებს შეიძლება მოეკუთვნოთ მხოლოდ ობლიგაციები და არა აქციები.

61. ინვესტირება ეს არის დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების დაბანდების პროცესი მოგების (შემოსავლის) ან სხვა დადებითი ეფექტის მიღების მიზნით:

ა) დიახ, ინვესტიციების განმარტება სწორედ ასეთია;

ბ) ასე განმარტავენ მხოლოდ ფინანსურ სახსრებში დაბანდებულ ინვესტიციას;

გ) არა, ასე განიმარტება ინვესტირების და არა ინვესტიციის ცნება;

დ) დიახ, თუკი ამ დაბანდებას ახორციელებს კერძო სექტორი.

63. პრინციპული განსხვავება ინვესტორსა და დამკვეთს შორის არის:

ა) ინვესტორი შეიძლება იყოს როგორც იურიდიული, ასევე ფიზიკური პირი;

ბ) ინვესტორები ახდენენ კაპიტალური დაბანდებების ინვესტირებას, ხოლო დამკვეთები ახდენენ პროექტების რეალიზაციის ორგანიზებას;

გ) ინვესტორებს საჭალდებულო არაა ჰქონდეთ ლიცენზია, ხოლო დამკვეთებს აუცილებლად უნდა ჰქონდეთ იგი;

დ) ინვესტორებს შეუძლიათ შეითავსონ კაპიტალური დაბანდებების სუბიექტების სხვა ფუნქციები. ხოლო დამკვეთები ამ უფლებას მოკლებულები არიან.

64. ქვემოთ ჩამოთვლილთაგან არ შეიძლება მიეკუთვნოთ კაპიტალურ დაბანდებებს:

ა) ქონება, რომლის ცვეთა არ აღემატება საბალანსო ღირებულების 50%-ზე მეტს;

ბ) სამრეწველო საწარმოთა აქციები;

გ) უცხოეთში შეძენილი ჩარხი;

დ) სამამულო წარმოების მოდერნისტული ჩარხი.

65. ინვესტორს შეუძლია შეასრულოს დამკვეთის ფუნქციები:

ა) დიახ, თუკი ეს არ იკრძალება კანონით ან კონტრაქტით;

ბ) არა, ვინაიდან დამკვეთი — იურიდიული პირია, ხოლო ინვესტორი შეიძლება იყოს ფიზიკური პირიც;

გ) არა, ვინაიდან კანონით საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტმა არ უნდა შეუთავსოს ერთიმეორეს რამდენიმე სუბიექტის ფუნქციები;

დ) არა, რამდენადაც მოიჯარე კანონის მიხედვით უნდა იყოს მხოლოდ დამკვეთი.

66. კანონის თანახმად, კაპიტალური დაბანდებების განხორციელებისას ინვესტორს უნდა ჰქონდეს შესაბამისი ლიცენზია:

ა) დიახ, ეს არის კაპიტალური დაბანდებების აუცილებელი პირობა;

ბ) ეს აუცილებელია იმ შემთხვევაში, როცა საჯარო სამუშაოები კანონით უნდა შესრულდეს მოიჯარადის მიერ მხოლოდ საჭირო ლიცენზიის არსებობის პირობებში;

გ) ეს მართალია, თუკი ინვესტორ ერთიმეორესთან ათავსებს მოიჯარადის ფუნქციებსა და საჯარო სამუშაოები კანონის მიხედვით სრულდება მხოლოდ ლიცენზიის არსებობის შემთხვევაში.

67. ჩარხი შეიძლება იყოს კაპიტალური დაბანდების ობიექტი, თუკი:

ა) იგი შედის კომერციული ორგანიზაციის საწესდებო კაპიტალში;

ბ) იგი იყიდება საზღვარგარეთ;

გ) იგი დააყენეს ავტომობილების ასაწყობ ნაკადურ ხაზზე;
დ) იგი ექვემდებარება მოდერნიზაციას.

68. დაუშვათ, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობამ გადაწყვიტა ააგოს ახალი სასადილო თავისი მუშებისათვის ეს პროექტები შეიძლება განვიხილოთ, როგორც:

ა) დამოუკიდებელი;
ბ) კომპლემენტალური;
გ) დაკავშირებულნი არიან შესაცელებითი ურთიერთობით;
დ) ალტერნატიული.

69. ფირმას აქვს 10 ათასი ლარი და განზრახული აქვს ორი პროექტის, A და B-ს რეალიზება შესაბამისად, 60 ათასი და 70 ათასი ლარის ღირებულებით. მოცემულ შემთხვევაში ეს პროექტები არის:

ა) ალტერნატიული;
ბ) დამოუკიდებელი;
გ) შეიძლება იყოს დამოუკიდებელიც და დამოკიდებულიც;
დ) ერთმანეთთან დაკავშირებული არიან ჩანაცვლების ურთიერთობით.

70. ფირმას აქვს 70 ათასი ლარის საკუთარი სახსრები და იღებს კრედიტს 90 ათასი მანეთის ოდენობით. არის ორი A და B პროექტები, შესაბამისად 70 ათასი და 90 ათასი ლარის ღირებულებისა. თუკი ფირმა მიიღებს ამ პროექტს, მაშინ ისინი შეიძლება ჩაუთვალოთ დამოუკიდებლად:

ა) დიახ, რადგანაც ფირმას შეუძლია მათი დაფინანსება;
ბ) არა, ნასესხები სახსრების გამოყენებისას არ განისაზღვრება პროექტების დამოუკიდებლობა;
გ) დიახ, რადგანაც პროექტების დაფინანსებისას გამოყენებულია საკუთარი სახსრები;
დ) მათი დამოკიდებულების განსაზღვრისათვის გამოყენებული უნდა იქნას დამატებითი კრიტემიუმები.

71. თუკი A და B პროექტები დამოკიდებულნი არიან, მაშინ:

ა) მათ რეალიზებას ახდენს სხვადასხვა კომპანია;
ბ) ერთი პროექტის საინვესტიციო ციკლი არ არის დაკავშირებული სხვა პროექტის საინვესტიციო ციკლთან;
გ) არსებობს ტექნიკური შესაძლებლობა A პროექტი რეალიზებულ იქნას B პროექტის რეალიზაციის გარეშე;
დ) ფულადი ნაკადები A პროექტის მიხედვით დამოკიდებულია B პროექტის რეალიზაციაზე.

72. შესაძლებელია სიტუაცია როცა დამოუკიდებელი პროექტები არიან ალტერნატიულები:

ა) ეს შეიძლება მხოლოდ კომერციული პროექტების შემთხვევაში;
ბ) ალტერნატიული პროექტები შეიძლება იყოს მხოლოდ დამოკიდებული;
გ) დამოუკიდებელი პროექტები ყოველთვის ალტერნატიულები არიან;
დ) ასეთი რამ ხდება მხოლოდ ეკოლოგიური პროექტების შეფასებისას.

73. საინვესტიციო პროექტის მასშტაბი ახასიათებს:

ა) დანახარჯების სიდიდეს პროექტის რეალიზაციაზე;
ბ) პროექტიდან მიღებული ამონაგების სიდიდეს;
გ) პროექტის რეალიზაციის შედეგების გაგლენას შიდა და გარე ბაზრებზე;
დ) პროექტში დაკავებული ტექნიკის რაოდენობას.

74. თუკი პროექტის რეალიზაციის ძირითადი მიზანია დემოგრაფიული პრობლემების გადაჭრა, მაშინ ასეთი პროექტი არის:

ა) ეკოლოგიური; გ) გლობალური; ბ) კომერციული; დ) სოციალური.

75. კომერციული პროექტის საინვესტიციო ციკლი შეიძლება დაიყოს ოთხ ფაზად:

ა) დიახ, ის შეიძლება გაკეთდეს;
ბ) ეს შეიძლება მოხდეს ალტერნატიული პროექტისათვის;
გ) ეს შეიძლება გაკეთდეს იმ შემთხვევაში, როცა პროექტის სასიცოცხლო ციკლი აღემატება 1 წელს;

დ) კომერციული პროექტებისათვის არ არსებობს სალიკვიდაციო ფაზები.

76. თუკი რეალიზდება ეკოლოგიური პროექტი, მაშინ ამ პროექტისათვის შეიძლება ჰქონდეს სალიკვიდაციო ფაზა:

ა) ეკოლოგიურ პროექტებს არ შეიძლება ჰქონდეს სალიკვიდაციო ფაზები;

ბ) ასეთ პროექტებს შეიძლება ჰქონდეს სალიკვიდაციო ფაზები;

გ) ეს სამართლიანია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ასეთი პროექტი არის გრძელვადიანი;

დ) ეკოლოგიური პროექტისთვის საერთოდ არ აროს შემოღებული სასიცოცხლო ციკლის ფაზები.

77. განსაზღვულ შემთხვევაში პროექტის საინვესტიციო ფაზა შეიძლება წინ უსწრებდეს წინასაინვესტიციოს:

ა) ეს შეიძლება მოხდეს, თუ პროექტი ფინანსდება საბიუჯეტო სახსრებიდან;

ბ) ეს შეინიშნება სოციალურ პროექტებში;

გ) ეს ხდება კომერციული პროექტების შეფასებისას;

დ) წინასაინვესტიციო ფაზა ყოველთვის წინ უსწრებს საინვესტიციო ფაზას.

78. ბიზნეს-გეგმა ეს არის საინვესტიციო პროექტის წარმოდგენის განსაკუთრებული კომპაქტური ფორმა:

ა) ეს დებულება სწორია საზოგადოებრივად მნიშვნელოვანი პროექტებისათვის;

ბ) დიახ, ასეთი შეხედულება სწორია;

გ) არა, ბიზნეს-გეგმა არის დამოუკიდებელი დოკუმენტი, რომელიც არა არის დაკავშირებული საინვესტიციო პროექტთან;

დ) ბიზნეს-გეგმა ეს არის პროექტის განსაკუთრებული ფორმა და არა საინვესტიციო პროექტი.

79. ბიზნეს-გეგმის შედგენისას ხელმძღვანელობენ შემდეგი პრინციპებით:

ა) დანახარჯების მაქსიმალურად სწრაფი გამოსყიდვა საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციაზე;

ბ) კაპიტალის დაბანდების რენტაბელობა;

გ) ძირითადად საერთო ფორმულირებების გამოყენება;

დ) შემავალი და გამომავალი ინფორმაციის ობიექტურობა და საიმედოობა.

80. მემორანდუმი კონფიდენციალობის შესახებ არის ბიზნეს-გეგმის სავალდებულო ატრიბუტი:

ა) დიახ, მისი ჩართვა ბიზნეს-გეგმაში სავალდებულოა;

ბ) მისი არსებობა დგინდება დარგობრივი ნორმატივებით;

გ) იგი აუცილებელია, თუკი ბიზნეს-გეგმაში გამოიყენება ცნობები, რომლებიც წარმოადგენს კომერციულ საიდუმლოს;

დ) მოცემული საკითხის გადაწყვეტა წარმოებს ინვესტორთან შეთანხმებით.

81. თქვენ გირჩევენ, რომ ბიზნეს-გეგმის წინ წაწევა არსებითად დამოკიდებულია პროექტის ძირითად მაჩვენებელზე, რომელიც ეხება შესაძლო გაყიდვების სიდიდეს და შემდგომ, როცა პროექტი მიღებული იქნება ინვესტორის მიერ, შეიძლება მასში შეტანილი იქნას შესაბამისი კორექტივები. შეიძლება თუ არა ამ რჩევით სარგებლობა.

ა) დიახ, ეს არის თავისი პროექტის წამოყენების ჩვეულებრივი პრაქტიკა;

ბ) ეს შეიძლება გაკეთდეს მხოლოდ კომერციული და არა სოციალური პროექტებისათვის;

გ) ასეთი ქმედებებისაგან თავის შეკავება ჯობია, რადგან ამან შეიძლება განაპირობოს ინვესტორის პროექტში მონაწილეობაზე უარის თქმა.

82. შეიძლება თუ არა ბიზნეს-გეგმის მოშზადებისას მოხდეს საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შეფასება არსებული მეთოდების საფუძველზე (მაგალითად, WPV)?

ა) დიახ;

ბ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ საზოგადოებრივად მნიშვნელოვანი პროექტებისათვის;

გ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ კომერციული პროექტებისათვის;
დ) არა, ასეთი შეფასება არ ხდება.

83. პროექტის დაფინანსების შიდა წყაროებს შეიძლება მივაკუთვნოთ:
ა) ობლიგაციების განთავსების შედეგად მიღებული სახსრები;
ბ) პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები;
გ) ასიგნებანი სახელმწიფო ბიუჯეტიდან;
დ) წმინდა მოგების რეინვესტირებული ნაწილი.

84. საწარმომ წლის შედეგების მიხედვით მიიღო წმინდა მოგება 100 ათასი ლარის ოდენობით, საიდანაც 40 ათასი ლარი გადაუხადეს აქციონერებს დივიდენდების სახით, ხოლო 60 ათასი ლარი ისევ ჩაიდო წარმოებაში. შეიძლება ჩაითვალოს, რომ ასეთი გზით საწარმომ განახორციელა საინვესტიციო პროექტის დაფინანსება?
ა) დიახ, 100 ათასი ლარის ოდენობით;
ბ) დიახ, 60 ათასი ლარის ოდენობით;
გ) დიახ, 40 ათასი ლარის ოდენობით;
დ) არა, ასეთი თანხები არ განეკუთვნება დაფინანსების წყაროებს.

85. თანხები, რომლებიც დაკავშირებულია არამატერიალური აქტივების ამორტიზაციაზე გადარიცხვასთან, შეიძლება მივაკუთვნოთ საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების წყაროებს:
ა) ასეთ წყაროებს მიეკუთვნებიან გადარიცხვები მხოლოდ ძირითადი ფონდების ამორტიზაციაზე;
ბ) დიახ, მხოლოდ იმ საზღვრებში, რომ არ აღემატებოდეს რეფინანსების განაკვეთს;
გ) დიახ, ასეთი სახსრები მიეკუთვნება საინვესტიციო პროდუქტების დაფინანსების წყაროებს;
დ) დიახ, ოღონდ, მხოლოდ მაშინ, თუ არამატერიალური აქტივი შექმნილია პროექტის განხორციელების პროცესში და არ არის შეძენილი გარედან.

86. საინვესტიციო პროექტის დაფინანსების ნასესხებ წყაროებს მიეკუთვნება:
ა) საამორტიზაციო ანარიცხები;
ბ) ჩვეულებრივი აქციების ემისიის შედეგად მიღებული სახსრები;
გ) პრივილეგირებულია აქციების ემისიის შედეგად მიღებული სახსრები;
დ) ობლიგაციების ემისიის შედეგად მიღებული სახსრები.

87. ლიზინგის კლასიკური ფორმისათვის დამახასიათებელია:
ა) ურთიერთობების ერთმიმართულებიანი ხასიათი;
ბ) ორმხრივი;
გ) სამმხრივი;
დ) გარიგების მონაწილეთა განუსაზღვრელი შემადგენლობა.

88. ლიზინგის ობიექტი შეიძლება იყოს:
ა) ნებისმიერი ქონება და ქონებრივი უფლება;
ბ) მხოლოდ უძრავი ქონების ობიექტები მიწის ნაკვეთების ჩათვლით;
გ) ნებისმიერი გამოუყენებელი ნივთი;
დ) ნებისმიერი გამოუყენებელი ნივთი, რომელიც გამოიყენება სამეწარმეო საქმიანობისთვის.

89. ლიზინგის გამცემი შეიძლება იყოს ფიზიკური პირი:
ა) არა, ეს კანონით აკრძალულია;
ბ) დიახ, მხოლოდ მოძრავი ქონების ლიზინგის შემთხვევაში;
გ) დიახ, ეს კანონითაა დაშვებული;
დ) ეს დასაშვებია მთავრობის სპეციალური ნებართვის საფუძველზე.

90. ლიზინგის მიმღები შეიძლება იყოს:
ა) ნებისმიერი იურიდიული და ფიზიკური პირი;

ბ) მხოლოდ ლიზინგური კომპანიები;

გ) მხოლოდ იურიდიული პირები, რომელთაც აქეთ შესაბამისი ლიცენზია ლიზინგის ობიექტის მიღებაზე;

დ) ნებისმიერი იურიდიული პირი და ინდივიდუალური მეწარმე.

91. საზოგადოებრივად მნიშვნელოვან პროექტს შეიძლება ჰქონდეს უარყოფითი საზოგადოებრივი ეფექტიანობა:

ა) თეორიულად ეს შესაძლებელია;

ბ) ეს დამოკიდებულია გათვლების ბიჯების რაოდენობაზე;

გ) დიახ, ასეთი შეიძლება იყოს;

დ) ეს შეიძლება მოხდეს, თუკი პროექტის საბიუჯეტო ეფექტიანობა აღმოჩნდება უარყოფითი.

92. პროექტის ეფექტიანობის შეფასებისას მთლიანად გათვალისწინებული უნდა იქნას პროექტის მონაწილეთა შესაძლებლობები მოცემული პროექტის დასაფინანსებლად:

ა) არა, ამის გაკეთება საჭირო არ არის;

ბ) დიახ, ეს აუცილებელია;

გ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა დაფინანსებისათვის გამოიყენება საბიუჯეტო სახსრები;

დ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ ამ ლოკალური პროექტის შემთხვევაში.

93. გვაქვს საზოგადოებრივად მნიშვნელოვანი პროექტი. მოტანილი გათვლები გვიჩვენებენ, რომ მისი საზოგადოებრივი ეფექტიანობა უარყოფითია. ამ შემთხვევაში აუცილებელია:

ა) უკუგდებული იქნას პროექტი, როგორც წარუმატებელი;

ბ) მოიძებნოს ამ პროექტის მხარდამჭერი შესაძლებლობები;

გ) შეფასდეს მისი კომერციული ეფექტიანობა და თუკი იგი დადებითია, მიღებულ იქნას პროექტი;

დ) საზოგადოებრივი ეფექტიანობა ამ შემთხვევაში საერთოდ არ გაითვალისწინება.

94. საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის შეფასების ცალკეული მეთოდები ემყარება ფულის ნაკადების ერთ თარიღზე დაყვანის მეთოდს, რამდენადაც:

ა) ფულის ოდენობის დაყვანა შესაძლებელს გახდის გათვალისწინებული იქნას სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთები გათვლების ბიჯების მიხედვით;

ბ) დაყვანილი ღირებულება შესაძლებელს ხდის გათვალისწინებული იქნას ფულის ნაკადების განაწილება დროში;

გ) დაყვანის მეთოდი ითვალისწინებს ფულის ნაკადების მიმართულებას;

დ) ფულის ოდენობის დაყვანა ერთ თარიღზე შესაძლებელს ხდის ინვესტირების რისკისაგან აბსტრაგირებას.

95. 450 ათასი ლარი დაყვანილი ღირებულება, რომლის მიღებასაც ვარაუდობს ინვესტორი 6 წლის განმავლობაში, დისკონტის განაკვეთის r=7%-ის შემთხვევაში შეადგენს:

ა) 300 ათას ლარს; ბ) 316.9 ათას ლარს; გ) 675 ათას ლარს; დ) 639 ათას ლარს.

96. ფირმამ პროდუქტის WPV-ს გათვლისათვის, პირველსაწყისად მიიღო გათვლის ბიჯი, რომელიც ტოლია 1 კვარტალის და დისკონტის განაკვეთი r=10%. შემდგომში გათვლებში შეიტანება კორექტივები და მიღებული იქნა გათვლის ბიჯი ნახევარი წლით. მაშინ უნდა გაითვალოს WPV-ს მნიშვნელობა გათვლის შეცვლილი ბიჯის გათვალისწინებით:

ა) არა, ვინაიდან WPV-ს სიდიდე არ იცვლება;

ბ) დიახ, რადგანაც აუცილებელია გაიცვა ფულის ნაკადების ახალი სიდიდე გათვლის შეცვლილი ბიჯის გათვალისწინებით;

გ) ეს შეიძლება გაკეთდეს, თუკი ფულის ნაკადები ცვლიან გათვლის ბიჯების ნიშნებს;

დ) ეს აუცილებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ დისკონტის განაკეთი იზრდება ორჯერ.

97. მტკიცება იმის შესახებ, თუ ინფლაცია თანაბარზომიერია, მაშინ მისი გაულენა ფასის მიერ მაჩვენებელზე შეიძლება უგულებელყოფილი იქნას, არის სწორი?

ა) არა, რამდენადაც ამ დროს ინფლაცია შეიძლება იყოს არაერთმნიშვნელოვანი;

ბ) არა, რამდენადაც ინფლაცია გაულენას არ ახდენს ფასისმიერ მაჩვენებელზე;

გ) დიახ, ეს მტკიცება სწორია;

დ) არა, რამდენადაც თანაბარზომიერი ინფლაციის დროს ფასების ცვლილების ტემპები იცვლება გათვლების ბიჯზე დამოკიდებულებით.

98. ინფლაციის არათანაბარი ზომიერება არსებით გაულენას ახდენს ნასესხები კაპიტალის მოთხოვნაზე:

ა) დიახ, რამდენადაც არათანაბარზომიერება გაულენას ახდენს დებიტორული დაყალიანების სიდიდეზე;

ბ) არა, დაფინანსების მოთხოვნაზე გაულენას ახდენს გარკვეულწილად ინფლაციის არათანაბარზომიერება და არა მისი არაერთგვაროვნება;

გ) საინვესტიციო პროექტის შეფასებისას საერთოდ არ გამოიყენება არაერთგვაროვანი ინფლაციის ცნობა;

დ) დიახ, მხოლოდ გრძელვადიანი პროექტების შეფასებისას.

99. შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, როცა ერთი პროექტებისათვიოს ინლაციის ტემპების ზრდა აღემატება მის ეფექტიანობას, ხოლო მეორისა – მცირდება:

ა) არა, ასეთი რამ თეორიულად არ შეიძლება მოხდეს;

ბ) დიახ, ეს შეიძლება იყოს ინფლაციის სხვადასხვა ზემოქმედებისას საბრუნავ საშუალებებზე;

გ) დიახ, ეს შეიძლება მოხდეს, ოღონდ მხოლოდ თუ პროექტები დაკავშირებულია ჩანაცვლების ურთიერთობებით;

დ) ასეთი რამ ხდება, თუკი პროექტები დაკავშირებულია ჩანაცვლების ურთიერთობთან.

100. საინვესტიციო პროექტის ბიზნეს-გეგმის თანახმად საამქროს მნიშვნელობის დასრულება ხდება 1 მაისს, კრედიტის ნომინალის დაბრუნება — 20 სექტემბრისათვის. ხოლო მთელი ობიექტის გაშვება ამყე წლის 25 სექტემბერს. შეიძლება თუ არა დაიგეგმოს გათვლების ბიჯების დასასრულად ეს თარიღები?

ა) არა, რამდენადაც ბიჯების ხანგრძლიფობა ერთნაირად უნდა შეირჩეს;

ბ) დიახ;

გ) დიახ, ოღონდ მხოლოდ პროექტის კომერციული ეფექტიანობის გათვლისათვის;

დ) დიახ, მხოლოდ ერთ წელზე გათვლილი პროექტებისათვის.

101. საინვესტიციო პროექტის შენეჯერების შეფასებით, წლიური ინფლაციის დაფიქსირებული 10% ისევ შენარჩუნდება კიდევ ერთი წლით იგეგმება პროექტის დაწყება პირველი იანვრისათვის. გათვლის ბიჯად მიჩნეულია I კვარტალი. თუკი ერთეული რესურსის საბაზრო ფასი 1 იანვრისათვის შეადგენს 10 ლარს, მაშინ რესურსის საბაზრო (საპროგნოზო, ნომინალური) ფასი ორი ბიჯის ბოლოს იქნება:

ა) 105 ლარი; ბ) 104.88 ლარი; გ) 100 ლარი; დ) 110 ლარი.

102. ფირმა „ალფას" განზრახული აქვს 4 წლიანი ხანგრძლიფობის მქონე პროექტის რეალიზება. საწყისი საინვესტიციო ხარჯები შეფასებულია 300 ათას ლარად. დაგეგმილი ფულადი ნაკადები C_1 – 100 ათას ლარს; C_2 – 200 ათას ლარს; C_3 – 300 ათას ლარს; C_4 – 300 ათას ლარს; მეორე ფირმა „ბეტა" ფირმა „ალფას" სთავაზობს შემდეგ ვარიანტს: „ალფა" უარს ამბობს პროექტზე, ნაყიდ სახსრებს არუნდით აძლევს „ბეტას", ხოლო ეს უკანასკნელი საარუნდო გადასახადის სახით იხდის 10 ათას ლარს ფიულეთიურად. უნდა მიიღოს თუ არა ფირმა „ალფამ" პროექტი ან დათანხმდეს

ქონების არუნდით გაცემაზე (დისკონტის განაკეთი წლიურად არის 12%)?

103. არის პროექტი ხანგრძლივობით გათვლის 2 ბიჯით, რომლის საინვესტიციო ხარჯები არის C_0 = 200 ათას ლარი, ხოლო ფულადი ნაკადები გათვლის ბიჯების მიხედვით არის C_1=(+100 ათასი ლარი). და C_2=(+180 ათასი ლარი) და C_2=(+100 ათასი ლარი) მაშინ NVP სიდიდე:

ა) შემცირდება;

ბ) გაიზრდება;

გ) საერთოდ არ შეიცვლება;

დ) შეიცვლება და ცვლილების მიმართულება განისაზღვრება დისკონტის განაკეთის ცვლილებით.

104. არსებობს საინვესტიციო პროექტი, რომელიც გათვლილია 1 წელზე. საწყისი საინვესტიციო ხარჯები არის C_0, რომელიც ხორციელდება 9 მარტიდან. ერთი წლის შემდეგ ამ პროექტიდან მოსალოდნელია C_1 შემოსავალი. შეიძლება ამ პროექტის ეკონომიკური ეფექტიანობის შეფასება, როცა ორივე თანხა C_0 და C_1 აღირება რომელიმე დროს, ვთქვათ 25 ივნისს?

ა) არა, დაყვანა უნდა მოხდეს მხოლოდ პროექტის დაწყების დროს;

ბ) არა, ამ შემთხვევაში შესაძლებელია გამოისახოს ეს ორი მაჩვენებელი ერთსა და იგივე თანხაში;

გ) ეს შეიძლება გაკეთდეს მხოლოდ სალიკვიდაციო ფაზაში;

დ) დიახ.

105. პროექტმა უნდა უზრუნველყოს ფულის შემდეგი ნაკადები გათვლების ბიჯების მიხედვით:

C_0	C_1	C_2
-2000	+1000	+3000

დისკონტის რომელი განაკეთის პირობებში შეიძლება დაიწყოს პროექტის რეალიზება, თუკი შეფასება ხდება NVP-ს მიხედვით?

106. ფულად ნაკადებს საინვესტიციო პროექტის მიხედვით აქვს შემდეგი სახე გათვლების ბიჯების მიხედვით:

C_0	C_1	C_2	C_3	C_4
-200	+120	+80	-40	+60

თუკი დისკონტის მისაღები განაკეთი r=10%-ს, მაშინ აქვს თუ არა აზრი აღნიშნულ პროექტს NVP წესის საფუძველზე?

107. დაყვანილი ღირებულება 1300 მან, რომელიც ინვესტორმა უნდა მიიღოს ორი წლის შემდეგ, არის 1115 ლარი. რას უდრის დისკონტის განაკეთი?

108. ინვესტორს განზრახული აქვს ბინის შეძენა 4000 დოლარად და მისი არუნდით გაცემა, საარუნდო გადასახადი იგეგმება 500$ თვეში. თუკი დისკონტის მისაღები განაკეთი შეადგენს 12%-ს წლიურად, მაშინ რამდენი წელი უნდა გაიცეს არუნდით ეს ბინა, რომ მისი შეძენა ეკონომიკურად გამართლებული იყოს?

109. დისკონტის განაკეთი 1 წლის ხანგრძლივობის მქონე პროექტისათვის შეადგენს r_1=18%-ს. რამდენი უნდა იყოს სულ მცირე, დისკონტის განაკეთი r_2 ორი წლის ხანგრძლივობის მქონე პროექტისათვის, რომ ინვესტორმა ვერ შეძლოს ისარგებლოს საარბიტრაჟო შესაძლებლობებით და მიიღოს ურისკო მოგება?

110. ავტომობილი ღირს 450 ათასი ლარი. არის ავტომობილების გამყიდველი ორი ფირმა შემდეგი პირობებით: პირველი ფირმა: შეტანილი უნდა იქნას 300 ათასი ლარი და შემდეგ შეტანილი

იქნას 15 ათასი ლარი ყოველთვიურად 10 თვის მანძილზე. მეორე ფირმა: აუტომობილის შესყიდვა ერთდროულად გადახდით მაგრამ 1.5% ფასდაკლებით. თუკი მისაღები დისკონტის წლიური განაკვეთი შეადგენს 12%-ს, მაშინ რომელ ფირმას უნდა მიენიჭოს უპირატესობა?

111. აუტომობილი ღირს 400 ათასი ლარი. ფირმა გეგმავს მის ყიდვას და არენდით გაცემას 4 წლით და ყოველწლიურად გათვალისწინებულია საარენდო გადასახადის მიღება C ლარის ოდენობით. მიღებული დისკონტის განაკვეთი არის 18% წლიურად. რამდენი წელი სჭირდება ფირმის საარენდო გადასახადის C-ს სახით, რომ აუტომობილიოს ყიდვა გამართლებულად ჩაითვალოს?

112. რომელ შემადგენელ ნაწილებად იყოფა ფულის ნაკადები საინვესტიციო პროექტიდან?

ა) ფულის ნაკადები იყოფა წინასაინვესტიციო, საინვესტიციო, საოპერაციო და სალიკვიდაციო საქმიანობებიდან;

ბ) ამონაგები, დანახარჯები, კაპიტალდაბანდებები;

გ) ფულის ნაკადები საინვესტიციო, საოპერაციო და საფინანსო საქმიანობიდან;

დ) ფულის ნაკადები საწარმოო საქმიანობიდან და კაპიტალური დანახარჯები.

113. საინვესტიციო პროექტის საოპერაციო საქმიანობიდან ფულის ნაკადმა რომელ ბიჯზე შეიძლება გადააჭარბოს ფულის ნაკადს აბსოლუტური სიდიდით საინვესტიციო საქმიანობიდან:

ა) დიახ, ასეთი რამ შეიძლება მოხდეს;

ბ) დიახ, მხოლოდ საბრუნავი სახსრების მკვეთრი შემცირების პირობებში;

გ) არა, რამდენადაც საოპერაციო საქმიანობიდან არ ხდება ფულის ნაკადების წარმოქმნა;

დ) არა, ფულადი ნაკადები საინვესტიციო საქმიანობიდან ყოველთვის გაცილებით მეტია საინვესტიციო საქმიანობიდან მიღებულ ფულად ნაკადებთან შედარებით.

114. ჩარხი ღირს 250 ათასი ლარი და ექსპლუატაციაში უნდა იყოს 4 წლის განმავლობაში. ფულის მოსალოდნელი ნაკადი ჩარხიდან ბიჯების მიხედვით მოტანილია ქვემოთ:

წელი	1	2	3	4
ფულის ნაკადი	+80	+110	+120	+120

ფულის ნაკადები დაყვანილია რეალურ ფასებში. თუკი დისკონტის ნომინალური განაკვეთი შეფასებულია 16%, ხოლო ინფლაციის მოსალოდნელი დონე არის i=8%, მაშინ რას უდრის ამ პროექტის წმინდა დაყვანილი ღირებულება?

115. ცნობილია, რომ საამორტიზაციო ანარიცხები არ არის ფულის ნაკადები, ეს თანხა გაითვალისწინება რათა ფულის ნაკადების გათვლისას საოპერაციო საქმიანობიდან:

ა) განისაზღვროს მოწყობილობის ნარჩენი ღირებულება ლიკვიდაციის სტადიაზე;

ბ) შემდგომ განისაზღვროს ფულის ნაკადები ლიკვიდაციის სტადიაზე;

გ) განისაზღვროს ცვლილებები საბრუნავი სახსრების მიხედვით;

დ) განისაზღვროს მოგების გადასახადის თანხა, რომელიც არ არის ფულის გადინება.

116. შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, შემდეგი გათვლის რომელიღაც K ბიჯისათვის რეალური ფულის მიმდინარე სალდო b(k) იქნება <0, ხოლო დაგროვილი ფულის სალდო b(k)>0:

ა) დიახ, ასეთი შეიძლება მოხდეს;

ბ) არა, შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, როცა b(k)>0, ხოლო (k)<0 და არა პირიქით;

გ) ასეთი რამ შეიძლება მხოლოდ იმ პროექტისათვის, რომლის NPV<0;

დ) თეორიულად ეს შეუძლებელია, ვინაიდან ეს ნიშნავს, რომ დისკონტის განაკვეთი უარყოფითია.

117. ინვესტორმა შეაფასა პროექტის ფულის ნაკადები ფინანსური საქმიანობიდან, გაითვალისწინა ფულის ნაკადები საინვესტიციო და ოპერაციული საქმიანობიდან. რომელი მაჩვენებელის საფუძველზე უნდა შეაფასოს მან პროექტი ფინანსური შესაძლებლობების თვალსაზრისით:

ა) დაგროვილი ფულის სალდო;
ბ) რეალური ფულის მიმდინარე სალდო;
გ) წმინდა დაყვანილი ღირებულება;
დ) გამოსყიდვის ვადა.

118. ფირმა „სლაჯ" ცდილობს განსაზღვროს რომელი ჩარხი შეიძინოს A თუ B. ორივე ჩარხი უშვებს ერთსა და იმაე პროდუქციას, აქვს თითქმის ერთი და იგივე მწარმოებლურობა. ამ ჩარხის ღირებულება შეადგენს 100 ათას ლარს და ყოველწლიურად ხარჯები პროდუქციის გამოშვებაზე შეადგენს 25 ათას ლარს. ჩარხის ღირებულება — 80 ათას ლარია. ყოველწლიური დანახარჯები — 15 ათასი ლარი სამსახურის ვადა — 2 წელი. თუკი მხედველობაში მივიღებთ, რომ გაცვეთის შემდეგ B ჩარხი შეიცვლება იგივე ჩარხით, მაშინ რომელი ჩარხი უნდა შეიძინოს ფირმამ, დისკონტის ნომინალური განაკვეთი r=8%.

119. ფირმა 2011 წლისთვის გეგმავს ბენზინგასამართი სადგურის გახსნას ქალაქის ბოლოს და ცდილობს განსაზღვროს პროექტის დაწყების ოპტიმალური ვადა. ფირმის მენეჯერების შეფასებით აღნიშნულ გადაწყვეტილებაზე გავლენას მოახდენს ორი ფაქტორი: ერთის მხრივ, ქალაქის გაფართოების გამო მიწის ღირებულება მეორეს მხრივ, გაიზრდება ავტომობილების ნაკადი ბენზინგასამართ სადგურზე, რაც გამოიწვევს ფირმის შემოსავლების ზრდას. ფირმა გეგმავს ბენზინგასამართ სადგურის ექსპლუატაციას 5 წლის განმავლობაში. სალიკვიდაციო ღირებულება არ გათვალისწინება. ფირმის შეფასებით, ფულის მოსალოდნელი ნაკადები ასე გამოიყურება (მლნ. ლარი).

პროექტის რეალიზაციის დაწყების წელი	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
საწყისი საინვესტიციო ხარჯების ღირებულება C_0	180	162	175	187	200	232	245	257	270	282	295
ამონაგები	200	208	216	225	231	238	245	252	260	267	275
ფულის მთლიანი ნაკადი	450	500	562	613	674	721	758	785	810	832	850
NVP_k											
NVP_{k0}											
NVP_k-ს ცვლილების %											

რომელ წელს ეკობა პროექტის დაწყება, თუკი დისკონტის მისაღები განაკვეთი r=8%-ს?

120. ფირმა იყენებს ძველ ჩარხს, რომლის გამოყენება შეიძლება კიდევ 4 წელს. მენეჯერების შეფასებით ჩარხის ექსპლუატაციის ხარჯზე ფულის წლიურმა ნაკადებმა შეადგინა: 120 ლარი. 110 ათასი ლარი; 100 ათასი ლარი; 90 ათასი ლარი. ამის შემდეგ ჩარხი ჩამოიწერება, ჩარხის სალიკვიდაციო ღირებულება შეადგენს 4 წლის შემდეგ 10 ათასი ლარი. ამორტიზაცია დადგენილია წლიურად 10%. არის ალტერნატივა, შეძენილი იქნას ახალი ჩარხი 800 ათასი ლარის ღირებულებით. მისი ექსპლოატაცია შეიძლება 10 წლის განმავლობაში და ყოველწლიურად მირებული იქნას 200 ათასი ლარი. თუკი გავითვალისწინებთ, რომ ყველა მაჩვენებელი რეალური ღირებულებითაა წარმოდგენილი და დისკონტის რეალური განაკვეთი T=6%-ს, მაშინ საწიროა თუ არა ახალი ჩარხის ყიდვა და თუ საჭიროა, მაშინ რომლის?

121. გვაქვს ორი, A და B საინვესტიციო პროექტი. დაუშვათ, რომ A პროექტისათვის დისკონტის განაკვეთი შეადგენს r_A, ხოლო B პროექტისათვის - r_B. თუკი ფირმა გააერთიანებს ორ პროექტს, მაშინ ერთიანი პროექტის NVP შეადგენს სიდიდეს:

ა) NPV (A+B) = NPV (A) + 2NPV (B); გ) NPV (A+B) = NPV (A) + NPV (B);
ბ) NPV (A+B) = 2NPV (A) + NPV (B); დ) NPV (A+B) = NPV (A) + 0.5NPV (B);

122. გამოსყიდვის ვადის წესის მიხედვით შეიძლება შეფასდეს ალტერნატიული ორი A და B პროექტის მისაღებადობა:

ა) არა, ასეთი შეფასებები ალტერნატიული პროექტებისათვის მიუღებელია;

ბ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ეს პროექტები არ არის საზოგადოებრივად მნიშვნელოვანი;

გ) ეს დასაშვებია მხოლოდ კომერციული პროექტებისათვის;

დ) დიახ, ეს შეიძლება გაკეთდეს.

123. ფირმის მენეჯერები აფასებენ ქარხნის მშენებლობის და ექსპლუატაციის პროექტს, რომელიც გათვლილია 10 წელზე. თეორიულად ამ პროექტის გამოსყიდვის ვადა შეიძლება აღმოჩნდეს 10 წელზე მეტი:

ა) ასეთი სიტუაცია თეორიულად არ იქმნება;

ბ) ეს შეიძლება მოხდეს იმ შემთხვევაში, თუკი ფირმის მენეჯერები ნებისმიერი ანალოგიური პროექტის გამოსყიდვის ვადას დაადგენენ k >10 წელს;

გ) მოქმედი კანონმდებლობის თანახმად ნებისმიერი პროექტის დასრულების ვადა უნდა აღემატებოდეს 10 წელს;

დ) დიახ, ასეთ სიტუაციას შეიძლება ჰქონდეს ადგილი.

124. ფასდება ორი, A და B პროექტი. ამასთან A პროექტი არის საზოგადოებრივად მნიშვნელოვანი. B პროექტი — არა. შეფასება ხდება ობიექტური გამოსყიდვის ვადის საფუძველზე. ამ შემთხვევაში დისკონტის განაკვეთი გაითვალისწინება:

ა) როგორც გამოსყიდვის ვადის დაბალი დონე, მაგრამ მხოლოდ A პროექტისათვის;

ბ) როგორც გამოსყიდვის ვადის ზედა დონე, მაგრამ მხოლოდ B პროექტისათვის;

გ) არავითარ შემთხვევაში არ გაითვალისწინება;

დ) მხოლოდ მნიშვნელოვანი დისკონტის დონის შემთხვევაში პროექტის განხორციელებისას.

125. ფირმამ დაადგინა ნებისმიერი პროექტის გამოსყიდვის სასურველი ვადაა k=3 წელს. არსებობს ორი პროექტი: A და B ხანგრძლივობით. თუკი პროექტის შეფასება ხდება გამოსყიდვის ვადის მიხედვით, მაშინ უპირატესობა უნდა მიენიჭოს:

ა) A პროექტს;

ბ) B პროექტს;

გ) მოცემული პროექტები ერთნაირად მისაღებია გამოსყიდვის ვადის თვალსაზრისით და შერჩევისთვის საჭირო შეფასების დამატებითი კრიტერიუმების შემოღება;

დ) ასეთი შერჩევა შეიძლება მხოლოდ ალტერნატიული პროექტების შემთხვევაში.

126. ვთქვათ, ფირმა აფასებს პროექტებს შემდეგი მონაცემების მიხედვით:

პროექტი	C_0	C_1	C_2	C_3	C_4
A	- 200	+80	+100	+120	+100
B	- 300	+120	+100	+90	+70

თუკი მისაღები ნებისმიერი პროექტის გამოსყიდვის ვადა შეადგენს k-2,5 წელს, მაშინ ამ პროექტებიდან რომელი შეიძლება იქნას მიღებული გამოსყიდვის ვადის შეფასების მიხედვით

127. ფირმამ გადაწყვიტა შეიძინოს მანქანა ორცხობილას გამოსაცხობად და ვარაუდობს მის გამოყენებას 8 წლის განმავლობაში. გაითვალისწინება, რომ ყოველწლიურად მანქანა უზრუნველყოფს წარმოების ერთნაირ მოცულობას.

პროექტი	C_1	C_2	C_3	C_4	C_5	C_6	C_7	C_8
A	-100	+180	+180	+180	+180	+180	+180	+180
B	-1500	+250	+250	+250	+250	+250	+250	+250
C	-250	+500	+500	+500	+500	+500	+500	+500
D	-3500	+600	+600	+600	+600	+600	+600	+600

თუკი ყველა ამ პროექტისათვის მისაღები დისკონტის დონეა 12%, მაშინ რომელი ოპტიმალური გამოსყიდვის ვადა დაადგინოს ფირმამ? პროექტებიდან რომელს შეიძლება მიენიჭოს უპირატესობები გამოსყიდვის ვადის მიხედვით?

