

პირდაპირი საზღვარგარეთული ინვესტირება

განმარტება

პირდაპირი ინვესტირება არის კომპლექსური საქმიანობა, რომელიც გულისხმობს ოთხ მიმართულებას.

1. კაპიტალის გადაყვანას საზღვარგარეთ.
2. ინვესტირებას კონტროლის მიზნით.
3. საზღვარგარეთულ - გარიგებისათვის სახსრების წყარო.
4. გადასახდელთა მოძრაობის ბალანსი.

პირდაპირი საზღვარგარეთული ინვესტირება გულისხმობს კაპიტალის გადაადგილებას ერთი ქვეყნიდან, რომელიც კაპიტალის წყაროა მეორე - ინვესტიციების რეციპიენტი (მიმღებ) - ქვეყანაში. ინვესტირების სხვა ფორმებთან შედარებით DFI წარმოადგენს ინვესტირების ობიექტების ხელმძღვანელთა პოლიტიკაზე და მმართველობით გადაწვეტილებებზე კონტროლს მრავალი კომპანია ახორციელებს DFI-ს ინვესტირების ობიექტის აქციების 100% მფლობელობითა და მისი საქმიანობის კონტროლის შესაძლებლობით. ძოგიერთი კომპანია კი თანახმაა განახორციელოს DFI აქციების ძირითადი ნაწილის (საკონტროლო პაკეტის) მფლობელობის შემთხვევაში. საკმაოდ საინტერესოა XX სს. დასასრულის 90-იან წწ. განვითარებული პროცესები, რომელთა თანახმად ინვესტირები (რომლებიც DFI ახორციელებენ) ხშირად იღებენ მონაწილეობას კოლექტიურ DFI-ში რამდენიმე საინვესტიციო კომპანიის მონაწილეობით, რომელთა შორის არც ერთს არ აქვს განსაკუთრებული უფლებები ინვესტიციის მიმღებ საწარმოზე კონტროლის განსახორციელებლად. რაც შეეხება ინვესტიციების სიდიდეს კომპანიის სააქციო კაპიტალში, რომელიც ამ კომპანიის კონტროლის უფლებას უზრუნველყოფს ამ მიმართებით განვითარებული ქვეყნებისა და განვითარებადი ქვეყნების კანონმდებლობები განსხვავებულია. მაგალითად აშშ-ს კანონმდებლობით DFI-ს კვალიფიკაცია საზღვარგარეთული კომპანიის ან ფირმის აქციათა 10% - ს მფლობელობას აქვს.

პირდაპირი ინვესტირება ფირმის საზღვარგარეთული ოპერაციებისათვის სახსრების წყაროს წარმოადგენს მაგალითად აშშ-ს მანქანის მწარმოებელ ფირმას 100% - იან საკუთრებაში აქვს Zurich Hardware company რომელიც ციურისში (შვეიცარია) მდებარეობს. მოცემულ პერიოდში შვილობილი კომპანიის აქტივების ღირებულება 100 მლნ. შვეიცარული ფრანკია ვალუტის კურსია 1 შვეიც. ფრანკი = 0,5 აშშ დოლარს. ბიუჯეტის პროგნოზით მომავალი წლისთვის გათვალისწინებულია: 1) კომპანიის ძირითადი კაპიტალის ზრდა 20 მლ. ფრანკით 2) მიმდინარე აქტივების ზრდა (ნაღდი ფულადი სახსრები, დებიტორული დავალიანება, საბრუნავი ფონდები) 10 მლნ. ფრანკით, რაც საბოლოოდ კომპანიის აქტივებს მომავალ წელს 30%-ით გაზრდის. სახსრების მოცემულ წყაროებში მომავალ წელს მიმდინარე წლის მოგება 10 მლნ. ფრანკი ჩაითვლება, რომლის რეინვესტირება სრულად მოხდება. ავტომატური დაფინანსება 3 მლ. ფრანკი რომელიც უზრუნველყოფილია აუცილებელი გადასახდელების (ხელფასი, გადასახადები) მოცულობის ზრდით და ადგილობრივი საბანკო სესხები (8 მლ.

შვეიც.ფრანკი) მოცემული სახსრების ჯამი 21 მლნ. ფრანკია ამასთან დაფინანსების დეფიციტი 9 მლნ.ფრანკია. სათავე კომპანიას შეუძლია დააფინანსოს ეს დეფიციტი საკუთარი ინვესტიციების მოცულობის გაზრდით (საპაიო დაბანდებები აქციებში და/ან ფირმათაშორისი სესხები) შვილობილ შვეიცარიულ კომპანიაში 4,5 მლნ. აშშ დოლარია, რაც უზრუნველყვს 9 მლნ. ფრანკის შესყიდვას.

პირდაპირი ინვესტირება გადასახდელთა მოძრაობის ბალანსია საგადამხდელო ბალანსის განსაზღვრით პირდაპირი ინვესტირება არის: კაპიტალის შემოდინება (სააქციო კაპიტალში ინვესტირება და ფირმათაშორისი სესხები) + საზღვარგარეთული შვილობილი კომპანიების რეინვესტირებული მოგება. ანუ 19 მლნ შვეიც. ფრანკი (10+9).

მსოფლიო საინვესტიციო ნაკადები და აშშ პირდაპირი ინვესტირების მოდელი.

პირდაპირი ინვესტირების DFI-ს მსოფლიო ნაკადები

ტნკ-ს გეო-ს ცენტრი დაკავებულია პირდაპირი ინვესტირების მსოფლიო ნაკადების შესახებ ინფორმაციის მოგროვებითა და გაანალიზებით. № ცხრილში მოცემულია პირდაპირი ინვესტირების ნაკადების ძირითადი წყაროები. პირველი -- როგორც ვხედავთ DFI - ს ნაკადები სწრაფად იზრდება. მეორე -- XXსს. მიწურულს აშშ-ში მოხდა გადასვლა "გრანფილდის" (ინვესტირება ახალ საწარმოებში) ტიპის ინვესტირებიდან კომპანიების შთანთქმის მიმართულებით. მესამე - აშშ თამაშობდა DFI-ს დაჩქარებაში მთავარ როლს XX-ს ბოლოს. № ცხრილში მოცემულია ურთიერთკავშირი DFI-ს პოზიციისა და DFI-ს ნაკადებს შორის. DFI-ს ნაკადი (აშშ-ს ვაჭრობის სამინისტროს შეფასებით) აერთიანებს 3 ძირითად ელემენტს: კაპიტალის გადინებას ინვესტიციების ფორმით, საზღვარგარეთული შვილობილი კომპანიის სააქციო კაპიტალში; კაპიტალის გადინება სესხის ფორმით (ფირმათა შორისი ვალი) საზღვარგარეთულ შვილობილ კომპანიებში და შემოსავლის რეინვესტირება საზღვარგარეთულ შვილობილ კომპანიებში. მაგალი: ცხრილში მოცემულია მარაგები და შემოდინება (ნაკადის) აშშ-ს საზღვარგარეთ პირდაპირი ინვესტირების პოზიცია 1990-91 წწ.

მლრდ.- დოლარი

ც ხ რ ი ლ ი

პირდაპირი ინვესტირების პოზიციაში ცვლილება შეიცავს: 1. პირდაპირი ინვესტირების კაპიტალის ნაკადებს (საგადამხდელო ბალანსის კონცეფცია); 2) არსებული ინვესტიციების ღირებულების კორექტირება. 1991წ. აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების პოზიცია გაიზარდა 26,1 მილიარდ.დოლარით, რომლიდანაც პირდაპირი ინვესტიციების გადინება ტოლია 28,2მლრდ დოლარისა, ხოლო კორექტირება ღირებულებისა არსებული ინვესტიციებისა შეადგენს -2,1 მლრდ.

ასეთი დაჩქარებული ზრდა გამოწვეულია --- საკუთრების ზრდით, აშშ-ს ეკონომიკაში საზღვარგარეთული ინვესტირების ზრდით, დოლარის კურსის დაქვეითებით, ევროკავშირში მიმდინარე კორპორაციული შერწყმებით საერთო ბაზრის წარმატებული ფორმირებით. 12 ქვეყნის მიერ ხორციელდება DFI-ს 92%, განვითარებადი ქვეყნების მიერ ხორციელდება დაახლოებით 6% DFI-ის--- რეციპიენტ ქვეყნებს შორის 12 ქვეყანა არის DFI-ს მსოფლიო ნაკადის 69% -დან

82%-მდე მიმღები, ხოლო განვითარებადი ქვეყნები დაახლოებით ამ ნაკადის 25%-ისა.

მონაცემები აშშ-ს DFI-ის შესახებ

მარაგები და ნაკადები

ჩვენ განვიხილავთ რამდენიმე მაჩვენებელს. აშშ-ს DFI-ის პირველი მაჩვენებელი - ეს არის აშშ-ს საინვესტიციო პოზიცია, რომელსაც ჩვენ განვსაზღვრავთ როგორც პირდაპირი ინვესტირების დაგროვებას. მეორე მაჩვენებელი - პირდაპირი ინვესტირების შემოდინება კონკრეტულ წელს. საინვესტიციო პოზიცია წარმოადგენს მარაგის მაჩვენებელს ყოველწლიური შემოდინების საწინააღმდეგოდ. აშშ-ს DFI-ის პოზიცია საინტერესოა იმდენად, რამდენადაც: პირველი - აშშ ყველაზე დიდი ინვესტორი და რეციპიენტია ერთდროულად.

აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების პოზიცია

აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების პოზიცია შეიცავს დაგროვებას, ანუ საზღვარგარეთ აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების მარაგს (მუხლი 1 ცხრილი №) და აშშ-ში პირდაპირი ინვესტირების დაგროვების (მუხლი - 2 ცხრილი №) ამ სიდიდეთა შორის სხვაობა გვაძლევს აშშ-ს წმინდა პოზიციას (მუხლი 3). პირდაპირი ინვესტირების შეფასება მოცემულია შესასყიდ ფასებში ამდენად ეს ციფრები ასახავენ ფასებს, რომლებიც ინვესტირების მომენტში მოქმედებდა და არა მიმდინარე პერიოდის ფასებს. როგორც ჩანს საბალანსო ღირებულების გამოყენება მნიშვნელოვნად ამცირებს პირდაპირი ინვესტირების შეფასებას. აშშ-სათვის ინვესტირების შეფასების მეტად შემცირება სავარაუდოა აჭარბებს შიგა ინვესტირების შემცირებას, რადგან პირველი უფრო ხანგრძლივია. ბოლო პერიოდში აშშ-ს ვაჭრობის სამინისტრო პირდაპირი ინვესტირების შესახებ ანგარიშგებისას იყენებს ალტერნატიულ მიდგომას მოქმედი მეთოდიკით აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების პოზიცია ფასდება სამ ალტერნატიულ საფუძველზე: ა) მიმდინარე ღირებულების ბაზაზე, რომელიც შესწორდება ამორტიზაციის, ცვეთის, გამოკვლევებზე გაწეული დანახარჯებითა და ღირებულების განსაზღვრის ცვლილებათა გათვალისწინებით.