128. ფირმა ათასებს პროექტებს გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის გამოყენებით და აღგენს სიდიდეს: kD=2. ფულის ნაკადების გათვლა ბიჯების მიხედვით მოცემულია ქვემოთ:

პროექტი	C_0	C_1	C_2	C_3
1	-930	+600	+500	+400
2	-930	+500	+ 600	+200

თუკი ჩავთვლით, რომ დისკონტის განაკვეთი r =12%-ია, მაშინ გამოსყიდვის ვადის დისკონტირების წესის საფუძველზე რომელი პროექტი შეიძლება იქნას მიღებული:

ა) პირველი პროექტი; ბ) მეორე პროექტი; გ) ორივე პროექტი; დ) არც ერთი პროექტი;

129. გამოსყიდვის ჩვეულებრივი ვადის მეთოდის ძირითადი უპირატესობაა:

ა) გათვლების ჩატარების სიმარტივე;

ბ) დისკონტის მუდმივი განაკვეთების გამოყენება;

გ) პროექტის არჩევის შესაძლებლობა დამატებითი კრიტერიუმების გამოყენების გარეშე;

დ) NPV-ს მეთოდზე უფრო ზუსტი შეფასებების გამოყენება.

130. პროექტის გამოსყიდვის ვადის წესით შეფასებისას ფულის ნაკადების პროექტისათვის რომელიც უზრუნველყოფილია მეოთხე და შემდეგი ბიჯებისათვის:

ა) საერთოდ არ გაითვალისწინება; გ) გაითვალისწინება, თუ k<m;

ბ) გაითვალისწინება, თუ k>m; დ) გაითვალისწინება თუ k=m;

131. თუკი ფულის ნაკადები გათვლის ბიჯების მიხედვით ნიშანს არ თცლის, მაშინ ერთი და იგივე ნაკადისათვის:

ა) გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა ყოველთვის ნაკლებია გამოსყიდვის ჩვეულებრივ ვადაზე;

ბ) გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა ყოველთვის მეტია გამოსყიდვის ჩვეულებრივ ვადაზე;

გ) გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა შეიძლება იყოს გამოსყიდვის ჩვეულებრივ ვადაზე როგორც მეტი, ასევე ნაკლები;

დ) გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადა ყოველთვის გამოსყიდვის ჩვეულებრივი ვადის ტოლია.

132. პროექტი ფასდება გამოსყიდვის დისკონტირებული ვადის გამოყენებით, მაშინ პროექტის მიხედვით გადაწყვეტილებების მიღებისას შეიძლება ერთმეორეს შეუდაროთ mD და k სიდიდეები, რომლებიც გამოიყენებიან გამოსყიდვის ჩვეულებრივი ვადისათვის:

ა) დიახ, რამდენადაც როგორც დისკონტირებული, ასევე ჩვეულებრივი გამოსყიდვის ვადები ერთი და იგივე პროექტისათვის იძლევიან ერთნაირ შეფასებებს;

ბ) არა ასეთი შედარება არაკორექტულია;

გ) ეს შესაძლებელია მხოლოდ დისკონტის უარყოფითი განაკვეთების შემთხვევაში;

დ) ასეთი შედარება გამართლებულია გრძელვადიანი პროექტებისათვის.

133. IRR მეთოდის გამოყენებით შეიძლება ორი ალტერნატიული პროექტის მისაღებადობის შეფასება:
ა) არა, ასეთ შემთხვევაში IRR მეთოდი მიღებულია;
ბ) დიახ, მხოლოდ თუ პროექტებს აქვთ შესადარი გამოსყიდვის ვადები;
გ) დიახ, ასეთი შეფასება შეიძლება გაკეთდეს;
დ) ეს განისაზღვრება დისკონტის მისაღები განაკვეთის დონით.

134. არის ორი დამოუკიდებელი – A და B პროექტი, გამოთვლილია IRR-ის მნიშვნელობები. პროექტისათვის წესისამებრ, პროექტების შეფასებისას IRR შეიძლება მიიღოს:
ა) A პროექტმა;
ბ) ორივე პროექტი ერთნაირად მისაღებია და მათი შერჩევისათვის აღებული უნდა იქნას დამატებითი კრიტერიუმები;
გ) B პროექტმა;
დ) დამოუკიდებელი პროექტებისათვის არ შეიძლება არჩევანის გაკეთება IRR წესის მიხედვით.

135. ფირმამ გადაწყვიტა შეაფასოს პროექტი IRR-ის გამოყენებით.

პროექტი	C_0	C_1	C_2	C_3	C_4
A	-200	+80	+100	+120	+100

თუ დისკონტის მისაღები განაკვეთი შეადგენს 30%-ს, მაშინ შეიძლება თუ არა ასეთი პროექტის მიღება?

136. გვაქვს ორი, A და B პროექტი, რომელთა მიხედვით ფულის ნაკადები მოტანილია ქვემოთ:

პროექტი	C_0	C_1	C_2
A	-100	+55	+60.5
B	-150	+60	+144

ა) თუკი დისკონტის მისაღები განაკვეთი შეადგენს 19%-ს, მაშინ ამ პროექტებიდან რომელი შეიძლება მივიღოთ?
ბ) თუკი ავიღებთ ორ პროექტს, მაშინ შეიძლება თუ არა ვამტკიცოთ, რომ
IRR(A+B)= IRR(A)+ IRR(B)?
A პროექტისათვის IRR=18%; B პროექტისათვის IRR=25%;

137. გვაქვს ორი ალტერნატიული პროექტი, A და B რომელთა მიხედვით ფულის ნაკადი მოტანილია ქვემოთ.

პროექტი	C_0	C_1	C_2
A	-100	+60	+72
B	-700	+220	+605

1) ამ პროექტებიდან რომელი სარგებლობს უპირატესობით, თუკი შევაფასებთ IRR წესის მიხედვით;
2) დისკონტის განაკვეთის რომელი სიდიდის დროს B პროექტი ჯობია A პროექტს, თუ გაუთვალისწინებთ, რომ მოცემული პროექტები ალტერნატიულია.

138. IRR მეთოდი გამოიყენება იმ შემთხვევაშიც, როცა ნაკადები ბიჯების მიხედვით გათვლისას ნიშანს იცვლიან:
ა) ასეთი ცვლილება ხდება წელიწადში ერთხელ;
ბ) თუკი დისკონტის განაკვეთი r=IRR;
გ) დისკონტის განაკვეთი R<IRR;

დ) IRR მეთოდი ამ შემთხვევაში არ გამოიყენება.

139. PI და NPV მეთოდები უზრუნველყოფენ არათანაბარ შედეგებს, თუკი:

ა) მათი მეშვეობით რანჟირდება პროექტები სხვადასხვა შემოსავლებისა და დანახარჯების ნაკადებით;

ბ) პროექტს აქვს სხვადასხვა გამოსყიდვის ვადები;

გ) ფულის ნაკადები გათვლის ბიჯების მიხედვით ფორმებს იცვლიან;

დ) შეფასებული პროექტები ალტერნატიულები არიან.

140. გვაქვს შემდეგი პროექტები:

პროექტი	C_0	C_1	C_2	C_3	PV	PLPL
1	-40	+25	+25	+20		
2	-50	+30	+20	+40		
3	-60	+40	+10	+50		

თუკი r=12% მაშინ რომელი პროექტია უმჯობესი რენტაბელობის ინდექსის თვალსაზრისით.

141. არსებობს განსხვავება ცნებებს: „განუსაზღვრელობა" და „რისკი" საინვესტიციო პროექტთან მიმართებაში:

ა) დიახ, ვინაიდან ტერმინი „განუსაზღვრელობა" გამოიყენება კომერციულ პროექტებთან მიმართებაში:

ბ) არა, ცნებები: „განუსაზღვრელობა" და „რისკი" იდენტურები არიან;

გ) დიახ, რამდენადაც ცნება „განუსაზღვრელობასთან" შედარებით, ცნება „რისკი" უფრო სუბიექტურია;

დ) დიახ, რამდენაც, ცნება: „განუსაზღვრელობა" მისაღებია მხოლოდ გრძელვადიანი პროექტებისათვის, ხოლო მოკლევადიანი პროექტებისათვის შეიძლება გამოყენებული იქნას ორიენ ტერმინი.

142. საინვესტიციო პროექტების რისკების შეფასების მეთოდებს ჩვეულებრივ ყოფენ რისკების შეფასების ხარისხობრივ და რაოდენობრივ მეთოდებად. საექსპერტო შეფასების მეთოდი მიეკუთვნება:

ა) ხარისხობრივი შეფასების მეთოდს;

ბ) რაოდენობრივი შეფასების მეთოდს;

გ) ასეთი მეთოდი საერთოდ არ გამოიყენება საპროექტო ინვესტირების რისკის შეფასებისას;

დ) თუკი რისკის შეფასებისათვის გამოიყენება 10 ექსპერტზე ნაკლები, მაშინ იგი მიეკუთვნება ხარისხობრივი შეფასების მეთოდს, ხოლო თუ 10 ექსპერტზე მეტი — მაშინ რაოდენობრივს.

143. საინვესტიციო პროექტების რისკების შეფასების მეთოდებს ჩვეულებრივ ყოფენ რისკების ხარისხობრივი შეფასების მეთოდებად და რისკების რაოდენობრივი შეფასების მეთოდებად. მონტე-კარლოს მეთოდი მიეკუთვნება:

ა) ხარისხობრივი შეფასების მეთოდს;

ბ) რაოდენობრივი შეფასების მეთოდს;

გ) ასეთი მეთოდი საერთოდ არ გამოიყენება საპროექტო ინვესტირების რისკის შეფასებისას;

დ) თუკი რისკის შეფასებისას გამოიყენება 10-ზე ნაკლები ექსპერტი, მაშინ ხარისხობრივი შეფასების მეთოდს. თუ 10 პროექტზე მეტია – მაშინ რაოდენობრივი შეფასების მეთოდს.

144. საინვესტიციო პროექტის რისკის შეფასების საექსპერტო მეთოდის ძირითადი უპირატესობაა:

ა) ექსპერტების შერჩევის სიმარტივე და მიღებული შედეგების მაღალი ობიექტურობა;

ბ) გათვლების სიმარტივე;

გ) ამ მეთოდს არა აქვს რაიმე უპირატესობა;

დ) ამ მეთოდის მეშვეობით შეიძლება საუსებით იქნას თავიდან აცილებული საინვესტიციო პროექტის რისკი.

145. რისკების შეფასების რაოდენობრივ მეთოდებს მიეკუთვნება:

ა) დელფის მეთოდი;
გ) საექსპერტო მეთოდი;
ბ) უზარალობის მეოდი;
დ) ანალოგიის მეთოდი.

146. მონტე-კარლოს მეთოდი შეიძლება განხილული იყოს როგორც სახესხვაობა:

ა) დანახარჯების მართებულობის ანალიზის მეთოდის;
ბ) იმიტაციური მოდელირების მეთოდის;
გ) საექსპერტო მეთოდის;
დ) მგრძნობელობის ანალიზის მეთოდის.

147. ფირმამ საინვესტიციო პროექტის რისკის შეფასებისათვის გადაწყვიტა გამოუყენებინა, მგრძნობელობის ანალიზის მეთოდი. მაშინ ვარირებადი ცვლადის სახით შეიძლება შერჩეული იყოს წარმოების დანახარჯების მაჩვენებელი:

ა) არა, ამ მიზნით შეიძლება გამოყენებული იქნას მხოლოდ წარმოების მუდმივი დანახარჯების მაჩვენებელი;
ბ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ კომერციული და არა სოციალური პროექტების შეფასებისას;
გ) დიახ, თუკი პროექტი გათვლილია 5 წლისათვის;
დ) დიახ.

148. საინვესტიციო პროექტის რისკი შეიძლება შემცირდეს რისკის გადანაწილების გზით საინვესტიციო პროექტის მონაწილეებს შორის:

ა) არა, ეს გამოიწვევს რისკის გადიდებას და არა შემცირებას;
ბ) ამის მიღწევა შეიძლება იმ შემთხვევაში, თუ სახეზეა 10-ზე მეტი პროექტის მონაწილე;
გ) დიახ, ასე შეიძლება შემცირდეს საინვესტიციო პროექტის რისკი;
დ) არა, რისკის შემცირების ასეთი მეთოდი საერთოდ არ გამოიყენება.

149. საინვესტიციო რისკის შეფასებისათვის ფირმამ დისკონტის განაკვეთის 5% დაამატა ანალოგიური პროექტების რისკის ანალიზის საფუძველზე. შეიძლება თუ არა ჩაითვალოს რომ ამ შემთხვევაში ფირმამ გაითვალისწინა ინვესტირების რისკი:

ა) არა, ვინაიდან დისკონტირების რისკი უფრო დაშორებული დროისათვის იზრდება;
ბ) დიახ, ასე შეიძლება გათვალისწინებული იქნას პროექტის რისკი;
გ) დიახ, მხოლოდ იმ პროექტებისათვის, რომელთათვისაც NPV>0;
დ) არა, ვინაიდან საინვესტიციო პროექტისათვის შეუძლებელია მიეთითოს რისკის ერთიანი შესწორება განხორციელდეს გათვლის ყოფილი ბიჯისათვის.

150. ფირმა აფასებს პროექტს, რომლის მიხედვით ფულის ნაკადები მოტანილია ცხრილში:

№	მაჩვენებლის დახასიათება	გათვლის ბიჯები			
		1	2	3	4
1	ამონაგები	150	200	250	300
2	მთლიანი(მუდმივი და ცვალებადი)ხარჯები	70	110	150	200
3	ამორტიზაცია	30	30	30	30
4	მოგება გადასახადების გამოკლებით				
5	გადასახადები(50%)				
6	საპროექტო წმინდა შესავალი				
7	წმინდა ნაკადი ოპერაციებიდან				

საწყისი საინვესტიციო ხარჯები შეადგენს: C_0=150 ათასი მან. დისკონტის განაკვეთი r=8%. განსაზღვრეთ მოცემული პროექტის მგრძნობელობა ამონაგებისა და დანახარჯების ცვლილებების მიხედვით.

151. დოკუმენტის გარეშე (უდოკუმენტო) ფასიანი ქაღალდი შეიძლება იყოს „წარმომდგენზე“:

ა) მხოლოდ საემისიო ქაღალდებისათვის;

ბ) მხოლოდ არასაემისიო ფასიანი ქაღალდებისათვის;

გ) არ შეიძლება;

დ) მხოლოდ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის.

152. ინვესტორმა, რომელმაც გაყიდა ობლიგაციები. შეუძლია დაიტოვოს უფლება მისი მეშვეობით მიიღოს დაფარვისას ობლიგაციის ნომინალი:

ა) დიახ, თუ ეს სახელმწიფო ობლიგაციაა;

ბ) არა, ვინაიდან ეს ეწინააღმდეგება კანონს;

გ) დიახ, ოღონდ თუ ობლიგაციის დაფარვის ვადა არ აღემატება ერთ წელს;

დ) არა, ინვესტორს შეუძლია დაიტოვოს მხოლოდ საპროცენტო თანხების მიღების უფლება.

153. თუ ფასიანი ქაღალდების კანონის შესაბამისად აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების მფლობელების იდენტიფიკაცია, მაშინ ასეთი ფასიანი ქაღალდი არის:

ა) საემისიო არადოკუმენტალური ფასიანი ქაღალდი;

ბ) სახელობითი არასაემისიო ფასიანი ქაღალდი;

გ) არასაემისიო დოკუმენტური ფასიანი ქაღალდი;

დ) საემისიო დოკუმენტალური;

ე) ყველა პასუხი სწორია;

ვ) ყველა პასუხი არასწორია.

154. სახელობითი ფასიანი ქაღალდის მფლობელი ამ ფასიანი ქაღალდით ფლობით მინიჭებულ მოთხოვნის არაქმედითობას მისი სხვისათვის გადაცემისას პასუხობს:

ა) დიახ; გ) დიახ, ოღონდ საემისიო ფასიანი ქაღალდისათვის;

ბ) არა; დ) ეს ნორმა დარეგულირებული არ არის.

155. ტერმინი „ნომინალი“ სააქციო საზოგადოების ობლიგაციასთან მიმართებაში ნიშნავს:

ა) საწესდებო კაპიტალის წილს, რომელიც ერთ ობლიგაციაზე მოდის;

ბ) ფასს, რომლის მიხედვითაც განთავსდებიან დისკონტური ობლიგაციები;

გ) თანხას, რომელიც უნდა გადაუხადოს საზოგადოებამ აქციონერს, სააქციო საზოგადოების ლიკვიდაციისას;

დ) თანხას, რომელიც უნდა გადაუხადოს სააქციო საზოგადოებამ აქციონერს ობლიგაციის დაფარვისას.

156. შემნახველი სერთიფიკატი შეიძლება იყოს დისკონტური ფასიანი ქაღალდი:

ა) დიახ, როგორც ნებისმიერი სხვა ფასიანი ქაღალდი ფიქსირებული შემოსავლით;

ბ) არა, რამდენადაც დისკონტურ ფასიან ქაღალდებს აქვთ დაფარვის ვადა 1 წელზე ნაკლები, ხოლო შემნახველი სერთიფიკატის დაფარვის ვადა არის 3 წელი;

გ) არა, რადგანაც შემნახველი სერთიფიკატი აფიქსირებს განსაზღვრული თანხის დეპონირებას, რომლის მიხედვით გადახდილი უნდა იქნას პროცენტი;

დ) არა, რამდენადაც დისკონტი გათვალისწინებულია სადეპოზიტო და არა შემნახველი სერთიფიკატებისათვის.

157. ობლიგაციებიც და შემნახველი სერთიფიკატებიც ესენი არიან ფიქსირებული შემოსავლების მქონე ფასიანი ქაღალდები, ე.ი. აქვთ ერთნაირი ნიშნები, ისინი გამოირჩევიან იმით, რომ:

ა) ობლიგაციის დაფარვის ვადა 1 წელზე მეტია, ხოლო შემნახველი სერთიფიკატისა — 1 წელზე ნაკლები;

ბ) სერტიფიკატებს არა აქვთ დაფარვის ვადა, ხოლო ობლიგაციებისთვის იგი შემოიღება;

გ) ობლიგაციების მიხედვით გადაიხდება საპროცენტო თანხები, ხოლო სერტიფიკატებისათვის — არა;

დ) ობლიგაციებს აქვთ მეორადი ბაზარი, ხოლო სერთიფიკატებთან მიმართებაში იგი პრაქტიკულად არ არსებობს.

158. დეფიდენდის პრეფერენციალური აქციების მიხედვით აქვს ფიქსირებული სიდიდე. თუკი ფირმა ემიტენტი არ გადაიხდის ამ დეფიდენდს, მაშინ:

ა) აქციონერს უფლება აქვს სასამართლოში აღძრას სარჩელი ემიტენტის გაკოტრებულად გამოცხადების შესახებ;

ბ) ემიტენტი თვითონ აცხადებს თავისი თავის გაკოტრების შესახებ და ლიკვიდირებული ქონების საფუძველზე ფარავს პრეფერენციალური აქციების მფლობელების შესახებ არსებულ ვალს;

გ) პრეფერენციალური აქციების ცალკეული სახეების მიხედვით გადაუხდელი დეფიდენდები შეიძლება აკუმულირებული იქნას და შემდეგ გადაიხადონ იგი მთლიანად;

დ) ეს დეფიდენდი გადაიხდება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებისათვის.

159. ვის შეიძლება ეყოს სახელობითი საემისიო ობლიგაციის ემიტენტი წარმომდგენზე:

ა) არა, ასეთი ობლიგაციები შეიძლება იყოს მხოლოდ სახელმწიფო;

ბ) არა, ასეთ ობლიგაციებს უშვებს მხოლოდ სააქციო საზოგადოებები;

გ) დიახ, ვინაიდან ობლიგაციის ემიტენტი შეიძლება იყოს ნებისმიერი იურიდიული პირი;

დ) არა, ასეთი ობლიგაციები საერთოდ არ გამოიშვება.

160. სააქციო საზოგადოების საწესდებო კაპიტალი შედგება 100000 ჩვეულებრივი აქციისაგან ნომინალური ღირებულებით 1 $ და 10000 პრეფერენციალური აქციისაგან ნომინალური ღირებულებით 1 $ საზოგადოებამ გადაწყვიტა გაზარდოს საწესდებო კაპიტალი პრეფერენციალური აქციების როგორი დამატებითი ემისიის გზით 1 $ ნომინალით ახალი პრეფერენციალური აქციების როგორი ზღვრული რაოდენობა შეიძლება განათავსოს „სალიუტმა“:

ა) 15000;

ბ) 36667

გ) 27500;

დ) 23333.

ე) არანაირი, ვინაიდან პრეფერენციალური აქციების ნომინალური ღირებულება არ შედის სააქციო საზოგადოების საწესდებო კაპიტალში.

161. ფიქსირებული შემოსავლის მქონე ფასიან ქაღალდებს უნდა ჰქონდეთ დეფიდენდების გადახდის წინასწარ განსაზღვრული სქემა:

ა) დიახ, ეს არის ასეთი ფასიანი ქაღალდების განმასხვავებელი თავისებურება;

ბ) არა, ვინაიდან დეფიდენდებისათვის არ დგება მათი გადახდის სქემა;

გ) არა, ვინაიდან ამ სახის ფასიანი ქაღალდების მიხედვით დეფიდენდები საერთოდ არ გაიზრდება;

დ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ დეპოზიტებისათვის.

162. ინვესტორმა 27.02-ში ყიდა 500 ლარის ოფციონი 100 აქციის შესყიდვაზე ოფციონის რეალიზაციის ფასში $P_E = 26$ ლარი. აქციის საბაზრო ფასი ამ მომენტში იყო 20 ლარი ოფციონის დასრულების ვადაა 10.09. ვინ და რა თანხას მიიღებს ამ გარიგების დასრულების მომენტში? რა ჰქვია ამ თანხას?