ბ) საბაზო ღირებულების ბაზაზე, რომელიც ასახავს აქციების ფასის ზრდას, კაპიტალის შემოდინებას, საცვლელი კურსების ცვლილებებს და სხვა. გ) შესყიდვის ფასების გამოყენებით. შესყიდვის ფასების გამოყენებისას საინვესტიციო პოზიცია უდრის (ტოლია) აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების წილის საანგარიშო ღირებულებას. საზღვარგარეთული შვილობილი საწარმოს სააქციო კაპიტალში და გადაუხდელი სესხების წმინდა თანხას, რომელსაც ამ საწარმოებს სთავაზობენ. საზღვარგარეთული სვილობილი კომპანია ეს არის საზღვარგარეთული კომერციული საწარმო, სადაც აშშ-ს ერთი ინვესტორი ფლობს აქციების 10%-ს მაინც, რაც მას ხმის მიცემის პროცესში მონაწილეობის მიღების უფლებას ანიჭებს ან მის ექვივალენტურ უფლებებს). აქ უპირატესობა ეძლევა, გარკვეული მიზეზების გამო, ტრადიციულ მიდგომას -- საბალანსო ღირებულებას. ეს მიზეზებია:

1. შესასყიდი ფასები კომპანიის საბუღალტრო ანგარიშების ბაზას წარმოადგენენ .
2. შესაძლებელია საერთაშორისო შედარებები, რადგან ქვეყნების უმრავლესობა პირდაპირი ინვესტირების მიხედვით თავიანთ პოზიციებს განსაზღვრავენ საბალანსო ღირებულების საფუძველზე.
3. მიმდინარე და საბაზრო ფასის განსაზღვრა და შედარება სხვადასხვა ქვეყანასა და და ეკონომიკის დარგებში საკმარისად რთულია. ცხრილი № მონაცემების მიხედვით აშშ-ს წმინდა პოზიცია პირდაპირ ინვესტირებაში (როგორც ინვესტორის) მნიშვნელოვნად გაიზარდა 1960-80წწ. 80-იან წწ. იგი დაქვეითდა და

ამის მიზეზია სწრაფი მოდინება პირდაპირი ინვესტიციებისა თავად აშშ-ს ეკონომიკაში.

ცხრილი № მოცემულია აშშ-ს პირდაპირი ინვესტიციების პოზიციის გეოგრაფიული განაწილება 1990-იანი წლების დასაწყისში. იგი კონცენტრირებულია ორ რაიონში EU და კანადაში შესაბამისად (188,7 მილიარდი დოლარი და 68,5 მილიარდი დოლარი). პირდაპირი ინვესტირება განვითარებულ ქვეყნებში კონცენტრირდება ლათინურ ამერიკასა და დასავლეთ ნახევარსფეროს სხვა ქვეყნებში. საკმაოდ დაბალია აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების დონე იაპონიაში- 22,4 მილიარდი დოლარი.

საზღვარგარეთული პირდაპირი ინვესტირება აშშ-ში ძირითადად ორი რეგიონიდან EU-დან და იაპონიიდან ხორციელდება. ინვესტირების ეს წყაროები და აგრეთვე შუა აღმოსავლეთი ფლობენ წმინდა დადებით პოზიციას პირდაპირ ინვესტირების მიხედვით აშშ-ში. ცხრილი ... მოცემულია ეკონომიკის დარგებში აშშ-ს პირდაპირი ინვესტირების პოზიციის მონაცემები. აშშ-ს პირდაპირი საზღვარგარეთული ინვესტიციები ძირითადად მიემართება და ამ ინვესტიციების რეციპიენტ დარგებს საზღვარგარეთ წარმოადგენენ: სამრეწველო წარმოება (175,4 მილიარდი დოლარი) საფინანსო და სადაზღვევო სფეროები 117,1 მილიარდი დოლარი. ნავთობის მრეწველობა 59,2 მილიარდი დოლარი და საბანკო საქმე 18,8 მილიარდი დოლარი. აშშ-ს ეკონომიკაში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების უმსხვილესი რეციპიენტი დარგებია: სამრეწველო წარმოება (162,9 მილიარდი დოლარი) საფინანსო და სადაზღვევო სფერო (42,5 მილიარდი დოლარი), ნავთობის მრეწველობა 40,0 მილიარდი დოლარი.

პირდაპირი ინვესტირების მოტივაცია.

პირდაპირი ინვესტირების როლი სხვა ვარიანტებთან შედარებით.

პირდაპირი ინვესტირება ეს არის ერთ-ერთი მეთოდი, რომელსაც კომერციული საწარმო უცხოურ ბაზრებზე მოგების მისაღებად გამოიყენებს. თავიანთი პროდუქციისათვის უცხოური ბაზრების მომზადების მიზნით კომპანიები თანმიმდევრულად განახორციელებენ შემდეგ ქმედებებს:

- 1) წარმოშობის ქვეყანაში ფირმის მიერ წარმოებული პროდუქციის ექსპორტი.
- 2) უცხოური კომპანიისათვის წარმოების ლიცენზიის მიცემა.
- 3) საზღვარგარეთ, შვილობილი კომპანიის საშუალებით პროდუქციის გავრცელება.
- 4) საზღვარგარეთული წარმოება.

მესამე და მეოთხე ნაბიჯები ჩვეულებრივად გულისხმობს პირდაპირი ინვესტირების განხორციელებას. თანმიმდევრული მოძრაობა პირველი ნაბიჯიდან მეოთხე ნაბიჯამდე ითხოვს დიდ დაბანდებებს და გარკვეულ შემთხვევებში ძალიან სარისკოა, მაშინ როდესაც ზემოთ აღნიშნული თანმიმდევრობა საბილოდ მიმართულია საზღვარგარეთ პროდუქტის გასაყიდად. ზოგიერთი კომპანია ხშირად არ თვლის აუცილებლობად პირველი ორი ნაბიჯის გადადგმას და პირდაპირ მესამე და მეოთხე ნაბიჯების განხორციელებას ეწევა. ზოგიერთ შემთხვევაში კომპანია ცდილობს ან აწარმოოს საზღვარგარეთ პროდუქცია ან კიდევ მისი ექსპორტი მოახდინოს. ეს არჩევანი დამოკიდებულია საქმიანობის მომგებიანობასა და საბაზრო ზრდის შესაძლებლობებზე. რეგიონული სავაჭრო შეთანხმებები

უბიძგებენ იმ კომპანიებს, რომლებსაც შტაბ-ბინები რეგიონის საზღვრებს გარეთ აქვთ ვაჭრობის რაიონში გამოიყენონ ადგილობრივი საწარმოო ფილიალები. მაგალითად V- მა მოიზიდაუცხოური ინვესტირების მნიშვნელოვანი მოცულობა (მათ შორის აშშ-დან) საერთო ტარიფის შემოღებათა და შიდა ევროპული სავაჭრო ბარიერების გაუქმებით.

წარმოების ხარჯების დონე და მასშტაბის ეფექტის შესაძლებლობები აგრეთვე ზემოქმედებენ არჩევანზე ვაწარმოთ საზღვარგარეთ თუ მოვახდინოთ საზღვარგარეთ ექსპორტი. ხანგრძლივი დროის განმავლობაში დაბალი საწარმოო ხარჯების გამო ტანკ-ბი ახორციელებდნენ პირდაპირ ინვესტირების სინგაპურსა და ჰონკონგში ასეთი უპირატესობის გამო სწორედ ეს ქვეყნები - სინგაპური და ჰონკონგი ეწევიან საქონლის ექსპორტს მესამე ქვეყნებში.

მასშტაბის ეფექტი პირდაპირი ინვესტირების საზღვრებს (... ამცირებს) კვეცავს ეკონომიკის იმ დარგებში სადაც დანახარჯების ცვლილება ამ ზემოქმედებით ხორციელდება კერძოდ ტენდენცია შეინიშნება საავტომობილო მრეწველობაში, სამშენებლო და სატრანსპორტო აღჭურვილობის წარმოებაში. ამ დარგებში საკმაოდ რთულია ეკონომიკის შიგა ინვესტირების მაგალითების მოტანა მცირე ქვეყნების ბაზრებზე. ეს ხდება გრძელვადიან პერიოდში წარმოების აუცილებლობის გამო, რომლის დროსაც მასშტაბის ეფექტი რეალიზდება.

კომერციული მოტივაციები.

ერთი მხრივ ჩვენ შეგვიძლია განვიხილოთ პირდაპირი ინვესტირება, როგორც ქმედება, რომელიც აკმაყოფილებს ძირითად სამეწარმეო მოთხოვნილებებს.

ჩვენ შეგვიძლია განვიხილოთ ქმედება უცხოური ინვესტირების მიმართებით როგორც კომპანიის მიერ 5 ძირითადი მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების მცდელობა. ამ მოთხოვნილებებში შედის:

- 1) მოთხოვნილება ბაზრებში.
- 2) მოთხოვნილება წარმოების ეფექტიანობაში.
- 3) მოთხოვნილება ნედლეულში.
- 4) მოთხოვნილება ინფორმაციასა და ტექნოლოგიებში.
- 5) მოთხოვნილება რისკების მინიმიზაციასა და დივერსიფიკაციაში

ბევრი ტნკ (მოქმედი მონოპოლისტური კონკურენციის ბაზრებზე) თავისი კომერციული სტრატეგიის I ადგილზე აყენებს ახალი ბაზრების ძიებასა და მათზე დამკვიდრებას. უმრავლესობა საერთაშორისო ინვესტიციების მსოფლიო მასშტაბით ბაზრების დივერსიფიკაციისა და გაფართოების მოთხოვნილებით ხორციელდება. ასეთი კომპანიები ძირითადად მოკლევადიანი გამოყენების სამომხმარებლო საქონლის წარმოებით არიან დაკავებულნი. ასეთი საქონელია საკვები პროდუქტები, სასმელები, თამბაქო, ტუალეტის საგნების (საპნის, კბილის პასტის, ჯაგრისები და სხვა), პარფიუმერიის და სხვა. ეს კომპანიები ბაზარზე დამკვიდრებისა და მისი დაპყრობის მიზნით თავიანთი შემოსავლების შედარებით მაღალ პროცენტს რეკლამებზე ხარჯავენ და მრავალფეროვან, ფორსირებულ (აგრესიულ) მარკეტინგს გამოიყენებენ.

ამ სახეობის კომპანიების კარგი მაგალითია „კოკა-კოლა.“ მისი მონაცემებით იგი მსოფლიოში მსუბუქი სასმელების უმსხვილესი მწარმოებელია, მსოფლიო

ბაზრის 45%-ს ფლობს და ვაჭრობას ახორციელებს 160-ზე მეტ ქვეყანაში. (იხ. დამატება ...)

წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების მოთხოვნილება აიძულებს კომპანიებს პროდუქციის წარმოება განახორციელონ იმ ქვეყნებში სადაც გამოყენებული რესურსების ფასი შედარებით დაბალია. წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების მოსაზრებით, შრომით რესურსებზე დანახარჯების შემცირების გზით მრავალი აშშ-ს კომპანია ინვესტირებას ეწევა მექსიკაში, (განსაკუთრებით ე.წ. მაკუილადორის ზონაში Maguiladora Zone), ტაივანში, ტაილანდში, საქართველოში და სხვა.