ა) გამყიდველი, 5400 ლარი კუპონური გადახდა;

ბ) გამყიდველი, 2600 ლარი ოფციონური პრემია;

გ) მყიდველი, 2000 ლარი ოფციონური პრემია;

დ) გამყიდველი, 500 ლარი ოფციონური პრემია;

163. ინვესტორს აქვს 1000 ლარი და უნდა იყიდოს „სალუტის " აქციები მარჟით ფასით 20 ლარი ცნობილია, რომ rm=50%, mm=30%, r=10% ინვესტორს შეუძლია იყიდოს მარჟის აქციების მაქსიმალური რაოდენობა:

ა) 50 ცალი = (1000 ლარი) : (20 ლარი);
ბ) 45 ცალი = (1000) X (1-0.1) : (20 ლარი);
გ) 25 ცალი = (1000) X (1-0.1) : (20 ლარი);
დ) 100 ცალი = 2000 (20 ლარი).

164. ინვესტორმა მარჟით იყიდა 100 აქცია, ფასით 30 ლარი. ცნობილია, რომ: $mm = 30\%$; მას შემდეგ რაც ფასმა აიწია 35 ლარამდე, ინვესტორმა დახურა პოზიცია და მიიღო 12.33% შემოსავალი. ამ შემთხვევაში *rm* პირველსაწყისი მარჟის სიდიდე შეადგენს:

ა) 40%; ბ) 50%; გ) 60%; დ) 70%;

165. ინვესტორმა იყიდა 200 აქცია მარჟით 30 ლ. ცნობილია, რომ rm=60%; r=12%; მას შემდეგ,რაც აქციის ფასი შემცირდა 15 ლარამდე, ინვესტორმა მიიღო მარჟინალური მოთხოვნა და ანგარიშზე უნდა შეიტანოს 200ლარი. სასდურველი მმ მარჟა.

ა) 20%; ბ)25%; გ)30%; დ)35%;

166. ინვესტორმა იყიდა „ვეგა" ფირმის 300 აქცია მარჟით ფასით 35 ლარი. ცნობილია, რომ rm=60%-ს mm=30%; r=15%. იმისათვის, რომ ინვესტორმა ოპერაციიდან მიიღოს 50% შემოსავლიანობა, აქციის ფასმა უნდა აიწიოს დონემდე:

ა) 47,6 ლარი; ბ) 50,2 ლარი; გ) 48,4 ლარი; დ) 52,4მან.

167. ინვესტორმა მოკლედ გაყიდა ფირმა „ვეგას" აქციები 25 ლარის ფასად. თუკი მოკლე პოზიციიდან აქციის ფასი გაიზრდება 30 ლარამდე, მაშინ ინვესტორისათვის ხელსაყრელია დახუროს მოკლე პოზიცია, თუ:

ა) აქციებზე გადაიხდება დივიდენდი 5 ლარზე ნაკლები;
ბ) ინვესტორს ხელს არ აძლევს მოკლე პოზიციის დახურვა;
გ) ინვესტორმა მიიღო დაკვლება შეწყვიტოს „ვეგას" აქციების გაყიდვა 30 ლარის დონის მიხედვით;
დ) ინვესტორმა მიიღო დაკვლება შეწყვიტოს „ვეგას" აქციების გაყიდვა 30 ლარის დონით.

168. ინვესტორმა მოკლედ გაყიდა 250 აქცია. გაყიდვის მომენტში მისი აქტივები შეადგენდა 12000 მან თანხას. მას შემდეგ რაც ფასი გაიზარდა 40 ლარამდე. ინვესტორის ფაქტიურმა მარჟამ შეადგინა, თავდაპირველად მოთხოვნილი მარჟის rm-ის ერთი მესამედი ნაწილი. ე.ი. am=rm/3. ამ შემთხვევაში ეს აქციები მოკლედ გაიყიდა ფასად:

ა) 20 ლარი; ბ) 25 ლარი; გ) 30 ლარი; დ) 40 ლარი.

169. ინვესტორმა მოკლედ გაყიდა 300 აქცია 40 ლარად. ცნობილია, რომ rm=55%; mm=25%. თუკი აქციის ფასი დაეცემა 30 ლარამდე, მაშინ ინვესტორს შეუძლია ანგარიშიდან მოხსნას მაქსიმალური თანხა:

ა) 1350 ლარი; ბ) 1560 ლარი; გ) 1780 ლარი; დ) 1650 ლარი.

170. ინვესტორმა მოკლედ გაყიდა 400 აქცია 35 ლარად. ცნობილია, რომ rm=55%-ს mm=25%. თუკი აქციის ფასი აიწევს 45 ლარამდე, მაშინ რა რაოდენობის თანხა უნდა შეიტანოს ინვესტორმა ანგარიშზე?

ა) ფულის შეტანა საჭირო არაა; გ) 800 ლარი;
ბ) 1200 ლარი; დ) 1450 ლარი.

171. ინვესტორმა მოკლედ გაყიდა 200 აქცია 40 ლარად. მას შემდეგ რაც აქციები ფასი გაიზარდა 50 ლარამდე, ინვესტორის ფაქტიურმა მარჟამ შეადგინა მოთხოვნილი მარჟის rm-ის ნახევარი. მაშინ მოთხოვნილი მარჟის სიდიდე rm ტოლია:

ა) 50%; ბ) 55,1%; გ) 60%; დ)66,7%.

172. ქვეყნის სავაჭრო სისტემის სავაჭრო ინდექსის მეშვეობით შეიძლება გაითვალოს სამართაო პორტფელის შემოსავლიანობა, რომელიც შედგება ემიტენტების 10 აქციისაგან:

ა) დიახ, თუკი პორტფელი აერთიანებს სავაჭრო სისტემის შედარებით აქტიური წევრების აქციებს;

ბ) არა, ინდექსის მეშვეობით შეიძლება გაითვალოს მხოლოდ სასაბაზრო და არა სამართაო პორტფელის შემოსავლიანობა;

გ) დიახ, თუ ხოლდინგურ პერიოდში ხანგრძლივობა არ აღემატება 1 წელს;

დ) არა, ვინაიდან საბაზრო ინდექსით შეიძლება გაითვალოს იმ პორტფელის შემოსავლიანობა, რომელიც აერთიანებს 30-ზე მეტ აქციას.

173. თუკი გამოყენებული ინდექსი არის „შეწონილი ფასის მიხედვით", მაშინ ეს ნიშნავს იმას, რომ:

ა) ყოველი შერეული აქციის ფასი შეიწონება ამ აქციის წილით საბაზრო პორტფელში;

ბ) ამ ინდექსის გათვლისას გამოიყენება შერჩევის აქციის ფასისმიერი მაჩვენებელი;

გ) შერჩევისას ითვალისწინებენ ყოველი აქციის წონას ბაზრის მთლიან საბაზრო ღირებულებაში;

დ) აქციის ფასი შეიწონება მასზე გადახდილი დივიდენდებით.

174. დაუშვათ, რომ გვინდა შევქმნათ ფასების მიხედვით შეწონილი ინდექსი PDD სამი ფირმების „ალფა", „ბეტა" და „გამა" აქციებიდან შერჩევის საფუძველზე. ვთვარაუდებთ, რომ აქციების ფასი ვაჭრობის დახურვის მომენტში გასულ დღეს (22.05) ტოლი იყო მეორე დღის ვაჭრობის დასაწყისში (23.05) არსებული ფასებისა. ვაჭრობის გახსნის შემდეგ 23.05. ფირმა „გამა"აცხადებს თავისი აქციების დაყოფის შესახებ 3:1 პირობით მონაცემები ამ აქციების ფასების შესახებ ვაჭრობის დახურვის მომენტში მოტანილია ცხრილში:

ფირმა	ფასი (ლარი)	აქციების რაოდენობა (ლარი)	ფასი (ლარი)	აქციების რაოდენობა
„ალფა"	20	10	21	10
„ბეტა"	15	20	24	20
„გამა"	30	30	11,1	36

თუ PDD ინდექსის გათვლის საბაზო მომენტად აგირჩევთ ვაჭრობის დახურვის დროს – 22.05, მაშინ PDD ინდექსის მნიშვნელობა ვაჭრობის მომენტში – 23.05 შეადგენს:

ა) 1,79; ბ) 25; გ) 18,7; დ) 0,85.

2) ახალი გამყოფი D, უშუალოდ აქციების დაყოფის ჩატარების შემდეგ შეადგენს სიდიდეს:

ა) 2,224; ბ) 2,200; გ) 10,700; დ) 2,000;

3) PDD ინდექსის მნიშვნელობა ვაჭრობის დახურვის მომენტში 23,05 ტოლი იქნება:

ა) 22,5; ბ) 10,7; გ) 25; დ) 0,85.

175. წარმოიდგინოთ, რომ წინა ამოცანაში ვაჭრობის დახურვის მომენტში 23.05. ჩვენ გადაწყვიტეთ გამოყენებულ შერჩევაში ფირმა „გამას" აქციები შევცვალეთ ფირმა „დელტას" აქციებით, რომელთა ფასმა შეადგინა 46,8 ლარი. ახალი გამყოფი D_2 ამ შემთხვევაში ტოლი იქნება:

ა) 3.6; ბ) 9.672; გ) 8.579; დ) 1.08.

176. ჩვენ გადაწყვიტეთ „ალფა", „ბეტა" და „გამას" აქციების შერჩევის საფუძველზე შევქმნათ ღირებულების მიხედვით შეწონილი ინდექსი RSP. საბაზო მონაცემები აღებულია ვაჭრობის დახურვისას 22.05-ში. PSP-ს მნიშვნელობა ვაჭრობის დახურვის მომენტში 23.05-ისათვის შეადგენს:

ა) 51.396; ბ) 50.716; გ) 102.786; დ) 73.518.

177.თქვენ გინდოდათ გამოგეყენებინათ საბაზრო ინდექსი ორი, A დაB პორტფელის მაჩვენებლების

შესაფასებლად, რომლებიც შესაბამისად შეიცავენ 5 და 50 ფასიან ქაღალდს. უფრო ზუსტი მონაცემები მიიღება:

ა) A პორტფელისათვის, ვინაიდანი შემთხვევაში ადვილია ინდექსის მეშვეობით პორტფელის შემოსავლიანობის განსაზღვრა;

ბ) „B" პორტფელისათვის, ვინაიდან, რაც მეტი ფასიანი ქაღალდია პორტფელში, მით უფრო ახლოსაა მისი მაჩვენებლები საბაზრო პორტფელის მაჩვენებლებთან;

გ) ორივე პორტფელისათვის გათვლები იქნება ერთნაირი;

დ) საბაზრო ინდექსის გამოყენებით საერთოდ არ შეიძლება შეფასდეს მმართველი პორტფელის მაჩვენებლები.

178. ჩვენ გადავწყვიტეთ შევაფასოთ აქციების ბაზრის მდგომარეობა თანაბარშწრონილი ინდექსის PSU-ს საფუძველზე. ამისათვის ვიყენებთ ოთხი კომპანიის, A, B, C, D. აქციებიდან შერჩევას. ინდექსის გათვლის დაწყების საბაზისო დღედ მიღებულია 22.05. ამ დღეს BPU=100. მონაცემები ფასების რყევის შესახებ ამ აქციებთან მიმართებაში მოცემულია ქვემოთ:

აქცია	22.05	23.05	24.05	25.05	26.05
A	14,00	14,10	14,15	14,10	14,15
B	46,30	46,90	42,80	42,80	43,00
C	27,40	27,50	27,80	30,00	30,50
D	35,00	35,40	35,00	35,20	35,20

1) გეომეტრიული საშუალო ინდექსი BPU 24.05-სათვის შეადგენს (დამრგვალებული მეოთხე ნიშნამდე):

ა) 100,86; ბ) 98.65; გ) 100,91; დ) 101,22.

2) არითმეტიკული საშუალო ინდექსი 25.05-ში ტოლი იქნება:

ა) 100,87; ბ) 98,9 გ) 100,91; დ) 101,54.

179. ფასების მიხედვით შეწონილი ინდექსის გათვლისას გამოიყენება 50 აქციისაგან შერჩევა. ვთქვათ ამჟამად ინდექსის გათვლისათვის გამოიყენება გამყოფი D=1,2. თუკი კომპანია „ვეგა", რომლის აქციები მონაწილეობენ შერჩევაში, გამოაცხადებს თავის აქციების კონსოლიდაციას გათვლილს 1:4-ზე, მაშინ გამყოფი D ამ ოპერაციის შემდეგ:

ა) გაიზრდება 4-ჯერ; გ) გაიზრდება; ე) დარჩება უცვლელი.

ბ) შემცირდება 4-ჯერ; დ) შემცირდება.

180. თეორიულად შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, როცა ერთი და იგივე დროს ცენტრალური ბანკის ინდექსი PTC გაიზარდება, ხოლო მეორე ინდექსი, ვთქვათ AK&M- შემცირდება:

ა) არა, თეორიულად ეს შეუძლებელია;

ბ) ასეთი რამ შეიძლება მოხდეს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი მოცემულ ინდექსებს აქვთ აბსოლუტურად დადებითი კორელაცია;

გ) თეორიულად ასეთი სიტუაცია შეიძლება მოხდეს ვინაიდან ასეთი ინდექსი ემყარება სხვადასხვა შერჩევებს;

დ) თეორიულად ასეთი სიტუაცია დასაშვებია, რამდენადაც ეს ინდექსები ერთნაირ შერჩევას ექვემდებარებიან.

181. საინვესტიციო პორტფელი შეიძლება მოიცავდეს ჩარხს, 30 აქციას და უფლებას გამოგონებაზე:

ა) არა, ობიექტების ასეთი გაერთიანება არ შეიძლება განხილული იქნას საინვესტიციო პორტფელის რანგში;

ბ) დიახ, თუ ეს პორტფელი ყალიბდება გათვლის ერთ ბიჯზე;

გ) დიახ, თუკი ამ ობიექტების ერთიანობა იმართება როგორც ერთი მთელი;

დ) ცნება, „საინვესტიციო პორტფელი“ გამოიყენება მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების პორტფელისათვის.

182. ფასიანი ქაღალდის პორტფელის ფორმირების ძირითადი უპირატესობებია:

ა) საინვესტიციო ობიექტებში ფულის სწრაფად დაბანდების შესაძლებლობა;

ბ) ინვესტირების დაბალი რისკი;

გ) დროის მოკლე პერიოდში შედეგის მიღების შესაძლებლობა;

დ) გადასახადების გადახდისაგან განთავისუფლების შესაძლებლობა.

183. ფასიანი ქაღალდების სახეები პორტფელში ჩასართავად შეიძლება შემდეგი კრიტერიუმების მიხედვით შეირჩეს:

ა) რისკის ხარისხის და მათში შემავალი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის მიხედვით;

ბ) რისკის ხარისხისა და ინფლაციის ტემპებზე რეაქციის მიხედვით;

გ) რისკის ხარისხისა და პორტფელის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლებიდან წყაროებზე დამოკიდებულებით;

დ) რისკის ხარისხის და ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობის მიხედვით.

184. თუკი ინვესტორმა ჩამოაყალიბა „ზრდის პორტფელი“, მაშინ:

ა) იგი ორიენტირებულია პორტფელში ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის ზრდაზე;

ბ) მისი სტრატეგია დაკავშირებულია ინფლაციის ტემპების ზრდის მოლოდინთან;

გ) იგი ვარაუდობს პორტფელში ფასიანი ქაღალდების საკურსო ღირებულების ზრდას;

დ) მისი იმედები დაკავშირებულია მშპ-ს ზრდასთან.

185. ეფექტიანი ფასიანი ქაღალდების ბაზრისათვის გ.მარკოვიცის მოდელთან კონტექსტთან მიმართებაში დამახასიათებელია შემდეგი თვისებები:

ა) ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებები დგება ტრანსაქციონერული ხარჯების გარეშე;

ბ) ინვესტირება ხორციელდება ერთი ჰოლდინგური პერიოდის განმავლობაში;

გ) ინფლაციის დონე არ აჭარბებს საპროცენტო განაკვეთის რეალურ ურისკო დონეს;

დ) აქციების ფასი შემთხვევითი ხასიათისაა.

186. ფირმა „სალუტის“ აქციების ფასი ვაჭრობის დახურვის მომენტში 2005 წლის 9 აპრილს შეადგინა 35 ლარი. მეორე დღეს „სალუტი“ აცხადებს მოგების გადიდების შესახებ წლის შედეგების მიხედვით. თუ დავუშვებთ, რომ აქციების ბაზარი ეფექტიანია, მაშინ აქციების ფასი:

ა) არ იცვლება, რამდენადაც ინვესტორები სხვადასხვანაირად აფასებენ ამ ინფორმაციას;

ბ) არ იცვლება, რამდენადაც მსგავსი ინფორმაცია საერთოდ არ შეიძლება გავლენას ახდენდეს აქციის ფასზე;

გ) აქციის ფასი უნდა შემცირდეს;

დ) აქციის ფასი უნდა გაიზარდოს.

187. ცალკეული აქციის „მოსალოდნელი შემოსავლიანობის E (r)“-ის ქვეშ გ. მარკოვიცის მოდელის მიხედვით მოიაზრება:

ა) აქციების შემოსავლიანობის შეწონილი სიდიდე, სადაც წონების როლში გამოდიან საწყისი საინვესტიციო თანხის წილი;

ბ) აქციების შემოსავლიანობის საშუალო სიდიდე, რომლის დროსაც დისპერსია მინიმალურია;

გ) აქციების შემოსავლიანობის მნიშვნელობის ალრე აღნიშნული სიდიდის საშუალო არითმეტიკული;

დ) აქციების შემოსავლიანობის მნიშვნელობა, რომლის დროსაც დისპერსია ნულის ტოლია.

188. ინვესტორმა გადაწყვიტა შეაფასოს ფირმა A-ს აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. ამ აქციების შემოსავლიანობის შესახებ მონაცემების საფუძველზე ბოლო 12 წლის განმავლობაში. მაშინ შემოსავლიანობის ალბათობა, რომელიც აღინიშნებოდა 6 წლის წინ, იქნებოდა:

ა) 1/0; ბ) 1/2; გ) 1/6; დ) 1/12;

189. ინვესტორი აფასებს ერთი და იგივე აქციის შემოსავლიანობას მომავალ ჰოლდინგურ-პერიოდში სუბიექტური და ობიექტური მეთოდების გამოყენებით. მაშინ A(r) შემოსავლიანობის საშუალო არითმეტიკული (მოსალოდნელი) სიდიდის მნიშვნელობა ობიექტური მეთოდის გამოყენებით იქნებოდა:

ა) A(r) სიდიდეზე ყოველთვის მეტი, რომელიც მიიღება სუბიექტური მეთოდის გამოყენებით;

ბ) A(r) სიდიდეზე ყოველთვის ნაკლები, რომელიც მიიღება სუბიექტური მეთოდის გამოყენებით;

გ) შეიძლება იყოს A(r) სიდიდეზე მაღალი ანდა დაბალი, გათვლილი სუბიექტური მეთოდით;

დ) ყოველთვის ემთხვევა A(r) სიდიდეს, რომელიც მიიღება სუბიექტური მეთოდის გამოყენებით.

190. ინვესტორი ვარაუდობს შეაფასოს აქციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა E(r) ჰოლდინგურ პერიოდში. ამისათვის მან შეარჩია n=10 ბიჯი წარსულში, გათვალა აქციის შემოსავლიანობა ანგარიშსწორების ყოველ ნაბიჯზე და იპოვა E(r) შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, როცა E(r) იქნება უარყოფითი სიდიდე:

ა) დიახ, E(r) შეიძლება იყოს < 0;

ბ) არა, თითოეულად ეს დამუშავებულია;

გ) ეს შეიძლება მოხდეს, თუკი ბაზარზე დაფიქსირებული სატრანსპორტო განაკეთები იქნება უარყოფითი;

დ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუკი ამ აქციის შემოსავლიანობის დისპერსია ასევე ნაკლები იქნება 0-ზე.

191. შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრა, რომელიც აქციის მიხედვით აბსოლუტური სიდიდის მიხედვით შეიძლება აღემატებოდეს მის მოსალოდნელ შემოსავლიანობას E(r)-ს:

ა) არა, თეორიულად ეს დაუშვებელია;

ბ) დიახ, ეს შეიძლება მოხდეს;

გ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ამ აქციის შემოსავლიანობის დისპენსია ასევე აჭარბებს E(r);

დ) ეს შეიძლება იმ შემთხვევაში, როცა rt სიდიდეები ღებულობენ მეტ დადებით მნიშვნელობას.

192. კორელაციის კოეფიციენტი პიჯ პორტფელის 2 აქციის n^1_j და n^2_j დისპერსიების შემთხვევაში:

ა) ზომავს პორტფელის 2 აქციის რისკების კორელაციის ხარისხს;

ბ) არ გამოიყენება, რამდენადაც ასეთი მაჩვენებელი საერთოდ არ არსებობს;

გ) ყოველთვის დადებითია;

დ) შეიძლება მიაღწიოს როგორც დადებით, ასევე უარყოფით მნიშვნელობას.

193. გვაქვს 3 აქცია A, B, C რომლისთვისაც გათვლილია მოსალოდნელი შემოსავლიანობები: $E(r_A) = 0.11$; $E(r_B) = 0.12$; $E(r_C) = 0.14$; და შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრა: $n_A = 0.02$; $n_B = 0.03$; $n_C = 0.04$; მაშინ ინვესტირება უფრო უკეთესი იქნება:

ა) A აქციებში; გ) C აქციებში;

ბ) B აქციებში; დ) არ შეიძლება ერთმნიშვნელოვანი პასუხის გაცემა;

194. ინვესტორი 2002 წლის 9 ოქტომბერს აყალიბებს პორტფელს სამი A, B, და C აქციებისაგან, რომელთა ფასები უკანასკნელი თვეების მანძილზე ასევე იცვლებოდნენ.