ეკონომიკის ბევრ სხვა სექტორში (მათ შორის ნავთობის, ხე-ტყის, სამთომომპოვებელი მრეწველობა) ინვესტირების საფუძველს ამ ქვეყნის ნედლეულზე მოთხოვნა წარმოადგენს. ასეთი ინვესტირების რეციპიენტი ქვეყანა არის მაგალითად კანადა (ნავთობის, ხე-ტყის, სამთომომპოვებელი მრეწველობა), ავსტრალია(სამთომომპოვებელი მრეწველობა), მალაიზია (სოფლის მეურნეობა-პლანტაციები) და ჩილე (სამთომომპოვებელი მრეწველობა) OPEC - ის ქვეყნები.

მოთხოვნა ინფორმაციასა და ტექნოლოგიებზე, აშშ-ს კომპანიების უცხოური ინვესტიციების მოტივს წარმოადგენს. განსაკუთრებით ეს ეხება იმ ამერიკულ კომპანიებს, რომლებიც აპარატულ და კომპიუტერების პროგრამულ უზრუნველყოფას აწარმოებს აშშ-სა და არა აშშ-ს ფირმებისათვის. ასეთი ინვესტირების მაგალითი მოყვანილია დამატება 13:2) ტექნოლოგიების განვითარების სფეროში ტნკ-ს თანამშრომლობის ილუსტრაციის მეორე მაგალითია ევროპულ-ამერიკული კონსორციუმი, რომელიც შეიქმნა მაღალი სიმკვეტრის ტელევიზიის განვითარებისათვის (იხ.დამატება.13.3) საყოფაცხოვრებო ელექტრონიკის მწარმოებელმა წამყვანმა ევროპულმა კომპანიებმა და ეროვნული რადიომაუწყებელმა კომპანიამ (National Broadcasting Company) – „ჯენერალ ელექტრიკი“-ს ფილიალი, გააერთიანეს თავიანთი შესაძლებლობები ტექნოლოგიის განვითარებისათვის.

რისკების მინიმიზაციისა და დივერსიფიკაციის მოთხოვნა აიძულებს კომპანიებს მაღალი სტაბილური სიტუაციისა და დაბალი პოლიტიკური რისკის მქონე ქვეყნებში ინვესტიციების განხორციელებას. ამ ტენდენციით იხსნება აშშ-ში (1980 წწ.) უცხოური ინვესტირების ინტენსიური შემოდინება. ზოგიერთი კომპანია, რომლებიც ჰონკონგში საქმიანობდნენ ინტენსიურად ემებდნენ გაურკვეველობის რისკის დივერსიფიკაციის შესაძლებლობებს, რადგან 1997 წლიდან ჰონკონგი ჩინეთის იურისდიქციაში გადადიოდა. იხ.დამატებები (3.14 ცხ.3-8)

ეკონომიკური ანალიზი

მიუხედავად იმისა, რომ განსაზღვრული ტიპის მიერ პირდაპირი ინვესტირების განხორციელების მოტივაციის გაგებისათვის ძალზე მნიშვნელოვანია მიკროეკონომიკური ფაქტორები (ფასები, ბაზრები, შემოსავალი...) ამასთანავე აუცილებელია მაკროეკონომიკური ფაქტორების ზემოქმედების განხილვაც.

მრეწველობის დარგების საერთო მდგომარეობაზე მოქმედი გარემოებები, ტენდენციები პროდუქციის რეალიზაციის ბაზრებზე, აგრეთვე თამაშობენ როლს ფირმის გადაწყვეტილებებში განახორციელოს ან პირიქით შეზღუდოს პირდაპირი ინვესტირება.

თანამედროვე საფინანსო თეორია გვეუბნება, რომ ფირმები მოქმედებენ საწარმოს სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულების მაქსიმალიზაციის მიმართულებით. თუ ეს ვარაუდი სწორია, მაშინ პირდაპირი ინვესტირება ხელს უნდა უწყობდეს გაყიდვების დიდი მოცულობის მიღწევას, ბაზრის წილისა და მოგების გაფართოებას. DFI განხორციელების (როგორ ხორციელდება) ასახსნელად ჩვენ განვიხილავთ 4 მიდგომას, რომლებიც ეკონომიკურ ანალიზზეა დაფუძნებული. ოთხივე მიდგომა ეთანხმება ფინანსების თანამედროვე თეორიასა და ფირმის სააქციო კაპიტალში აქციების მფლობელთა წილის ღირებულების მაქსიმალიზაციას. ამ ოთხ მიდგომაში შედის:

- 1) *ბაზრის არასრულყოფილება;*
- 2) *მთავრობის როლი;*
- 3) *ინტერნალიზაცია და ეკლექტიკური თეორია;*
- 4) *პორტფელის თეორია.*

ბაზრის არასრულყოფილება

DFI-ზე არსებულ ნაშრომებში ყურადღება გამახვილებულია (ფოკუსირებულია) წარმოების ფაქტორებისა და პროდუქციის ბაზრების არასრულყოფილებაზე. ამ მოსაზრებას იზიარებენ: ხაიმერი (Hymer), კაინდლბერგერი (Kindleberger) და სხვა ეკონომისტები. ბოლო პერიოდში გამოჩნდა საფინანსო ბაზრების არასრულყოფილების თეორიები. ბაზრის არასრულყოფილება შეიძლება წარმოიქმნას ბუნებრივი გზით, მაგალითად სასარგებლო წიაღისეულის გარკვეული ადგილმდებარეობისა და შეზღუდული მოცულობის შედეგად. უფრო ხშირად ბაზრის არასრულყოფილება დაკავშირებულია კომპანიის მხრიდან ბაზარზე უპირატესობის მისაღებად მიმართულ მოქმედებასთან ან სამთავრობო პოლიტიკასთან. ოლიგოპოლისტური ფირმები კონკურენტულ უპირატესობას იღებენ საკუთარი პროდუქციის ინდივიდუალიზაციის გზით. (ამ ფირმის პროდუქციის მახასიათებლები განსხვავებულია სხვა ფირმების ანალოგიური პროდუქციისაგან), პროდუქტის მოდიფიკაციების რიცხვის ზრდით და პროდუქციის ნომენკლატურის გაფართოებით (დარგის საზღვრებს მიღმა გასვლით), პატენტებისა და საავტორო უფლებების მიღებით, ფრანჩაიზინგით, მთავრობის მხრიდან მხარდაჭერითა და პროტექციონიზმით მთავრობები ქმნიან ბაზრის არასრულყოფილებას იმპორტზე ტარიფების, არასატარიფო ბარიერების, საგადასახადო სტუმულებისა და სუბსიდიების აგრეთვე საფინანსო გარიგებებზე კონტროლის დაწესებით.

ოგორც ჩანს დამატება 13.5 დან ტნკ-თვის ძალზე მნიშვნელოვანია ბაზრის არასრულყოფილების გამოყენების შესაძლებლობა, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც იგი რამდენიმე ქვეყანაში მოქმედებს. მონოპოლისტური ფასწარმოქმნის ხარისხი პროდუქციასა და რესურსების ბაზრებზე შესაძლებელია მნიშვნელოვნად შეიცვალოს ქვეყნებში არსებული მდგომარეობიდან გამომდინარე და ეს უკვე უზრუნველყოფს ტნკს-თვის სარგებლიანობას. როდესაც ბაზრის ასეთი

არასრულყოფილება არსებობს ტნკ-ს შეუძლია იმოქმედოს ისე, რომ ყველა მისმა ქვეგანყოფილებამ მოგება მიიღოს.

მთავრობის როლი

ბაზრის არასრულყოფილება, შეიძლება წარმოიქმნას მთავრობის საქმიანობის შედეგად. ეს შეიძლება რეგიონული სავაჭრო ჯგუფების საშუალებით ხორციელდებოდეს. მაგალითად 1992 წ. საერთო ევროპული ბაზრის შექმნა (European Single Market) უცხოელ ინვესტორებისათვის გაცემული სუბსიდიებით აგრეთვე მთავრობები ბაზრის არასრულყოფილებას ქმნიან ან აღრმავებენ. აშშ-ს თითოეული შტატი მიისწრაფვის მოიზიდოს უცხოელი ინვესტორები, ამისთვის მათ სთავაზობენ დაბალი ფასით მიწის ნაკვეთებს, გადასახადის გადახდის გადავადებასა და სხვა შეღავათებს. გორდონისა და ლისის შეფასებით (Gordon, Lees) ფირმა „ფოლკსვაგენის“ მიერ ინვესტირების განხორციელებისათვის პენსილვანიის შტატში კორპორაციამ შტატის მთავრობისაგან და ადგილობრივი თვითმმართველობისაგან მნიშვნელოვანი სუფსიდიები მიიღო. (იხ. დამატება 13.6)

ინტერნალიზაცია და ეკლექტიკური თეორია

უფრო სრულყოფილად რომ ავხსნათ DFI აუცილებელია ანალიზის განსხვავებული ელემენტები გამოვიყენოთ. 1997 წელს ჯონ დანიუნგმა (Jon Dunning) აღნიშნა ეს მრავალფეროვნება DFI-ს ეკლექტიკური თეორიის განვითარებაში. ამასთან

ერთად, დანინგმა შემოგვთავაზა თეორია, რომელიც აერთიანებდა ეკონომიკური ანალიზის რამდენიმე ასპექტს: წარმოების ორგანიზაციის, საერთაშორისო ვაჭრობის, ფირმის თეორიისა და საერთაშორისო კონკურენციული უპირატესობის თეორიას.¹

¹ ეს თეორია ჯონ დანინგმა საბოლოოდ ჩამოაყალიბა ნაშრომებში: „Trade Location of Economic Activity and the NME: A Search for an Eclectic Approach”, in Bertil Ohlin, Par-Ove Hesselborn, and Per Magnus Wijkman, eds., the International Allocation of Economic Activity. p.395-418. ინტერნაციონალიზაციის თეორია პირველად პიტერ ბაკლისა და მარკ კესსონის მიერ იქნა გადმოცემული მათ გამოკვლევაში the Future of the Multinational Enterprise (London: Macmillan 1976)

დანინგის მიხედვით კონკურენციული ბაზრის მომსახურებისათვის ფირმა მხოლოდ მისთვის დამახასიათებელ უპირატესობებს უნდა ფლობდეს. ეს უპირატესობები გულისხმობენ: ფირმის სიდიდეს, მის პოზიციას, ბაზარზე რესურსების გამოყენების შესაძლებლობებსა და არამატერიალური აქტივების მფლობელობას (პატენტები, საავტორო უფლებები, მმართველობითი რესურსები, კადრები). ფირმა უფრო იცებს მაშინ, როდესაც თვითონ იყენებს ამ უპირატესობებს, ვიდრე მათი გაყიდვის ან სხვა ფირმებზე უპირატესობათა გამოყენების უფლების გადაცემის შემთხვევაში. ფირმა თავის უპირატესობათა ინტერნაციონალიზაციას DFI-ს საქმიანობის დაფართოების გზით ეწევა. ტნკ-ი ემსახურებიან უცხოურ ბაზრებს და იმავდროულად ანაწილებენ საწარმოო რესურსებს თავიანთი კონტროლის მეოთხედის მიხედვით. ფირმებს შეუძლიათ ბაზარს ამჯობინონ თავიანთი უპირატესობების ინტერნაციონალიზაცია.