ფასი (ლარი)	09.07	09.08	09.09	09.10
P_A	10	12	12	13
P_B	20	21	22	23
P_C	30	33	35	37

ინვესტორს აქვს 2 ათასი ლარი და ვარაუდობს პორტფელში ჩართოს 10 A აქცია, 20 B აქცია და

30 C აქცია. A აქციის „წონა“ ამ პორტფელში იქნება:

ა) 0.1667; ბ) 0.076; გ) 0.076; დ) 0.074.

195. ინვესტორმა ჩამოაყალიბა პორტფელი 25 აქციისაგან. გათვალა მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა და დისპერსია. ამის შემდეგ მან გადაწყვიტა გადაეხალისებინა პორტფელი და ამოიღო იქედან 5 აქცია, დატოვა 20 აქცია უცვლელად. ასეთი ოპერაციის შედეგად შეიძლება თეორიულად შემცირდეს პორტფელის რისკი:

ა) არა, რამდენადაც პორტფელის რისკის შემცირება შეიძლება მხოლოდ დივერსიფიკაციის ხარჯზე. ე.ი პორტფელში აქციების რიცხვის გადიდებით, ხოლო მოცემულ შემთხვევაში პორტფელში აქციების რიცხვი შემცირდა;

ბ) დიახ, რამდენადაც აქციების რიცხვის ნებისმიერი შემცირება პორტფელში უნდა მოხდეს მისი რისკის შემცირებით;

გ) ეს შეიძლება მხოლოდ იმ პორტფელისათვის, რომლებიც შეესაბამებიან ეფექტიანი პორტფელების საზღვარს;

დ) დიახ, თეორიულად ასეთი სიტუაცია დასაშვებია.

196. ინვესტორმა აირჩია n აქცია და მათი „წონების“ მხედველობაში მიღებით ააგო პორტფელის არსებობის ზონა. თეორიულად შესაძლებელია ამ აქციებიდან ფორმირებული რომელიმე პორტფელისათვის შესაბამისი წერტილი კოორდინატთა სიბრტყეზე იყოს ამ ზონის გარეთ:

ა) არა, თეორიულად ეს დასაშვებია;

ბ) ეს შეიძლება მოხდეს, თუკი აქციების შემოსავლიანობა დაკავშირებულია აბსოლუტური უარყოფითი კორელაციით;

გ) შეიძლება მოხდეს, თუკი ინვესტირების რისკი პორტფელში გახდება უარყოფითი;

დ) არა, რამდენადაც ეს არ ნიშნავდა, რომ პორტფელის აქციების უკუგების ნორმების დისპერსიები დადებითია, რაც თეორიულად დაუშვებელია.

197. გ. მარკოვიცის თეორემის არსი ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის არსებობის შესახებ იმაში მდგომარეობს, რომ n აქციებისაგან ფორმირებული პორტფელების მთელი ნაკრებიდან, ყოველთვის შეიძლება ვიპოვოთ ისეთი, რომელსაც ექნება ერთდროულად მინიმალურად შესაძლებელი რისკი და მაქსიმალურად დასაშვები მოსალოდნელი შემოსავლიანობა:

ა) დიახ, ოღონდ კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელისათვის;

ბ) დიახ;

გ) არა, თეორემის შინაარსი სხვაა;

დ) მოცემული თეორემებია საერთოდ არ ოპერირებს ცნებებით „შემოსავლიანობა“ და „რისკი“.

198. „ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი“ გ.მარკოვიცის მოდელში არის:

ა) პორტფელების ერთიანობა, რომლებიც უზრუნველყოფენ მაქსიმალურ რისკს პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ნებისმიერი მოცემული სიდიდის პირობებში;

ბ) ხაზი, რომელთა წერტილები შეესაბამება პორტფელებს და აქვთ მინიმალური დასაშვები დისპერსია პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ყოველი მოცემული სიდიდისათვის;

გ) პორტფელთა ნაერთი, რომელიც უზრუნველყოფს პორტფელის აქციების უმცირეს კორელაციულ კავშირებს, პორტფელს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ყოველი მოცემული სიდიდისათვის;

დ) პორტფელების არსებობის ზონის მარჯვენა საზღვარი.

199. სისტემურ რისკად შეიძლება ჩაითვალოს:

ა) რისკის დონე, რომლის თავიდან აცილება დივერსიფიკაციით შეიძლება;

ბ) რისკის დონე, რომლის თავიდან აცილება დივერსიფიკაციით არ შეიძლება;

გ) რისკის დონე, რომელიც განისაზღვრება შემთხვევითი შეცდომის დისპერსიით;

დ) რისკის დონე, რომელიც დამოკიდებულია პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის

დისპერსიაზე.

200. არის ორი ინვესტორი: A და B. A ინვესტორმა ჩამოაყალიბა პორტფელი 10 აქციიდან და პორტფელისათვის $E(r) = 0.16$ მიიღო სტანდარტული გადახრის სიდიდე n = 0.08. მეორე ინვესტორმა ასევე ჩამოაყალიბა პორტფელი 10 აქციიდან, რომელიც შეიძლება განსხვავდებოდეს ინვესტორის აქციების ნაკრებიდან. ინვესტორს პორტფელისათვის $E(r) = 0.16$ და რისკი ფასდება დისპერსიით n = 0.20. ამ შემთხვევაში შეიძლება შემდეგი ჰიპოთეზის დაშვება: ინვესტორი მოკლე გაყიდვებს მიმართავს:

ა) ამოსაყალი მონაცემების საფუძველზე არ შეიძლება ერთმნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთება;

ბ) ინვესტორი B;

გ) ინვესტორი A;

დ) თუ 0.16 არ შეესაბამება ეფექტიანი პორტფელების ზღვარს, მაშინ მოკლე გაყიდვებს არ მიმართავენ თუ 0.16 შეესაბამება ეფექტიანი პორტფელების ზღვარს, მაშინ მოკლე გაყიდვებს გამოიყენებს ორივე მხარე.

201. დივერსიფიკაციის გზით შეიძლება მივაღწიოთ იმას, რომ პორტფელის რისკი გახდეს ძალზე მცირე:

ა) არა, რადგანაც დივერსიფიკაცია საერთოდ არ მოქმედებს რისკზე;

ბ) დივერსიფიკაცია მოქმედებს მხოლოდ სისტემურ რისკებზე და ამასთან დაკავშირებით არ შეიძლება პორტფელის რისკის ხელზე დაყენა;

გ) დიახ;

დ) თეორიულად ეს შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი საბაზრო პორტფელის რისკი უტოლდება ნულს.

202. ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს და აქციებისაგან, რომელთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შესაბამისად ტოლია $E(r_A) = 0.1$; $E(r_B) = 0.2$; $E(r_C) = 0.3$; შეიძლება თუ არა პორტფელის აქციების „წონების" ცვლილებით მივაღწიოთ იმას, რომ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_{პორტ}) = 0.5$:

ა) დიახ, თუკი თუნდაც ერთი წყვილი აქციის შემოსავლიანობას ექნება უარყოფითი კორელაცია;

ბ) დიახ, თუკი პორტფელში ფორმირებისას გაერთიანდება B და C აქციების ტოლი რაოდენობა;

გ) დიახ, თუ პორტფელის ფორმირებისას მუმართავთ მოკლე გაყიდვებს;

დ) არა, ეს შეუძლებელია, რადგანაც პორტფელში შემავალ აქციის მაქსიმალური შემოსავლიანობა მხოლოდ 0.3-ს აღწევს.

203. ინვესტორი ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის ასაგებად იყენებს გრაფიკულ მეთოდს. შეიძლება თუ არა შერჩეული აქციის პორტფელისათვის, ერთნაირი უკუგების წრფეები არ იყოს პარალელური და რომელიღაც წერტილში გადაიკვეთონ?

ა) დიახ, ეს შესაძლებელია;

ბ) არა, თეორიულად ეს შეუძლებელია;

გ) ეს შეიძლება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თიუ კი პორტფელის აქციების შემოსავლიანობა დაკავშირებულია აბსოლუტურად უარყოფითი კორელაციით;

დ) ეს შეიძლება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა პორტფელის აქციების შემოსავლიანობა დაკავშირებულია აბსოლუტურად დადებითი კორელაციით.

204. მოცემული რაოდენობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელისათვის უნდა ვიპოვოთ მათი ისეთი კომბინაცია, რომ მიღებული პორტფელის რისკი იყოს მინიმალურად დასაშვები:

ა) არ შეიძლება, რამდენადაც ეს ეწინააღმდეგება ეფექტიანი პორტფელების ზღვრის თეორიას;

ბ) შეიძლება და ასეთი კომბინაციები უსასრულოდ ბევრია;

გ) არ შეიძლება, რამდენადაც რისკი იყოფა სისტემატურ და არასისტემატურ რისკებად;

დ) შეიძლება და არსებობს ერთადერთი ასეთი კომბინაცია.

205. საბოლოო ჯამში გ.მარკოვიცის ეფექტიანი პორტფელების ზღვრის აგების ამოცანის გადაჭრისას ინვესტორმა უნდა გათვალოს:

ა) პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტრები;

ბ) პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა;

გ) პორტფელის მინიმალური დისპერსია;

დ) პორტფელის აქციების „წონები“

206. რისკის მოცემულ დონეს შეესაბამება ერთადერთი წერტილი ეფექტიანი პორტფელის ზღვარზე:

ა) დიახ, ეს გამომდინარეობს ეფექტიანი პორტფელების ზღვარის თეორიებიდან;

ბ) დიახ, ვინაიდან ეფექტიანი პორტფელების ზღვარი წარმოადგენს წრფეს;

გ) არა, რისკის ერთ დონეს უნდა შეესაბამებოდეს ორი წერტილი ეფექტიანი პორტფელის ზღვარზე;

დ) დიახ, სწორედ ეს გამომდინარეობს გ.მარკოვიცის თეორემიდან.

207. ოპტიმალური პორტფელი აუცილებლად უნდა იყოს ეფექტიანი:

ა) დიახ;

ბ) ეს დამოკიდებულია კონკრეტული ინვესტორის რისკისადმი დამოკიდებულებაზე;

გ) გარკვეულ პირობებში ინვესტორს შეუძლია ოპტიმალური სახით შეარჩიოს არაეფექტიანი პორტფელი;

დ) მაღალი კორელაციის დონის პირობებში ეს პირობა შეიძლება შესრულდეს.

208. მინიმალური დისპერსიით პორტფელი შეიძლება იყოს ოპტიმალური პორტფელი:

ა) არა, ეს ეწინააღმდეგება გ.მარკოვიცის თეორემას.

ბ) არა, ვინაიდან ასეთ შემთხვევაში ინვესტორი ღებულობს მინიმალურ მომგებიანობას;

გ) დიახ, მაგრამ პორტფელისათვის, რომელიც შედგება უარყოფითი კორელაციის აქციებისაგან;

დ) დიახ, იმ ინვესტორისათვის, რომელიც გაურბის რისკს, ასეთი პორტფელი შეიძლება იყოს ოპტიმალური.

209. შეიძლება შემთხვევა, როცა პორტფელის ფორმირებისას მინიმალური დისპერსიით (MVP) ინვესტორი იძულებულია მიმართოს მოკლე გაყიდვებს.

ა) არა, რამდენადაც ეს აღნიშნავდა, რომ პორტფელის ყველა აქციის „წონა“ უარყოფითია;

ბ) დიახ, თეორიულად ასეთი სიტუაცია შესაძლებელია;

გ) ეს შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა პორტფელი ყალიბდება ერთი და იგივე ემიტენტის n აქციისგან;

დ) მოკლე გაყიდვები რისკოვან ოპერაციებს განეკუთვნება. ამიტომ მათი დახმარებით შესაძლებელია შემცირდეს პორტფელის რისკი, მით უმეტეს ჩამოყალიბდეს MVP

210. ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს 5 აქციიდან და მისი რომელიღაც E=0.2 მნიშვნელობისათვის „წონა“ ღებულობს უარყოფით მნიშვნელობას. ინვესტორს არ სურს მიმართოს მოკლე გაყიდვებს და იღებს ამ აქციას პორტფელიდან, ახლა მისი პორტფელი 4 აქციიდანაა ჩამოყალიბებული. მაშინ 4 აქციისგან შემდგარი პორტფელის რისკი:

ა) მაღალია 5 აქციისგან შემდგარ პორტფელთან შედარებით;

ბ) დაბალია 5 აქციისგან შემდგარ პორტფელთან შედარებით;

გ) ტოლია 5 აქციისგან შემდგარი პორტფელის რისკის;

დ) შეიძლება იყოს 5 აქციისგან შემდგარ პორტფელთან შედარებით მაღალი ანდა დაბალი.

211. ცნობილია, რომ შარპის მეთოდის საფუძველია წრფივი რეგრესიული ანალიზის მეთოდი. წრფივი რეგრესიის განტოლება ამ მოდელში აკავშირებს:

ა) პორტფელის აქციების შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსიას;

ბ) პორტფელის კონკრეტული აქციის შემოსავლიანობას და საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობას;

გ) პორტფელის მოსალოდნელ შემოსავლიანობას და პორტფელის დისპერსიას.

დ) საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობას და საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის დისპერსიას.

212. ერთ-ერთი აქციისათვის კოეფიციენტი ბეტას მნიშვნელობა ტოლია $\beta a = -1.7$ ეს ნიშნავს:

ა) ეს შეუძლებელია, რადგან კოეფიციენტი β -ს მნიშვნელობა ყოველთვის დადებითია;

ბ) პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის ცვლილებებში ჭარბობს შებრუნებული (საპირისპირო) ტენდენციები;

გ) პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის და საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის ცვლილებებში ჭარბობს შებრუნებული ტენდენციები, თანაც აქციების შემოსავლიანობა უფრო სარისკოა, ვიდრე ბაზარი მთლიანად;

დ) პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის და საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის ცვლილებებში ჭარბობენ საპირისპირო ტენდენციები, ამასთან, აქციების შემოსავლიანობა ნაკლებად სარისკოა, ვიდრე მთლიანად ბაზრის.

213. შეიძლება ვამტკიცოთ, რომ რეგრესიული მოდელის α კოეფიციენტი ადსტურებს კონკრეტული აქციის შემოსავლიანობის მგრძნობელობის ხარისხზე დამოკიდებულებას ბაზრის ცვლილებებისადმი:

ა) დიახ;

ბ) ეს სამართლიანია მხოლოდ იმ აქციებისათვის, რომლის დროსაც β -ს აქვს მაღალი მნიშვნელობა;

გ) არა, მოცემულ მგრძნობელობას აფასებენ კოეფიციენტ β -ს მნიშვნელობით;

დ) დიახ, მაგრამ მხოლოდ მაშინ, როცა შემთხვევითი ცდომილების დისპერსია მინიმალურია.

214. რეგრესული მოდელის α და β კოეფიციენტების განსაზღვრისათვის გამოიყენება უმცირეს კვადრატთა მეთოდი. ეს ნიშნავს, რომ კოეფიციენტების მონაცემთა გათვლისათვის საჭიროა:

ა) α კოეფიციენტების კვადრატების სიდიდე ღებულობდეს მინიმალურ მნიშვნელობას;

ბ) პორტფელის აქციების შემოსავლიანობის დისპერსიის სიდიდე იყოს მინიმალური;

გ) შემთხვევითი ცდომილების კვადრატების სიდიდე ხდება მინიმალური;

დ) გამოსაკლები აქციის შემოსავლიანობის კვადრატების სიდიდე ხდება მინიმალური.

215. რეგრესიული მოდელის α და β კოეფიციენტები შეირჩეს ისეთნაირად, რომ პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იყო მაქსიმალური რისკისა ადრე დადგენილი ნებისმიერი რისკის პირობებში:

ა) დიახ;

ბ) ეს განისაზღვრება ინვესტორის მიზნებით;

გ) არა, ამ კოეფიციენტების გათვლის კოეფიციენტების პრინციპები სხვადასხვაა;

დ) ეს დამოკიდებულია პორტფელის აქციების უკუგების ნორმების კოლერილებულობის ხარისხზე.

216. შეიძლება შეიქმნას სიტუაცია, როცა α და β კოეფიციენტებმა ერთი და იგივე აქციისათვის ერთდროულად მიიღონ უარყოფითი მნიშვნელობა:

ა) არა, ეს თეორიულად შეუძლებელია;

ბ) დიახ, ეს შესაძლებელია;

გ) ეს შეინიშნება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა $\beta > 1$;

დ) ეს დამოკიდებულია შემთხვევითი ცდომილების ნიშანზე: თუკი უარყოფითია, მაშინ ასეთი სიტუაცია შეიძლება.

217. ინვესტორმა გადაწყვიტა შეადგინოს წრფივი დისპერსიის ტოლობა რომელიმე A აქციისათვის

და ამ მიზნით შემოსავლიანობა $r_{a,t}$ ამ აქციისათვის გათვალა გათვლის 10 ბიჯის პირობებში. შემდეგ მან გათვალა $rm_{,t}$ საბაზრო პორტფელისათვის, მაგრამ 8 მომდევნო ბიჯების პირობებში. ამ შემთხვევაში შეიძლება თუ არა გაითვალოს რეგრესიული განტოლების პირობებში α და β კოეფიციენტები და შეადგინოს ეს განტოლებები:

ა) დიახ, ეს შეიძლება გაკეთდეს ყველა 10 ბიჯის მიხედვით;

ბ) ეს შეიძლება გაკეთდეს, მაგრამ გათვლის 8 ბიჯის მიხედვით;

გ) არა, ასეთ შემთხვევებში განტოლების შედგენა არ შეიძლება;

დ) ეს დაიშვება, თუკი α და β კოეფიციენტების ნიშნები სხვადასხვაა.

218. რამდენადაც Eit შემთხვევითი ცდომილება, რეგრესულ განტოლებაში არის შემთხვევითი სიდიდე, მაშინ საშუალო არითმეტიკულმა სიდიდემ შეიძლება მიიღოს უარყოფითი მნიშვნელობა:

ა) დიახ, რამდენადაც შემთხვევითი რიცხვების საშუალო არითმეტიკული სიდიდე შეიძლება გახდეს უარყოფითი;

ბ) ეს შემთხვევითია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა β კოეფიციენტი უარყოფითია;

გ) არა, ეს შეუძლებელია;

დ) ეს შეინიშნება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა $\Gamma_{a,t}$ და $\Gamma_{m,t}$ სიდიდეები უარყოფითად კორელირებულები არიან.

219. ინვესტორმა გადაწყვიტა წარმოადგინოს წრფივი დისპერსიის ტოლობა რომელიმე A აქციისათვის. ამისათვის მან ჰოლდინგური პერიოდის ხანგრძლივობად აირჩია ერთი თვე და გათვალა შემოსავლიანობა ამ აქციისათვის 10 მომდევნო ბიჯისათვის. საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის 10 მომდევნო ბიჯზე გათვლისათვის მან აირჩია გათვლის ბიჯის სხვა ხანგრძლივობა — 15 დღე. შეიძლება თუ არა ამ შემთხვევაში გაითვალოს რეგრესიული განტოლების α და β კოეფიციენტები და შედგეს ეს განტოლება?

ა)არა, გათვლის ბიჯები უნდა იყოს ერთნაირი ხანგრძლივობის;

ბ) დიახ, რამდენადაც $\Gamma_{a,t}$ და $\Gamma_{m,t}$ სიდიდეები არიან შემთხვევითი რიცხვები;

გ) ეს სამართლიანია მხოლოდ $\Gamma_{a,t}$ და $\Gamma_{m,t}$ სიდიდეები უარყოფითი კორელაციის შემთხვევაში;

დ) რეგრესიული განტოლების შედგენისას საერთოდ არ გაითვალისწინება გათვლის ბიჯის ხანგრძლივობა.

220. შეიძლება დაბაბუთდეს, რომ თუკი $\Gamma_{a,t}$ და $\Gamma_{m,t}$ სიდიდეები უარყოფითად კორელირებულნი არიან, მაშინ $\beta\alpha$ კოეფიციენტი აუცილებლად იქნება უარყოფითი:

ა) არა, შეიძლება შემთხვევა, როცა ამ პირობებში კოეფიციენტი $\beta\alpha$ იქნება დადებითი;

ბ) $\beta\alpha$ კოეფიციენტის ნიშანზე საერთოდ არ ახდენს გავლენას მოცემული კორელაცია;

გ) დიახ, ეს მტკიცება სწორია;

დ) β კოეფიციენტის ნიშანი დამოკიდებულია საბაზრო პორტფელის (მოსალოდნელი შემოსავლიანობის) ნიშანზე.

221. ვთქვათ, 4 ბიჯის მიხედვით გათვლილი A აქციის შემოსავლიანობა rm საბაზრო პორტფელის მიხედვით შეიცვალა შემდეგნაირად:

გათვლის ბიჯი	1	2	3	4
r_a	0.07	0.10	0.05	0.08
r_m	0.02	0.09	0.04	0.05

გათვლები ძალიან რეგრესული მოდელის α და β კოეფიციენტების შემდეგ მნიშვნელობებს: $\alpha_a = 0.0481$; $\beta_a = 0.5385$.