დანინგის ეკლექტიკური თეორია იყენებს აუარებელ ფაქტორს იმის ახსნისათვის, თუ როგორ იღებენ ტნკ-ი გადაწყვეტილებებს DFI-ის განხორციელებისათვის. ამ მიმართებით მისი მიდგომა უფრო რეალისტურია ვიდრე სხვა მეცნიერების.

პორტფელის თეორია

პორტფელის თეორია წარმოადგენს სხვა მოსაზრებას პირდაპირი ინვესტირების გაგებისა და განხორციელების მიზეზების შესახებ, რომლებიც განსაზღვრავენ ფირმის მოქმედებას (აიძულებენ მას DFI-ის განხორციელებას.) განვიხილოთ, მაგალითად აშშ-ს კომპანია, რომელიც გეგმავს სახსრების ინვესტირებას ახალ ქარხანაში ბრიტანეთში, ავსტრალიასა ან კანადაში 13.9

ცხრილში მოცემულია მოსალოდნელი საშუალო შემოსავალი, საშუალო კვადრატული გადახრა (რისკი) და ასეთივე პროექტების მოგების კორელაცია აშშ-ში.

ინვესტირების შემდეგ შეწონილი შემადგენლობა აქტივების, გაყიდვისა და მოგების იქნება 50% აშშ-ს და 50% უცხოური.

პორტფელის თეორიის მიხედვით საკმარისად დივერსიფიცირებული პორტფელი უზრუნველყოფს საქმიანობის უფრო კარგ შედეგებს, ვიდრე არასაკმარის დონეზე დივერსიფიცირებული პორტფელი. ანალოგიურად ის ტნკ, რომლებიც თავიანთი საქმიანობის დივერსიფიცირებას ესწრაფვიან საერთაშორისო არენაზე აღწევენ მოგებისა და რისკის უკეთეს თანაფარდობას, ვიდრე საკუთარი ქვეყნის საზღვრებში მოქმედი ტნკ. გრაფიკულად ეს წარმოდგენილია ნახაზზე 13.1, რომელიც მოგებისა და რისკის შესაძლო ტანაფარდობას გამოხატავს. როგორც შემდგომ აღვნიშნავთ საინვესტიციო პროექტების კარგად შედგენილი პორტფელი მოგებისა და რისკის საუკეთესო თანაფარდობას უზრუნველყოფს.

არჩევანის წინაშე მყოფი აშშ-ს კომპანიის ანალიზით მოგებისა და რისკის თანაფარდობა (ცხრილი 13.9) სამი საინვესტიციო პროექტისათვის ახლოა ერთმანეთთან პორტფელის მოგებისა და რისკის თანაფარდობის მნიშვნელობის დაგეგმვისათვის. ჩვენ ავწონეთ მოგება მზარდი ფირმის ყოველი კომპონენტისათვის პორტფელში მისი წონის შესაბამისად.

ანალოგიური გამოთვლები მიმდინარეობს იმ შემთხვევაში თუ აშშ-ს კომპანია ინვესტირებას გადაწყვეტს ბრიტანულ ან ავსტრალიურ ქარხნებში. ამ შემთხვევაში აწონილი მოგება შეადგენს 19%-ს. ჩვენ შეგვიძლია პორტფელების მიხედვით რისკი გამოვიანგარიშოთ (საშუალო კვადრატული გადახრა) შემდეგი ურთიერთკავშირების გამოყენების გზით.

საშუალო

$$\text{კვადრატული გადახრა} = \sqrt{W_{us}^2 \sigma_{us}^2 + W_{can}^2 \sigma_{can}^2 + 2W_{us}W_{can} (COV_{us,can})}$$

ამ შემთხვევაში W_{us} და W_{can} წარმოადგენენ პორტფელის პროცენტულ წონებს აშშ-სა და კანადაში, σ_{us} და σ_{can} --რისკს, მოგების საშუალო კვადრატულ გადახრას აშშ-სა და კანადის ინვესტირებაზე, ხოლო $COV_{us,can}$ - მოგების კოვარიაცია აშშ-სა და კანადის ინვესტირებას შორის. ჩვენ ვიყენებთ ფორმულას და ვღებულობთ:

საშუალო

$$\text{კვადრატული გადახრა} = \sqrt{0,5^2 \times 12^2 + 0,5^2 \times 12^2 + 2 \times (0,5) \times (0,5) \times (144)} = 12$$

პორტფელის მიხედვით

შეამჩნევთ, რომ კანადურ ქარხანაში სახსრების ინვესტირებისას რისკის შემცირება არ ხდება. ამას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც აშშ-სა და კანადურ ინვესტირებაში მოგების დადებით კორელაციასთან გვაქვს საქმე. გადაწყვეტილება, რომლის მიხედვითაც ქარხანა უნდა განთავსდეს იქ სადაც მოგების კორელაცია დაბალია ან უარყოფითი, უზრუნველყოფს რისკის შემცირებას.

ინვესტირება ავსტრალიაში ფირმისთვის ნაკლებად სარისკო (მეტად სტაბილურ) შემოსავალს უზრუნველყოფს. უფრო ნათელი სურათი მოგება-რისკის თანაფარდობის მიმართ წარმოდგენილია 13.1 ნახაზზე. ამ ნახაზის მიხედვით ყველაზე სარგებლიანი თანაფარდობა მოგება-რისკი აქვს Z პორტფელს (50%აშშ-სა და 50% ავსტრალიის).