შემთხვევითი ცდომილება გათვლის მესამე ბიჯზე ტოლია:

ა) +0.01658; ბ) -0.01658; გ) -0.01964;

222. ვთქვათ A აქციის r_a შემოსავლიანობა და საბაზრო პორტფელის r_m შემოსავლიანობა იცვლება შემდეგნაირად:

გათვლის ბიჯი	1	2	3
r_a	0.07	0.10	0.04
r_m	0.01	0.09	0.05

რისი ტოლი იქნება რეგრესიული მოდელის α და β კოეფიციენტების მნიშვნელობა ამ შემთხვევაში? როგორ გამოიყურება წრფივი რეგრესის განტოლება?

223. ინვესტორმა ჩამოაყალიბა პორტფელი სამი აქციისაგან და გათვალა ამ აქციების ყველა პარამეტრი:

$E(r_1) = 0.04 \quad \sigma_1^2 = 0.04 \quad \sigma_{12} = +0.09$

$E(r_2) = 0.05 \quad \sigma_2^2 = 0.09 \quad \sigma_{23} = +0.16$

$E(r_3) = 0.06 \quad \sigma_3^2 = 0.06 \quad \sigma_{23} = -0.25$

შეადგინეთ ლაგრანჟის პოლინომი ეფექტიანი პორტფელების საზღვრების ასაგებად უ. შარპის მოდელის მიხედვით.

224. ინვესტორმა შექმნა 3 აქციისაგან შემდგარი პორტფელი და გათვალა ამ აქციების ყველა პარამეტრი:

$E(r_1) = 0.07 \quad \sigma_1^2 = 0.0009 \quad \sigma_{12} = -0.0006$

$E(r_2) = 0.08 \quad \sigma_2^2 = 0.0016 \quad \sigma_{13} = -0.00075$

$E(r_3) = 0.09 \quad \sigma_3^2 = 0.0025 \quad \sigma_{23} = -0.0010$

იპოვეთ პორტფელის მახასიათებლები MPV დისპერსიის მინიმალური მნიშვნელობით.

225. დაუშვათ A აქციის r_a შემოსავლიანობის და საბაზრო პორტფელის გათვლა 4 ბიჯზე შეიცვალა შემდეგნაირად:

გათვლის ბიჯი	1	2	3	4
r_a	0.07	0.10	0.05	0.06
r_m	0.02	0.09	0.04	0.05

გათვალეთ რეგრესიული მოდელი α და β კოეფიციენტები. როგორი იქნება წრფივი რეგრესიის განტოლება ამ შემთხვევაში? რისი ტოლია იქნება შემთხვევითი ცდომილების $\sigma^2_{\varepsilon_a}$ დისპერსია?

226. უ. შარპის მოდელში რეგრესიული განტოლების შედგენისას i რომელიღაც აქციისათვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შემთხვევითი ცდომილების დროს $E(E_i) = 0.5$. ეს ნიშნავს:

ა) Γ_i მოცემული აქციის შესაბამისი შემოსავლიანობის თეორიული მნიშვნელობა აღემატება 50%-ით;

ბ) მოცემული Γ_i აქციის შემოსავლიანობის შესაბამის პრაქტიკულ მნიშვნელობას Γ_i-ს თეორიული მნიშვნელობა აღემატება 50%-ით;

გ) ასეთი არ შეიძლება იყოს;

დ) მოცემული აქციის შემოსავლიანობა და საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა დაკავშირებულია ერთმანეთთან დადებითი კორელაციით.

227. საერთო შემთხვევაში პორტფელის ნებისმიერი აქციის შემთხვევითი ცდომილების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(E_i) = 0$. ამ შემთხვევაში შეიძლება დავასაბუთოთ, რომ ნებისმიერ ცდომილების დისპერსია, პორტფელის ნებისმიერი აქციისათვის შარპის მოდელში, ასევე ნულის ტოლია საერთო შემთხვევაში:

ა) არა, ეს არასწორია;

ბ) დიახ, ეს მტკიცება სწორია;

გ) ეს სწორია კოეფიციენტი β -ს უარყოფითი მნიშვნელობის არსებობის შემთხვევაში;

დ) ამ კითხვაზე არ შეიძლება ერთმნიშვნელოვანი პასუხის გაცემა.

228. $P^2_{i,m}$ მაჩვენებლის მეშვეობით შეიძლება შეფასდეს რეგრესიული განტოლების სიზუსტის ხარისხის და კოეფიციენტის β -ს უარყოფითი სიდიდის შემთხვევაში:

ა) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ $|\beta| > 1$;

ბ) დიახ, შეიძლება ასეთი შეფასების გაკეთება;

გ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა α კოეფიციენტი დადებითია;

დ) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა α კოეფიციენტი უარყოფითია.

229. პორტფელის რომელიღაც აქციისათვის $P^2_{i,m} = 1$. ეს ნიშნავს, რომ:

ა) ამ აქციას არა აქვს რისკის სისტემური ნაწილი;

ბ) თეორიულად ეს შეუძლებელია;

გ) ამ აქციისათვის არ შეიძლება შედგეს რეგრესიული განტოლება;

დ) ამ აქციის შემოსავლიანობა აბსოლუტურ კორელაციურ დამოკიდებულებაშია $r_{m,i}$ სიდიდეებთან.

230. ფასდება ორი A და B აქცია. დადგენილია, რომ $P^2_{a,m} = 0.5$ და $P^2_{b,m} = 0.7$. მაშინ შემთხვევითი ცდომილების დისპერსიის უმცირესი სიდიდე ექნება:

ა) A აქციას;

ბ) B აქციას;

გ) ეს განისაზღვრება β კოეფიციენტის მნიშვნელობით: თუ $\beta_\alpha > \beta_\beta$, მაშინ $\sigma^2_{E,a} > \sigma^2_{E,b}$;

დ) ამ მონაცემების საფუძველზე არ შეიძლება ვიმსჯელოთ შემთხვევითი ცდომილებების დისპერსიის სიდიდეზე.

231. პორტფელში ჩართული სამი აქციაა: A,B და C. მათთვის გათვლილია კოეფიციენტები:

$\beta_a = 1.2$; $\beta_b = 0.7$; $\beta_c = -0.65$;

ამ აქციების რომელი წყვილისათვის არის მათი ურთიერთზემოქმედების რისკი მაღალი?

ა) A და β; გ) B და C;

ბ) A და C; დ) ამ მონაცემების საფუძველზე არ შეიძლება მსგავსი დასკვნის გაკეთება.

232. გვაქვს შესაფასებელი აქციის და საბაზრო პორტფელის შემდეგი მონაცემები:

გათვლის ბიჯი	1	2	3	4
$r_{a,i}$	0.07	0.05	0.11	0.05
$r_{m,i}$	0.09	0.08	0.13	0.02

რეგრესიული განტოლების პარამეტრები გამოთვლილია და შედგენს: $\alpha_a = 0.0287$; $\beta = 0.5161$.

შეაფასეთ შემთხვევითი ცდომილების $\sigma^2_{E,a}$ დისპერსია ორი ხერხით:

ა) ფორმულით: $\sigma^2_{E,a} = \frac{1}{N-2}\sum_{i=1}^{N}\left[\Gamma_{a,i} - (\alpha_\alpha + \beta \times \Gamma_{m,i})\right]^2$

ბ) იქედან გამომდინარე, რომ $\sigma^2_{E,a} = \beta^2_a + \sigma^2_m + \sigma^2_{E,a}$

გ) მიიღება თუ არა ამ გათვლებით $\sigma^2_{E,a}$ ერთნაირი მნიშვნელობა?

233. ინვესტორმა პორტფელში ჩართო n აქცია და გამოიყენებს უ. შარპის მოდელს. ამ პორტფელის რისკის შეფასებისათვის მან უნდა გათვალოს:

ა) (2n+1) პარამეტრი; გ) (n+2) პარამეტრი;

ბ) (2n+2) პარამეტრი; დ) (3n+2) პარამეტრი.

234. ინვესტორი იყენებს უ.შარპის მოდელს. საჭიროა თუ არა ГЗП–ის ასაგებად გამოთვალოს პორტფელის ყოველი აქციის შემოსავლიანობის დისპერსია?

ა) ГЗП–ის ასაგებად არ არის აუცილებელი არც პორტფელის აქციების დისპერსიის და არც მათი კოვარიაციის გამოთვლა;

ბ) არა,საჭიროა შეფასდეს მხოლოდ მათი კოვარიაცია;

გ) დიახ, ვინაიდან უ. შარპის მოდელი გ.მარკოვიცის მოდერნიზებული მოდელია და თუ არ გავთვალეთ პორტფელის ყოველი აქციისათვის შემოსავლიანობის დისპერსია, ვარ ჯაგებთ ეფექტიანი პორტფელის საზღვარს;

დ) ეს განისაზღვრება ინვესტორის რისკისადმი ინდივიდუალური დამოკიდებულებით.

235. გათვლების ოდენობის შემცირება უ. შარპის მოდელში აიხსნება იმით, რომ:

ა) ამ მოდელში ფასდება მხოლოდ რისკის სისტემური ნაწილი, რომელიც განპირობებულია პორტფელის აქციების ბაზართან ურთიერთდამოკიდებულებით;

ბ) არ არის საჭირო პორტფელის ყოველი აქციისათვის შეფასდეს საკუთარი რისკი;

გ) ამ მოდელში არ გაითვალისწინება პორტფელის აქციების ურთიერთქმედების რისკი;

დ) შარპის მოდელში გაითვალისწინება მხოლოდ პორტფელის აქციების ურთიერთქმედების რისკი.

236. ობლიგაციების ფასი დროის ნებისმიერ მომენტში ტოლია:

ა) მომავალი კუპონური გადახდების და ნომინალის დაყვანილი ღირებულების;

ბ) საპროცენტო გადახდების დაგროვილი თანხის;

გ) გადახდილი კუპონური თანხების დაყვანილი ღირებულების;

დ) გადახდილი და სამომავლო კუპონური თანხების დაყვანილი ღირებულების.

237. ობლიგაციის ფასის განსაზღვრისათვის აუცილებელია ობლიგაციის რიგი პარამეტრების ცოდნა. ქვემოთ ჩამოთვლილი პარამეტრებიდან უშუალოდ არ ზემოქმედებენ ობლიგაციის ფასზე:

ა) კუპონური განაკვეთი;

ბ) ობლიგაციის ნომინალი;

გ) ობლიგაციის დაფარვის ვადა;

დ) დაფარვის შემოსავლიანობა.

238. თუკი სხვა თანაბარ პირობებში კუპონური თანხები გადაიხდება წელიწადში ორჯერ, მაშინ ობლიგაციის ნომინალის სიდიდე:

ა) გაიზრდება ორჯერ;

ბ) შემცირდება ორჯერ;

გ) შეიცვლება ობლიგაციის დაფარვის ვადაზე დამოკიდებულობით;

დ) საერთოდ არ შეიცვლება.

239. უკუპონო ობლიგაციის ფასი დროის კონკრეტულ მომენტში საერთოდ არ არის დამოკიდებული სხვა ობლიგაციების კუპონური გადახდების სიდიდეზე:

ა) დიახ;

ბ) არა, რამდენადაც კუპონური განაკვეთის სიდიდე დროის ყოველ მომენტში ზემოქმედებას ახდენს დაფარვიდან მიღებულ შემოსავლიანობაზე;

გ) ეს დასკვნა სამართლიანია მოკლევადიანი უკუპონო ობლიგაციებისათვის;

დ) არა.

240. თუკი დაფარვიდან მიღებული ობლიგაციების შემოსავალი იზრდება 2-ჯერ, მაშინ მისი ფასი:

ა) შემცირდება 2-ჯერ;

ბ) გაიზრდება 2-ჯერ;

გ) დარჩება უცვლელი;

დ) გაიზრდება სიდიდით, რომელიც დამოკიდებულია ობლიგაციების სხვა პარამეტრებზე;

ე) შემცირდება სიდიდით, რომელიც დამოკიდებულია ობლიგაციის სხვა პარამეტრებზე.

241. გვაქვს ობლიგაცია შემდეგი მახასიათებლებით:

M_0=1000 ლარი, C_i=5%; i=7%; T=3წელი.

თუკი დაფარვის ვადა გაიზრდება 6 წლამდე, მაშინ ობლიგაციების ფასი:

ა) არ შეიცვლება;

ბ) დაეცემა ორჯერ;

გ) გაიზრდება 2-ჯერზე უფრო ნაკლებად;

დ) იზრდება 2-ჯერ.

242. ობლიგაცია ნომინალით 1000 ლარი და დაფარვის ვადით 5 წელი, ყოველწლიური კუპონური გადახდებით 50 ლარი დაფარვიდან მიღებული შემოსავლიანობით 6%, შეიძინება საპროცენტო თანხების გადახდის დღეს.

1) ეს ობლიგაცია ნომინალის ზევით ან ქვევით გაიყიდება?

ა) ქვემოთ; გ) ობლიგაცია გაიყიდება ნომინალის მიხედვით;

ბ) ზემოთ; დ) ეს დამოკიდებულია იმაზე, წელიწადში რამდენჯერ გადაიხდება საპროცენტო თანხა.

2) თუკი დაფარვიდან მიღებული შემოსავალი გაიზრდება 10%-ით, მაშინ ობლიგაციის ფასი:

ა) დარჩება უცვლელი; გ) შემცირდება;

ბ) გაიზრდება; დ) გაიზრდება 4%-ით.

243. დაფარვიდან მიღებული K შემოსავლიანობა — ეს ისეთი დისკონტის განაკვეთია, რომლის დროსაც PV–ი დაყვანილი ღირებულება კუპონური გადახდების მომავალი ნაკადი ზუსტად უტოლდება ნომინალს. ეთანხმებით თუ არა თქვენ ასეთ მტკიცებას?

ა) რა; გ) დიახ, თუ $i<C_1$

ბ) დიახ, ოღონდ მხოლოდ უკუპონო ობლიგაციებისათვის; დ) დიახ, თუ $i>C_1$

244. გვაქვს უკუპონო ობლიგაცია ნომინალით M_n= 1000 ლარი დაფარვიდან შემოსავლიანობით i=5% და დაფარვის ვადით T=2 წელს. ასეთი ობლიგაციის ფასია 907,09 ლარი. როგორი უნდა იყოს დაფარვიდან შემოსავლიანობა, რომ ობლიგაციის ფასი გახდეს 890 ლარი?

245. იმისათვის, რომ YTN გაუტოლდეს საშუალო წლიურ გეომეტრიულ შემოსავლიანობას, უნდა შესრულდეს შემდეგი პირობები:

ა) ემიტენტი იხდის საპროცენტო თანხას და ნომინალს ზუსტად ვადაში;

ბ) ობლიგაცია უნდა იყოს კუპონური;

გ) საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის დონე უცვლელი რჩება;

დ) ინვესტორი რეინვესტირებას უკეთებს მიღებულ კუპონურ თანხებს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით;

ე) ობლიგაცია შენარჩუნებულია დაფარვამდე.

246. გვაქვს ორი ობლიგაცია ერთნაირი დაფარვის ვადით და დაფარვიდან შემოსავლიანობით. პირველი ობლიგაციისათვის კუპონური განაკვეთი C_1=10%, ხოლო მეორის — C_2=10%. ფასის ვოლატილობა მაღალია:

ა) პირველ ობლიგაციის; გ) ამ კითხვაზე არ შეიძლება ერთმნიშვნელოვანი პასუხის გაცემა;

ბ) მეორის; დ) ფასების ვოლატილობა ერთნაირია.

247. სხვა თანაბარ პირობებში რაც უფრო მაღალია ობლიგაციის დაფარვის ვადა, მით უფრო სუსტია მისი ფასების რეაქცია შემოსავლიანობაზე, რომელიც მიიღება დაფარვიდან:

ა) დიახ; გ) არ შეიძლება ერთმნიშვნელოვანი პასუხის გაცემა;

ბ) არა; დ) ფასების ვოლატილობა ერთნაირია.

248. გვაქვს ობლიგაცია შემდეგი მახასიათებლებით:
M_n=1000 ლარი, C_i=5%; i=7%; T=3 წელი.
რას უდრის ასეთი ობლიგაციის დიურაცია?

249. გვაქვს ორი, A და B ობლიგაცია შემდეგი მახასიათებლებით:
A ობლიგაცია — უკუპონო; M_n =1000 ლარი; i=4%; T=4 წელს.
B ობლიგაცია: კუპონური, M_n =1000 ლარი; C_i = 6%; i=4%; T=4 წელს.
დიურაცია მაღალია:

ა) A ობლიგაციის; გ) ობლიგაციების დიურაცია ერთნაირია;

ბ) B ობლიგაციის; დ) უკუპონო ობლიგაციებისათვის არ არსებობს ცნება „დიურაცია“.

250. ინვესტორმა აყიდა ნომინალის მიხედვით A ობლიგაცია შემდეგი მახასიათებლებით:

$M_n = 1000$ ლარი; $C_1 = 5\%$; i=5%; T=5 წელს.

ამ ობლიგაციის მოდიფიცირებული დიურაცია MD=4.33. თუკი საბაზრო ზემოქმედების (სიტუაციის) შედეგად დაფრვაზე შემოსავლიანობა შემცირდება 4,9%-მდე, ობლიგაციის ფასი:

ა) დარჩება უცვლელი; გ) შემცირდება 0.433%; ე) შემცირდება 0.1%-ით.

ბ) გაიზრდება 0.1%; დ) გაიზრდება 0.433%;

251. ინვესტორი ორი ობლიგაციიდან აყალიბებს პორტფელს შემდეგი მახასიათებლებით:

A ობლიგაცია: $M_n = 1000$ ლარს; $C_1 = 7\%$; i=6%; T=5 წელი.

B ობლიგაცია: $M_n = 1000$ ლარს; $C_1 = 8\%$; i=9%; T=7 წელი.

როგორი პროპორციებით უნდა აიღოთ ეს ობლიგაციები, რომ პორტფელის დიურაცია D=5 წელს?

252. შეიძლება ჩაითვალოთ, რომ ობლიგაციის პორტფელი იმუნიზირებულია შემდეგი პირობების შესრულებისას:

ა) პორტფელის დაფარვის ვადა მისი დიურაციის ტოლია;

ბ) დაგეგმილი ჰორიზონტი პორტფელის დაფარვის ვადის ტოლია;

გ) დაგეგმილი ჰორიზონტი პორტფელის დიურაციის ტოლია;

დ) პორტფელის დიურაცია მისი დაფარვის ვადის ტოლია.

253. ინვესტორმა გადაწყვიტა ჩამოაყალიბოს პორტფელი ობლიგაციებისაგან სტაბილური და მაღალი შემოსავლის მისაღებად. მაშინ ამ პორტფელში უნდა ჩაერთოს ობლიგაციები:

ა) უკუპონო მოკლევადიანი; გ) კუპონური შედარებით მაღალი კუპონური განაკვეთით;

ბ) უკუპონო გრძელვადიანი; დ) კუპონური საშუალო ემიტენტით.

254. ობლიგაციების პორტფელის ფორმირებისას სტაბილური შემოსავლის მიღების მიზნით რეკომენდირებული არ არის ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნაწილი ჩაიდოს ერთი სახის ობლიგაციებში.

ა) იმიტომ, რომ მათი დაფარვის ვადა შეიძლება დაემთხვეს საპროცენტო განაკვეთის ზრდას, რაც გამოიწვევს დანაკარგებს ობლიგაციის ფასების ზრდის გამო;

ბ) რადგანაც დაფარვის მომენტში საპროცენტო განაკვეთი შეიძლება დაეცეს, რაც ხელს შეუშლის მიღებული თანხის რეინვესტირებას, რომელიც მიღებულია მაღალი კუპონური განაკვეთის მქონე ობლიგაციიდან;

გ) რამდენადაც კუპონური თანხები მცირდება ობლიგაციის დაფარვის მიახლოებისას, და ასეთი სიტუაცია გამოიწვევს მოსალოდნელი თანხის მიუღებლობას;

დ) ამგვარი სტრატეგია სასურველია, თუ ფულის მნიშვნელოვანი ნაწილის დაბანდება ხდება შემოსავლიან ობლიგაციებში.

255. მიწურის შეხედით, ობლიგაციების პორტფელის ფორმირებისას, შემდეგი მიზანი მიიღწევა:

ა) სტაბილური და მაღალი შემოსავლის მიღება;

ბ) დროის განსაზღვრული მომენტისათვის საჭირო თანხის აკუმულირება;

გ) პორტფელიდან მაქსიმალური შემოსავლიანობის მიღება;

დ) ურისკო პორტფელის აგება.

256. ობლიგაციების პორტფელის ფორმირებისას მიზანშეწონილია გამოვიყენოთ იმუნიზაციის მეთოდი:

ა) სტაბილური და მაღალი შემოსავლის მიღებისათვის;

ბ) საჭირო ფულადი თანხების აკუმულირებისათვის განსაზღვრული თარიღისათვის;

გ) პორტფელიდან მაქსიმალური შემოსავლიანობის მიღებისათვის;

დ) ურისკო პორტფელის აგებისათვის.

257. ობლიგაციური პორტფელის თეორიაში დროებით კუპონური თანხის და ნომინალის განაწილების ასახვისათვის შემოაქვთ:

ა) მოსალოდნელი შემოსავლიანობა;
ბ) პორტფელის დაფარვის მოსალოდნელი ვადა;
გ) დიურაცია;
დ) ობლიგაციების პორტფელის მოსალოდნელი გამოსყიდვის ვადა.

258. ობლიგაციების პორტფელს აქვს რამდენიმე მახასიათებელი, რომელიც ასახავს დროს ზემოქმედებას პორტფელის პარამეტრებზე — დაფარვის ვადა T; დიურაცია D; საინვესტიციო ჰორიზონტი r. ითვლება, რომ პორტფელი იმუნიზებულია, თუკი:
ა) T; ბ) r; გ) D=r; დ) D=2T.

259. ობლიგაციური ინვესტორმა განსაზღვრა თავისი საინვესტიციო ჰორიზონტი 6 წლით და უნდა ჩამოაყალიბოს ობლიგაციების პორტფელი იმუნიზაციის მეთოდის გამოყენებით. ამისათვის არსებობს 3 ობლიგაცია:

A ობლიგაცია: M_n=1000 ლარი; C_1=10%; i=6%; T=5 წელი. P_{OA}= 1170,6 ლარი; P_{OB}=4,23 წელს;
B ობლიგაცია: M_n=1000 ლარი; C_1=5%; i=8%; T=10 წელი. P_{OA}= 796,15 ლარი; P_{OB}=7,87 წელს;
C ობლიგაცია: M_n=1000 ლარი; C_1=7%; i=7%; T=6 წელს. P_{OA}=1000,0 ლარი; D = 5,10 წელს.

ინვესტორს აქვს 1000 მან. და უნდა, რომ პორტფელის საშუალო გეომეტრიული წლიური შემოსავლიანობა არ დაეშვება 7%-ზე დაბალ. როგორი პროცენტით უნდა აიღოს მან ობლიგაციები პორტფელში?

260. ინვესტორმა შეიძინა ობლიგაცია ნომინალური ღირებულებით 1000 ლარი კუპონური განაკვეთით 7%. რომელიც გადაიხდება წელიწადში ერთხელ დაფარვიდან 8% შემოსავლით და დაფარვის ვადით 10 წელი.

თუ ინვესტორს განზრახული აქვს ობლიგაციის შენარჩუნება დაფარვამდე, მაშინ ობლიგაციის მთლიან უკუგებაში რა წილს იკავრს ყოველი მდგენელი ობლიგაციის უკუგება (ლიკვიდაციის ფასი, კუპონური გადახდის თანხა, პროცენტის თანხა პროცენტზე) ამ შემთხვევაში?

261. ინვესტორმა გათვალა ობლიგაციების დიურაცია შემდეგი მახასიათებლებით: M_n=1000 ლარი; C_1 = 7%; i=8%; T=3 წელს და მიიღო სიდიდე D = 2,8 წელი. ერთი წლის შემდეგ ობლიგაციის დაფარვის ვადამ შეადგინა 2 წელი. ე.ი. დიურაცია ადიდებს დაფარვის ვადას:
ა) დიახ;
ბ) არა, რამდენადაც დიურაცია ასევე მცირდება ერთი წლით;
გ) არა, რამდენადაც დიურაცია შემცირდება, მაგრამ 1 წელზე ნაკლები ხნით;
დ) არა, რამდენადაც დიურაცია შემცირდება, მაგრამ 1 წელზე ნაკლები ხნით.

262. ინვესტორმა 2009 წლის 4 დეკემბერს შეიძინა ობლიგაცია შემდეგი მახასიათებლებით: M_n=1000 ლარი; C_1 = 5%; i=6%. ობლიგაციის დაფარვის ვადაა 2010 წლის 1 ივნისს, კუპონური გადახდები ხორციელდება წელიწადში ერთხელ.
რას უდრის ასეთ ობლიგაციის დიურაცია (წელიწადში 365 დღეა).

263. გვაქვს ორი ობლიგაცია ნომინალური ღირებულებით 1000 ლარი; მათი მახასიათებლებია:
პირველი ობლიგაცია: C_1=6%; T=5 წელს. მეორე ობლიგაცია — C_1=4%; და T=10 წელს. მოქმედი შემოსავლიანობის პირობებში i=6% პირველი ობლიგაციის დიურაცია ტოლია 4,292 წლის, ხოლო მეორის — 8,169 წელი.

თუ ინვესტორი განსაზღვრავს საინვესტიციო ჰორიზონტს 6 წელი, მაშინ როგორი პროპორციებით უნდა აიღოს მან მოცემული ობლიგაციები, რათა მოახდინოს პორტფელის იმუნიზაცია?

264. ინვესტორმა ისესხა ფული და სამი წლის შემდეგ უნდა დააბრუნოს 4 მლნ. ლარი. მას აქვს ორი ვადიანი ანაბარი, მათგან ერთი უზრუნველყოფს 1 მლნ. ლარს 4 წლის შემდეგ. რას უდრის დაყვანილი ღირებულება და ვალდებულებათა დიურაცია და ინვესტორის აქტივები? სრულდება თუ არა იმუნიზაციის პირობები?

265. ინვესტორს უნდა გამოიყენოს საპროცენტო განაკვეთების მოძრაობის პროგნოზი ობლიგაციების პორტფელის ფორმირებისას. მისი შეფასების მიხედვით, უახლოეს მომავალში საპროცენტო განაკვეთები შემცირდება. მაშინ საჭიროა შეძენილი იქნას ობლიგაციები:
   ა) დაბალი დიურაციით;
   ბ) მაღალი დიურაციით;
   გ) ამ შემთხვევაში პორტფელის დიურაცია არარსებითია;
   დ) საპროცენტო განაკვეთი საერთოდ არ ახდენს გავლენას პორტფელის უკუგებაზე.
266. რაში მდგომარეობს განსხვავება შესყიდვაზე ოფციონსა და გაყიდვაზე ოფციონს შორის?
267. არის თუ არა პრინციპული განსხვავება ოფციონის მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის?
268. ინვესტორი არის ოფციონის გაყიდვაზე გამყიდველი. რა შემთხვევაში მიიღებს იგი მოგებას — ძირითადად აქციებზე ფასების ზრდისას თუ შემცირებისას?
269. კომპანია „ორიონის“ აქციებზე მიმდინარე ფასი 2008 წლის პირველი მარტისათვის შეადგენს 100 ლარს; ოფციონერების ბაზარზე შეიძლება დაიდოს ოფციონური გარიგება „ორიონის“ აქციების ყიდვაზე 120 ლარის ღირებულებით 2003 წლის ოქტომბერი — ოფციონის ფასი შეადგენს 12,25 ლარს, თუ:
   ა) თუკი A ინვესტორი გაყიდის ოფციონს შესყიდვაზე, რა პასუხისმგებლობას ატარებს იგი ოფციონის რეალიზაციის შემთხვევაში?
   ბ) B ინვესტორმა იყიდა ოფციონის „ორიონი“ აქციები შესყიდვაზე. რა პასუხისმგებლობას ატარებს იგი ოფციონის რეალიზაციისას?
   გ) რისი ტოლია ოფციონური პრემია? ვინ ღებულობს მას ჩვენს შემთხვევაში — A ინვესტორი თუ B ინვესტორი?
   დ) რა დროს შეიძლება მოხდეს ოფციონის რეალიზაცია (თუკი იგი ამერიკულია). როგორი მინიმალური ფასი შეიძლება ჰქონდეს კომპანია „ორიონის“ აქციას, რომ მისი ვადამდელი რეალიზაცია მომგებიანი იყოს ოფციონის მფლობელისათვის.
270. რომელი ოთხი კომპონენტის ცოდნაა საჭირო ოფციონის კონტრაქტის აღწერისათვის?
271. რითი განსხვავდებიან ერთმეორისაგან ამერიკული და ევროპული ოფციონები?
272. რომელი კომპანიების აქციები აირჩევიან ოფციონური გარიგებების დადებისას ძირითად ოფციონებად?
273. რა შემთხვევაში ითვლება ოფციონი „უზრუნველყოფილად“? რატომ არის რომ კლირინგული დაწესებულებები უპირატესობას ანიჭებს ურთიერთობას “უზრუნველყოფილი“ ოფციონების გამყიდველებს?
274. ინვესტორი იძენს 28 ივნისს 4,15 ლარის ოფციონს შესყიდვაზე, რომლის დასრულების ვადაა აგვისტო, ხოლო რეალიზაციის ფასია 110 ლარი ძირითადი აქციის მიმდინარე ფასი ასევე 110 ლარი, რატომ არ არის 0-ს ტოლი ოფციონის ფასი, რამდენადაც ოფციონის დაუყოვნებელი რეალიზაციისას მისი მფლობელი არ ღებულობს არანაირ სარგებელს?
275. რატომ არის, რომ ოფციონის ღირებულების შეფასებისათვის არ შეიძლება გამოყენებული იქნას ფულადი გადახდების მომავალი ნაკადების დისკონტირების მოდელი?
276. წარმოვიდგინოთ, ინვესტორს აქვს შემდეგი მონაცემები:
   - აქციის მოქმედი ფასი — 45 ლარი;
   - შესაძლო გადახდები აქციებს მიხედვით 120 დღის შემდეგ: P_{su}=50 ლარი და P_{sd}=38 ლარი;
   - პროცენტის ურისკო წლიური განაკვეთი E_r=0.05 ირიცხება უწყვეტად;
   - შესყიდვაზე ოფციონის რეალიზციის ფასი E =45 ლარი;
   - რეალიზაციის ვადა — 120 დღე.

   ა) როგორ შექმნის ინვესტორი უკუგების მქონე რეპლიკანტურ პორტფელს, რომელიც ოფციონის

უკუგების ანალოგიური იქნება?

ბ) რისი ტოლია ოფციონის შესყიდვის ფასი შესყიდვაზე?

გ) რისი ტოლია პეჯირების კოეფიციენტი?

დ) განსაზღვრეთ გაყიდვაზე ოფციონის ფასი ამ შემთხვევაში.

277. დაუშვათ, რომ აქციის მოქმედი ფასი შეადგენს 40 ლარს აღნიშნეთ ქვემოთ მოყვანილ შემთხვევაში, როდის არის ოფციონი „პარიტეტის დონეზე", „პარიტეტის ზემოთ", „პარიტეტის ქვემოთ":

რეალიზაციის ფასი	ოფციონის ყიდვაზე	ოფციონის გაყიდვაზე
45		
40		
35		

278. ბოლო 52 დღის განმავლობაში ფირმა „ომეგას" აქციების ფასი ირყეოდა 85 ლარიდან 150 ლარამდე. ამ პირობებში 26 ოქტომბერს ბაზარზე სთავაზობენ გასაყიდად შემდეგ ოფციონებს:

დახურვის ფასი	რეალიზაციის ფასი	ოფციონი შესყიდვაზე. აგვისტო	ოფციონი გაყიდვაზე. აგვისტო
110	105	7,35	2,00
110	110	4,15	4,15
110	115	2,15	7,35

1) ააგეთ გადახდების და მოგების (ზარალის) დიაგრამები შემდეგი სიტუაციებისათვის:

ა) ინვესტორ ყიდულობს აქციების 100 ლარად;

ბ) მოკლედ ყიდის აქციებს 110 ლარად;

გ) ყიდულობს აგვისტოს 110 ოფციონს ყიდვაზე;

დ) ყიდის აგვისტოს 110 ოფციონს ყიდვაზე;

ე) ყიდულობს აგვისტოს 110 ოფციონს გაყიდვაზე;

ვ) ყიდის აგვისტოს 110 ოფც2იონს გაყიდვაზე;

2) ააგეთ გადახდების დიაგრამა პორტფელისათვის თუკი ინვესტორი:

ა) ყიდულობს აქციებს 110 ლარად და ყიდის აგვისტოს 110 ოფციონს ყიდვაზე. ამ შემთხვევაში რომელ გრაფიკზე იქნება მსგავსი გადახდების მრუდის მოხაზულობა?

ბ) ყიდულობს აგვისტოს 110 ოფციონს ყიდვაზე და ყიდის აგვისტოს 110 ოფციონს გაყიდვაზე.

გ) ყიდულობს აქციას 110 მანეთად და ყიდულობს აგვისტოს 110 ოფციონს გაყიდვაზე.

279. გამოიყენეთ წინა ამოცანიდან მონაცემები შესყიდვის ოფციონების ღირებულებისათვის ფირმა „ომეგას" აქციებისათვის:

ა) ჯერ ააგეთ ყიდვაზე ოფციონის ღირებულების ქვედა ზღვარი სარეალიზაციო ფასი 110 ლარი;

ბ) განსაზღვრეთ ზედა ზღვარი;

გ) გადაღეთ 3 წერტილზე ოფციონის შესყიდვის აგვისტოს ოფციონის ღირებულებაზე ძირითადი აქციების ღირებულება სხვადასხვა აქციისათვის;

280. რითი აუხსნათ, რომ აგვისტოს 110 ოფციონის ღირებულება შესყიდვაზე, რომლის სარეალიზაციო ფასი აქციის დახურვის ფასის ტოლია, შეადგენს 4,15 ლარს და არ არის ნულის ტოლი, რამდენადაც ოფციონის დაიყოვნებლივი გაყიდვის შემთხვევაში მისი მფლობელი ვერ მიიღებს ვერანაირ სარგებელს.

281. რა ფინანსური სახსრები უნდა იქნას შეძენილი ინვესტორის მიერ, რათა სახელმძღვანელოდ გამოყენებულ იქნეს შემდეგი სტრატეგია:
- შესყიდვაზე დახურული ოფციონების გაყიდვა;
- გაყიდვაზე დაცული ოფციონების ყიდვა;
- გრძელი და მოკლე მაკრატლები;
- გრძელი და მოკლე გაყიდვები;
- ხარის სპრედი შესყიდვის ოფციონზე.

282. 13-ე ამოცანიდან ცხრილის მონაცემების გამოყენებით ოფციონების კოტირების შესახებ:
ა) ააგეთ მოგების/დანაკარგების დიაგრამა აგვისტოს 110 დაფარვას ოფციონზე შესყიდვაზე;
ბ) შექმენით პორტფელი ოფციონებიდან, რომელიც უზრუნველყოფს შემდეგი სტრატეგიების გამოყენებას:
- გრძელი მაკრატელი;
- გრძელი სტელაჟი;
- მოკლე სტელაჟი;
- ხარის სპრედი ოფციონის შესყიდვაზე;
- ხარის სპრედი ოფციონის გაყიდვაზე;
- დათვის სპრედი ოფციონის შესყიდვაზე;
- დათვის სპრედი ოფციონის გაყიდვაზე;
- პეპელას გრძელი სპრედი;
- პეპელას მოკლე სპრედი;

283. რომელი მახასიათებელი ნიშნებია დამახასიათებელი ფორვარდული კონტრაქტისათვის. რა პრინციპული ნიშნებით განსხვავდება ფორვადული კონტრაქტი ოფციონური კონტრაქტისაგან?

284. რა მთავარ ამოცანებს წყვეტენ მხარეები, რომლებიც ერთმეორეს შორის დებენ ფორვარდულ კონტრაქტებს?

285. რითი განსხვავდებიან ფიუჩერსული კონტრაქტები ფორვარდული კონტრაქტებისაგან?

286. აქციებიც და ფიუჩერსებიც შეიძლება შეძენილი იქნას მარჟის გამოყენებით. არის თუ არა განსხვავება მარჟის გამოყენებისას ფიუჩერსული კონტრაქტების შემთხვევაში.

287. რა თავისებურებებით განსხვავდება ფიუჩერსებით გარიგებები აქციებით გარიგებებისაგან.

288. ახსენით საქონლის ფასები შესახებ, რომელი ინფორმაცია შეიძლება იქნას მიღებული ცნობად, ფიუჩერსული კონტრაქტების შესახებ ამ საქონელზე?

289. პურის ქარხანამ 10 ივლისს უნდა გადაეხრას საკითხი ათასი ტონა ხორბლის შესყიდვიდან აიცილოს ხორბალზე ფასების გადიდებით გამოწვეული შესაძლო გაურკვევლობა, მან რა სახის გარიგება უნდა განახორციელოს ფიუჩერსულ ბაზარზე, რა პოზიციები უნდა დაიკავოს პურის ქარხანამ სპოტ და ფიუჩერსულ ბაზარზე?

290. ფერმერმა გადაწყვიტა მაისში მოახდინოს ხორბლის მომავალი მოსავლის შეკერება. რომლის რეალიზებასაც გეგმავს იგი სექტემბერში:
ა) რა გარიგება უნდა დადოს მან ამისათვის ფიუჩერსების ბაზარზე?
ბ) გრძელ თუ მოკლე პოზიციას დაიჭერს ფერმერი ფიუჩერსულ ბაზარზე;
გ) თუკი ხორბლის ფასი სპოტ-ბაზარზე აგვისტოში შემცირდება, მაშინ ფერმერი რის ხარჯზე აიცილებს თავიდან დანაკარგებს?

291. რა ძირითად ოთხ კრიტერიუმებს უნდა აკმაყოფილებდეს საქონელი, რათა დაშვებული იქნას ფორვარდული გაჭრობებში მონაწილეობისათვის?

292. რა მოიაზრება ფიუჩერსული გარიგების სტანდარტიზაციის ქვეშ. რა ძირითადი მახასიათებლები არის განმტკიცებული სტადარტში?

293. თუ ფიუჩერსული ბაზარი არის ნორმალური, მაშინ ბაზარი:
ა) ყოველთვისა დადებითია;
ბ) ყოველთვის უარყოფითია;
გ) იზრდება აბსოლუტური სიდიდით კონტრატის დასრულების ვადის გადაწევისას;
დ) მცირდება აბსლუტური სიდიდით კონტრქტის დასრულების ვადის გადაწევისას.

294. რა საწყისი დაშვებები უძევს საფუძვლად ღირებულების შენახვის მოდელს?

295. რა ძირითადი კომპონენტებისაგან შედგება საერთო შემთხვევაში დანახარჯები შენახვაზე.

296. რა დაშვებები უდევს საფუძვლად CAPM-ის თეორიას?

297. რისი ტოლია ურისკო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრა r_f?

298. მართალია თუ არა მტკიცება, რომ შემოსავლიანობის r_f კოვარიაცია ნებისმიერი სხვა ფინანსური სახსრების შემოსავლიანობით ყოველთვის ნულის ტოლია. დაასაბუთეთ ეს.

299. ინვესტორი აყალიბებს პორტფელს და უნდა განახორციელოს მისი სრული რევიზია ოთხი თვის შემდეგ. შეიძლება თუ არა ეფექტიანი პორტფელის ზღვარის განსაზღვრისათვის გამოყენებული იქნას ურისკო საპროცენტო განაკვეთის მომგებიანი ობლიგაციის მიხედვით, დაფარვის ვადით 6 თვე. რა რისკს აწყდება ამ დროს ინვესტორი?

300. რატომ არის, რომ ინვესტირება სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში, რომლის დაფარვის ვადა მოკლეა ჰოლდინგურ პერიოდზე არის რისკის მატარებელი. რა ჰქვია მსგავს რისკს?

301. ვთქვათ A ინვესტორს აქვს რისკიანი პორტფელი $E(r_p)=12\%$ მოსალოდნელი შემოსავლიანობით; ურისკო საპროცენტო განაკვეთი $r_f=6\%$. რისი ტოლი იქნება პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $E(r_1)$, რომელიც შედგება რისკიანი პორტფელისაგან და ურისკო სახსრებისაგან, თუკი რისკიანი პორტფელის შეძენაზე ინვესტორმა დახარჯა თავისი საინვესტიციო ხარჯების შემდეგი წილი:
ა) 115%; ბ) 85%; გ) 70%; დ) ხოლო დანარჩენი ურისკო სახსრებზე?

302. დაუშვათ სარისკო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა არის $E(r_p)=20\%$. ურისკო საპროცენტო განაკვეთი - $r_f=8\%$. შეიძლება თუ არა სარისკო პორტფელისა და ურისკო სახსრების კომბინირებით შეიქმნას პორტფელი მოსალოდნელი შემოსავლიანობით $E(r_1)=25\%$. დაასაბუთეთ.

303. ინვესტორი ფლობს რისკიან პორტფელს სტანდარტული გადახრით $\sigma_p=14\%$-ს. თუკი იგი საწყისი თანხის 0.2 ნაწილს ჩადებს ურისკო სახსრებში, ხოლო დანარჩენს რისკიან პორტფელში, მაშინ რისი ტოლი იქნება ჯამური პორტფელის სტანდარტული გადახრა?

304. დაუშვათ, რომ თქვენ განზრახული გაქვთ ჩამოაყალიბოთ ერთიანი პორტფელი, რომელშიც შედის რისკიანი პორტფელი მოსალოდნელი შემოსავლიანობით $E(r_p)=0.13$ და სტანდარტული გადახრით $\sigma_p=0.3$ და ასევე ურისკო სახსრებით $r_f=7\%$; თუკი თქვენი საერთო პორტფელის სტანდარტული გადახრა შეადგენს 0.2-ს, მაშინ რისი ტოლი იქნება მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა?

305. როგორი იქნება ეფექტიანი პორტფელის ზღვარი, თუკი ინვესტორ პირველსაწყისი საინვესტიციო სახსრების W_1 ნაწილს წარმართავს ურისკო ფინანსური სახსრების შესაძენად?

306. რატომ არის რომ გ. მარკოვიცის მოდელში ეფექტიანი პორტფელების ზღვარს ურისკო სესხებით და ვალით აქვთ მხოლოდ ერთი შეხების წერტილი, ეფექტიანი პორტფელების ზღვართან რომლებიც აგებულნი არიან ურისკო სესხების გათვალისწინების გარეშე?

307. სამართლიანია თუ არა იმის მტკიცება, რომ ურისკო სესხის გამოყენებით ინვესტორი ყოველთვის შეძლებს აამაღლოს თავისი პორტფელის შემოსავლიანობა?

308. სამართლიანია თუ არა მტკიცება, რომ თუკი ყველა ინვესტორი ისესხებს ფულსა და სახსრებს ერთი და იგივე r_f საპროცენტო განაკვეთით, მაშინ თავისი ერთიანი პორტფელის სარისკო ნაწილს ყოველი ინვესტორი ააგებს ერთი და იგივე პორტფელის საფუძველზე? რა ჰქვია ასეთ პორტფელს?

309. როგორია სეპარატულობის თეორიების მიხედვით ის ორი გადაწყვეტილება, რომელსაც ინვესტორი

ღებულობს ერთმეორისგან დამოუკიდებლად.

310. რისი ტოლია i-ური ფასიანი ქაღალდის წონა საბაზრო პორტფელში?

311. დაუშვათ, რომ საბაზრო პორტფელი შედგება ორი, X და Y ფასიანი ქაღალდისგან. მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და სტანდარტული გადახრების შემდეგი მნიშვნელობებით:

ფასიანი ქაღალდი X: $E(r_x)=0,12$; $\sigma_x=18\%$-ს.

ფასიანი ქარალდი Y: $E(r_y)=0,18$; $\sigma_y=12\%$-ს.

ამ ფასიანი ქაღალდების წილი საბაზრო პორტფელში შეადგენს: $W_x=0.3$; $W_y=0.7$-ს, ხოლო მათი შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტი შეადგენს 0.25. თუ ურისკო საპროცენტო განაკეთი 7%-ის ტოლია, მაშინ როგორი იქნება კაპიტალების ბაზრის ხაზის განტოლება?

312. დაუშვათ და საბაზრო პორტფელი შეიცავს ხუთ ფასიან ქაღალდს. მათი კოვარიაცია საბაზრო პორტფელთან და პროპორციები W_i მოტანილია ქვემოთ:

ფასიანი ქაღალდი	კოვარიაცია	წონა W_i
A	0.030	0.1
B	0.025	0.2
C	0.028	0.3
D	0.015	0.2
E	0.021	0.1

რისი ტოლია საბაზრო პორტფელის სტანდარტული გადახრა?

313. დაუშვათ, რომ საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს 12%-ს, ხოლო მისი სტანდარტული გადახრა — 20%-ს, ურისკო განაკეთი — 5%. რისი ტოლია კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელის სტანდარტული გადახრა 14% მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დროს?

314. ინვესტორ სამი ფასიანი ქაღალდის — A, B, C შედგენილ პორტფელს β კოეფიციენტი და მათი წონა პორტფელში შეადგენს შემდეგს: $\beta a=0,85$; $\beta b=01,05$; $\beta a=-0,2$ და $W_a=0,4$; $W_b=0,5$; $W_c=0,1$. რისი ტოლია პორტფელის β კოეფიციენტი?

315. ვთქვათ, კაპიტალების ბაზრის SML—ის განტოლება ჩაიწერება ასეთი $E(r_j)=0,05+0,07+\beta$ სახით. წარმოიდგინეთ, თქვენ გინდათ შეიძინოთ კომპანია „ეშვას“ აქციები, რომლისათვისაც გამოქვეყნებულია შემდეგი მონაცემები: კოეფიციენტის ბეტა=0,825; მოსალოდნელი შემოსავლიანობა — 16%. აქვს თუ არა აზრი ასეთი აქციის ყიდვას?

316. გაუღენას ახდენს თუ არა CAPM-ის თეორიის გამოყენების შედეგებზე პირველსწყისი დაშვებების მოხსნა?

317. დაუშვათ, რომ ფულის ინვესტიციური ფონდი „პრიმას“ თანხები არის:

[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
104,16	+ 6	+3	125

ა) გათვალეთ ფონდი „პრიმას“ ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა თვეში;

ბ) იპოვეთ წლიური შემოსავლიანობა და ამისათვის გამოიყენეთ არითმეტიკული და გეომეტრიული პროცედურები.

318. წარმოიდგინეთ, აღნიშნულ ფონდს „პრიმა“-ს ოქტომბრის განმავლობაში ჰქონდა შემდეგი ფულადი ნაკადები და თანხები (მლნ. ლარი);

30 ოქტომბრისათვის	1 ოქტომბრისათვის	2 ოქტომბრისათვის	6 ოქტომბრისათვის	8 ოქტომბრისათვის
76.8	+3	+3	+4	86

განსაზღვრეთ დღიური ფულად შეწონილი შემოსავლიანობა და ამის საფუძველზე იპოვეთ წლიური გეომეტრიული შემოსავლიანობა.

319. ინვესტორმა გადაწყვიტა ჩააბაროს სამი ფონდის საქმიანობის შეფასება პორტფელის მართვის მიხედვით ბოლო სამ კვარტალში. პორტფელის რეალიზებული შემოსავლიანობის მნიშვნელობები, ასევე მონაცემები საბაზრო პორტფელის მიხედვით მოტანილია ცხრილში:

	1	2	3
r_a	0.08	0.05	0.11
r_b	0.04	0.07	0.10
r_c	0.04	0.08	0.06
r_m	0.06	0.04	0.05
r_f	0.12	0.14	0.12

სიდიდე r_f შეფასებულია როგორც მომგებიანი ობლიგაციის საშუალო შეწონილი წლიური შემოსავლიანობა.

შეაფასეთ პორტფელის მონაცემები ტრეინორის, ჯენსენის და შარპის საზომების გამოყენებით.

320. რა განსხვავებაა აქციის საბაზრო და ეკონომიკურ ღირებულებას შორის? როგორ გაითვლება აქციების საბაზრო და ეკონომიკური ღირებულება?

321. რა ეკონომიკური აზრი აქვს აქციის ეკონომიკური ღირებულების კატეგორიას?

322. როგორ დგინდება აქციის ნომინალური ღირებულება?

323. რა ძირითადი დაშვებები და გამარტივებებია საჭირო, რათა შეიძლებოდეს გორდონის მოდელის გამოყენება აქციების ღირებულების შესაფასებლად?

324. რატომ არ შეიძლება დამოკიდებულება P/E Y ყოველთვის გამოყენებული იქნას K კაპიტალიზაციის განაკვეთის K განსაზღვრისათვის?

325. ფირმამ 2001 წლის იანვარში განათავსა აქციები ნომინალით 0,5 ლარი განთავსების ფასით 35 ლარი წლის დასასრულს ფირმის წმინდა მოგებამ შეადგინა 12 მლნ. ლარი რომელთაგან 30% წარიმართა რეინვესტირებაზე. ფირმის ბალანსში 2001 წელს მუხლში „კაპიტალს+რეზერვები" მითითებულია თანხა 181 მლნ. მან.

ა) რა ოდენობის აქციები განათავსა ფირმამ;

ბ) რას უდრის მუხლები: „საწესდებო კაპიტალი", „დამატებითი კაპიტალი" და „გაუნაწილებელი მოგება" ბალანსში?

გ) ეთქვათ, ფირმამ 2009 წლის 1 ოვნისს გამოაცხადა აქციების დაყოფა 5:1 და 1 ივლისისათვის დამატებითი გამოუშვა 2 მლნ. აქცია, რომელთა პირველადი განთავსება ხდება 40 ლარად. წმინდა მოგება 2009 წელს შეადგენს 40 მლნ. ლარს, რომელთაგან 50% რეინვესტირდება. როგორი იქნება ფირმის ბალანსში მუხლის: „კაპიტალი+რეზერვები" მდგენლები 2002 წელს?

326. ფირმამ „პრიმამ" გამოაცხადა, რომ 2008 წელს აქციონერებს გადაუხდის დივიდენდის 2,8 ლარის ოდენობით. ეს ნიშნავს რომ უკვე 3 წლის განმავლობაში, ზრდის ტემპი $=8% —შენარჩუნდება. ინვესტორი დარწმუნებულია, რომ ზრდის ეს ტემპი შენარჩუნება ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში:

ა) თუკი ფირმა „პრიმას" k_i კაპიტალიზაციის განაკვეთი შეადგენს 14%, მაშინ რისი ტოლი უნდა იყოს აქციის ფასი?

ბ) თუკი აქციის საბაზრო ფასი მოცემულ მომენტში შეადგენს 50 ლარს და ინვესტორი დარწმუნებულია თავისი გათვლების სიზუსტეში, მაშინ მან რა პოზიცია უნდა დაიკავოს ფირმა „პრიმას" აქციების მიმართ?

გ) დავუშვათ, რომ ყველა ამოსავალი საბაზრო მონაცემი შეესაბამება სინამდვილეს, მაგრამ ინვესტორი არ არის დარწმუნებული g სიდიდის შეფასების სისწორეში. გათვალეთ აქციის საბაზრო ფასის მიხედვით;

327. ფირმა „ორიონმა" განაცხადა, რომ 2009 წლისათვის გეგმაჭს დივიდენდების გადახდას 2.4 ლარის ოდენობით. ბეტა კოეფიციენტი ფირმისათვის შეადგენს 0.85; ურისკო საპროცენტო განაკვეთი შეფასებულია 15%-ად, ხოლო სტატისტიკური უწყებების შეფასების მიხედვით საბაზრო პორტფელის უკუგება უკანასკნელ დროს 25%-ის ტოლია. ინვესტორი თვლის, რომ დივიდენდების მომავალი ზრდის ტემპი შეადგენს g=13.5%.

ა) CAMP მოდელის გამოყენებით იპოვეთ „ორიონის" აქციების კაპიტალიზაციის განაკვეთი;

ბ) ზემოთ გათვლილი კაპიტალიზაციის განაკვეთის საფუძველზე განსაზღვრეთ აქციის მოსალოდნელი ფასი.

გ) თუკი აქციის საბაზრო ფასი ახლა შეადგენს 22 ლარს, მაშინ რა უნდა გააკეთოს ინვესტორმა?

328. ფირმა „ვეგას" აქციები 2009 წლის 1 ოქტომბერს იყიდება ფასში 27 ლარი 2008 წელს კომპანიამ დივიდენდების სახით გადაიხადა 1.8 ლარი და დივიდენდების მოსალოდნელი ზრდის ტემპები იყო g=12%. ამ მონაცემების საფუძველზე გათვალეთ ფირმა „ვეგას" K კაპიტალიზაციის განაკვეთი.

329. რა მიზანს ისახავს ანალიტიკოსი, რომელიც ატარებს ფუნდამენტალურ ანალიზს?

ა) საპროცენტო განაკვეთის სიდიდეზე მოქმედი ფაქტორების კვლევას?

ბ) შესაფასებელი აქციების ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორების კვლევას?

გ) ინფლაციის ტემპებზე მოქმედი ფაქტორების კვლევას?

დ) უმუშევრობაზე მოქმედი ფაქტორების კვლევა.

330. საჭიროა თუ არა ფირმა „ვეგას" აქციების ღირებულების შეფასებისას ფუნდამენტალური ანალიზის გამოყენებით ჩატარდეს ეკონომიკური სიტუაციის კვლევა დარგში, სადაც აღნიშნული ფირმა საქმიანობს?

ა) დიახ, ასეთი კვლევა გამართლებულია;

ბ) ეს შეიძლება გამართლებული იყოს მხოლოდ პროვილეგირებული აქციებისათვის და არა ჩვეულებრივი აქციებისათვის;

გ) ეს აუცილებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ფირმა „ვეგა" მოქმედებს ოლიგოპოლიის პირობებში.

დ) არა, ასეთი კვლევა არ უზრუნველყოფს ანალიტიკოსს აუცილებელი ინფორმაციით.

331. როგორი სიდიდით, საბოლოო ჯამში აფასებს ფუნდამენტური ანალიტიკოსი:

ა) აქციის საბალანსო ღირებულებას;
ბ) აქციის საემისიო ღირებულებას;
გ) აქციის საბაზრო ღირებულებას;
დ) აქციის სალიკვიდაციო ღირებულებას;
ე) აქციის ეკონომიკურ ღირებულებას;
ვ) აქციის მოსალოდნელ ღირებულებას.

332. დაუშვათ, რომ ფუნდამენტალური ანალიტიკოსის შეფასებით აქციის ფასმა უნდა შეადგინოს 13 ლარი თუ ამ მომენტში ბაზარზე ეს აქცია ღირს 20 ლარი, მაშინ რა რეკომენდაცია უნდა გასცეს ანალიტიკოსმა:

ა) იყიდონ აქცია;
ბ) გაყიდონ აქცია;
გ) მოკლედ გაყიდოს აქცია;
დ) არ მიმართონ საინვესტიციო ქმედებას;

333. ანალიტიკოსმა რომელი მეთოდის მეშვეობით შეიძლება შეაფასოს ფუნდამენტურობა აქციის ფასი?

ა) უმცირესი კვდრატების;
ბ) წრფივი რეგრესიის;
გ) დაყვანილი ღირებულების;
დ) გამოსყიდვის ვადების;

334. აქვს თუ არა აზრი აქციის ღირებულების ანალიზისას ჩატარდეს კაპიტალიზაციის განაკვეთის შეფასება?

ა) დიახ, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ფირმა „ნორმალურია";

ბ) ეს აუცილებელია „მზარდი" ფორმებისათვის;

გ) არა, ფუნდამენტური ანალიზის მეთოდებში საერთოდ არ გამოიყენება მოცემული სიდიდე;

დ) დიახ, ასეთი შეფასება აუცილებელია;

335. ფირმა „ვეგას" აქციების ღირებულების შეფასებისას ერთმა ანალიტიკოსმა მიიღო P/E სიდიდეს მნიშვნელობა P/E=3.5, ხოლო მეორე ანალიტიკოსმა, იგივე მონაცემების გამოყენებით P/E-ს მნიშვნელობა მიიღო P/E=6.0. შესაძლებელია თუ არა მსგავსი სიტუაცია?

ა) დიახ, ეს შეიძლება მოხდეს, თუკი ანალიტიკოსები სხვადასხვანაირად შეაფასებენ K კაპიტალიზაციის განაკვეთს;

ბ) თუკი ანალიტიკოსები არ დაუშვებენ შეცდომებს გათვლებში, ეს არ უნდა მოხდეს;

გ) დიახ, ეს შეიძლება მოხდეს, თუკი ანალიტიკოსები სხვადასხვანაირად შეაფასებენ ცალკეულ კომპონენტებს.

დ) ეს შეიძლება მოხდეს, თუ ანალიტიკოსები სხვადასხვანაირად შეაფასებენ ცალკეულ კომპონენტებს.

336. შეიძლება თუ არა თეორიულად დაფიქსირდეს შემთხვევა, როცა რომელიმე ფირმისათვის აბსოლუტური ლიკვიდობის კოეფიციენტი გადააჭარბებს შუალედური ლიკვიდობის კოეფიციენტის სიდიდეს?

ა) ეს შეიძლება მოხდეს დებიტორული დავალიანების მკვეთრი დაცემის პირობებში;

ბ) ეს ემართებათ დიდი საამორტიზაციო ანარიცხების მქონე ფირმებს;

გ) თეორიულად ეს დაუშვებელია;

დ) ეს ხდება მაშინ, როცა დებიტორულ დავალიანებაზე სიდიდე იწყებს კრედიტორულ დავალიანებაზე გადაჭარბებას.

337. შეიძლება თუ არა დასაშვები იყოს თეორიულად სიტუაცია, როცა ფირმის საკუთარი სახსრების უკუგება ROE აბსოლუტური სიდიდით აღემატება წმინდა მოგების მარჟას?

ა) ეს შეიძლება დაფიქსირდეს მხოლოდ ისეთი ფირმების შემთხვევაში, რომლებიც მუშაობენ მაღალი კონკურენციის გარემოში;

ბ) არა, ეს შეუძლებელია;

გ) დიახ, ეს ჩვეულებრივი მოვლენაა;

დ) ცალკეულ შემთხვევაში ეს შეიძლება მოხდეს მონოპოლიებისათვის.

338. ფირმა „მარსის" აქციების ფასების რყევას კვლევისას თქვენ დაადგინეთ რომ:

ა) ფასის მაქსიმუმის წინა წერტილი მაღალია დღევანდელ მაქსიმალურ მნიშვნელობაზე. რას უზამდით თქვენ ამ აქციებს?

ბ) ფასის მინიმუმის დღევანდელი წერტილი მაღალია წინა მინიმალურ მნიშვნელობაზე. როგორი იქნება თქვენი ქმედება მსგავს სიტუაციაში?

339. ქვემოთ მოტანილია მონაცემები, რომელიც აღებულია პირობითი ფირმის ანგარიშებიდან.

მოგება-ზარალის ანგარიში	ათასი ლარი
ამონაგები რეალიზაციიდან	10171
წარმოების ხარჯები	7621
სხვა ხარჯები	689
ამორტიზაცია	514

შემოსავლები პროცენტებისა და გადასახადის გადახდამდე (EBრრ)	1347
საპროცენტო გადახდები	260
გადასახადები	426

აქციებზე გათვალისწინებული შემოსავლები	661
დივიდენდები	130

ბალანსი	წლის ბოლოს	წლის დასაწყისში
ნაღდი ფული და ნაღდი ფულის ეკვივალენტი	62	102
დებიტორული დავალიანება	905	890
მარაგები	892	876
სხვა მოკლევადიანი აქტივები	33	49
	---	---
მთლიანი მოკლევადიანი აქტივები	1892	1829
არასაბრუნავი აქტივები	5012	4937
სხვა გრძელვადიანი აქტივები	211	290
	---	---
მთლიანი აქტივები	7115	7056
მოკლევადიანი ვალდებულებები	1013	924
გრძელვადიანი სესხები და ლიზინგი	2514	2336
სხვა გრძელვადიანი ვალდებულებები	953	1079
აქციონერთა საკუთარი სახსრები	2635	2717
	---	---
მთლიანი აქტივები	7115	7056

ა) გათვალეთ; ROE-ს , გადახდების წილის P/-ს, დივიდენდების გადახდების ზრდის ტემპები g;

ბ) შეაფასეთ საანგარიშგებო ინფორმაციის ხარისხი დიუპონის მეთოდის გამოყენებით;

გ) ბრუნვაში არის 1 მლნ. ჩვეულებრივი აქცია ამ ფირმისა. თუ ცნობილია, რომ P/E სიდიდე ამ ფირმისათვის შეადგენს 8.5 –ს, მაშინ რისი ტოლი იქნება მისი ფასი?

340. ქვემოთ მოტანილია აქციების დახურვის ფასების რყევის შესახებ მონაცემები (ლარი) დღეებში.

დღე	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
ფასი	23.4	21.2	20.9	18.6	20.4	23.5	23.5	23.8	27.5	29.6	21.8	20.5

ა) ვთქვათ, საგეგმო პორიზონტი შეადგენს 5 დღეს. გათვალეთ მცოცავი საშუალოს მნიშვნელობა.

ბ) ააგეთ ფასების ცვლილების გრაფიკი და მცოცავი საშუალოს გრაფიკი. რომელ დღეს ურჩევდით თქვენ სხვებს აქციების შეძენას და რომელ დღეს მათ გაყიდვას?

გ) გათვალეთ აქციის შედარებითი მდგრადობის ინდექსი საგეგმო პერიოდის საშუალო 6 დღის პირობებში. რომელ დღეებში მოგვცემს ანალიტიკოსი რეკომენდაციას აქციების გაყიდვის შესახებ?

დ) აიღოთ გათვლის ბიჯად 6 დღე და დაუშვათ, რომ ამ დღეებში ფასი იცვლება ასეთნაირად:

დღე	-6	-5	-4	-3	-2	-1
ფასი	21.4	22.2	22.4	22.8	22.1	22.3

გათვალეთ ამ აქციისათვის მომენტის მნიშვნელობა თუ ათვლის დაწყების დღე იქნება (-6) და გაეცით რეკომენდაციები აქციების ყიდვა-გაყიდვის შესახებ.

341. მომგებიანი ობლიგაციებისათვის შეიძლება თუ არა გამოყენებული იქნეს ტექნიკური ანალიზის მეთოდები?

ა) არა, რამდენადაც ამ ობლიგაციების ფასისათვის დამახასიათებელია დაფარვის ვადის მოახლოებასთან ერთად მუდმივი ამაღლების ტენდენცია და არ არის ვოლატილური;

ბ) არა, რამდენადაც ასეთი ფასიანი ქაღალდები არის ურისკო და არ ექვემდებარება ბაზრის ზემოქმედებას;

გ) დიახ;

დ) არა, რამდენადაც მომგებიანი ობლიგაციები არის უკუპონო ობლიგაციები და ტექნიკური ანალიზის მეთოდები გამოიყენება მხოლოდ კუპონური ობლიგაციებისათვის.

ლამარა ქოქიაური

საინვესტიციო საქმე

სახელმძღვანელო

LAMARA QOQIAURI

INVESTMENT PRACTICE

MANUAL

(in Georgian Language)

ЛАМАРА КОКИАУРИ

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ДЕЛО

УЧЕБНИК

(на грузинском языке)

ტექნიკური რედაქტორი: ლ. ქოქიაური
კომპიუტერული უზრუნველყოფა: ა. ფიფია
კორექტორები: ნ. ჩოდრიშვილი, ე.ფხალაძე,
ქ. მაჩიტიძე, ნ. ქოქიაური.

გადაეცა წარმოებას – 07.10.2010;
ხელმოწერილია დასაბეჭდად – 30.10.2010;
ქაღალდის ზომა –210 x 297
პირობითი ნაბეჭდი თაბახი – 85,1

იბეჭდება ავტორის მიერ წარმოდგენილი სახით და ავტორის ხარჯებით.