ნახ.13.1. მოგებისა და რისკის მნიშვნელობა საინვესტიციო პორტფელებისა და პროექტებისათვის

პროექტი	მოგება %	მეტად მომგებიანი თანაშეფარდება		- ავსტრალიური პროექტი - ბრიტანული პროექტები	
		ბა	ბ	ც	ჩ- კანადური
პრ.	20.				შ- აშშ-ს პროექტი
	15.	უს			-აშშ ბრიტანული
პრ.	10.	ზ	ყ		X -აშშ კანადური
	5.				ძ -აშშ
ავსტრალიური პრ.				რისკი,საშუალო	კვადრატული
გადახრა.					

მოგებისა და რისკის მნიშვნელობა აშშ-ს შიგა სამ უცხოური და შერეული საინვესტიციო პროექტებისა და პორტფელებისათვის ცხრ. 13.9

პროექტები	საშ.მოგება %-ში	საშ.კვადრ. გადახრა	მოც.პროექტის შემოსავლისა და აშშ-ში მოგების კორელაცია	მოცემული პროექტის შემოსავლის კოვარიაცია აშშ-ში მოგებასთან
კანადური	25	12	1,0	144
ბრიტანული	20	8	0	0
ავსტრალიური	20	10	-1,0	-120
აშშ-ს	18	12		
პორტფელები				
აშშ-ს კანადის	21,5	12,0		
აშშ-	19,0	7,2		

ბრიტანული				
აშშ - ავსტრალიური	19,0	1,0		

ნახაზი 13.2 საინვესტიციო შესაძლებლობათა განთავსება კაპიტალის სრულყოფილ და სეგმენტირებულ ბაზრებზე.

<p>.სრულყოფილი ბაზარი. (შიგა) მოსალოდნელი მოგება.</p>	<p>.სეგმენტირებული ბაზარი. (შიგა) მოსალოდნელი მოგება.</p>
---	---

ჩ

ჩ

ჩ.

რისკი ცც-მაკონტროლებელი ინვესტირების რისკული მოგების გამომსახველი კპ - საპორტფელო ინვესტირების მოგების გამომსახველი.

ჩ. სეგმენტური ბაზარი საერთაშორისო.

<p>მოსალოდნელი მოგება ჩ</p>	<p>ჩ-ევროპული მაკონტროლებელი ინვესტორების მოგება -ევროპული საპორტფელო ინვეს- ტორების მოგება. შ-აშშ-ს ინვესტორთა მოგების ამსახველი.</p>
<p>V რისკი.</p>	

ნახაზი 13.3. საინვესტიციო შესაძლებლობათა სეგმენტირებული

განთავსება აშშ-ში
მოსალოდნელი მოგება.
ჩ

- - - - -

რისკი.

- . ჩ ასახავს აშშ-ში განხორციელებული პირდაპირი ინვესტირების მომგებიანობას.
- . ასახავს აშშ-ში განხორციელებული საპორტფელო ინვესტირების მომგებიანობას
- ჩ. ასახავს ევროპაში ინვესტირების მომგებიანობას.

რისკის ანალიზი

საზოგადოდ მსოფლიო საინვესტიციო შესაძლებლობები, რომელიც მაღალ მოგებას გვთავაზობენ ამასთანავე დაკავშირებულია მაღალ რისკთან და განუსაზღვრელობასთან. ამ შემთხვევაში სწორია აქსიომა: “ვინც მეტს რისკავს მეტს იგებს” საკითხის განხილვის მიზნით გავანალიზებთ 1. მოგებისა და რისკის ურთიერთკავშირს და 2. ტნკს-ს მოთხოვნილებას განხორციელდეს რისკის რეგულირება და მინიმალიზაცია.

რისკი და კომპრომისი

საერთაშორისო ფინანსებისა და ინვესტიციების შესახებ არსებულ ლიტერატურაში გავრცელებულია იდეა, რომ მოგება არის ჯილდო გაწეული რისკისათვის (საერთოდ ეს საბაზრო ეკონომიკის ქვაკუთხედი).

საპორტფელო ინვესტიციების შედარება პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებთან

საზღვარი საპორტფელო და პირდაპირ ინვესტირებას შორის არის საწარმოს აქციათა მფლობელობის დონე. სხვადასხვა ქვეყანაში იგი განსხვავებულია მაგალითად აშშ-ში 10%-ია, ხოლო საქართველოში კანონის მიხედვით 20%-ზე და 100 000 დოლარზე მეტი. საგადაამხდელი ბალანსის ანალიზის შესაძლებლობათა გაფართოების მიზნით აუცილებელია დადგენილ იქნას ფასიანი ქაღალდების ფლობის რაოდენობა % - ში, რომელიც კვალიფიცირებული იქნება საპორტფელო ინვესტიციებად ან თუ იმ დადგენილ პროცენტზე მეტია-იქნება პირდაპირი ინვესტიციები. განსხვავება პირდაპირ და საპორტფელო ინვესტირებას შორის ეფუძნება კონტროლის კონცეფციას. მაკონტროლებელი ინვესტირება გულისხმობს

ინვესტორის განსაზღვრულ მონაწილეობას ფირმის საქმიანობასა და მართვაში. ფირმის მართვაზე კონტროლი ინვესტორის მხრიდან რეალიზდება მაგალითად მისი უფლებით აირჩიოს დირექტორთა საბჭოს ერთი ან მეტი წევრი და სხვა. პირდაპირი ინვესტირების ზრდა აშშ-ში დაიწყო და შემდგომ 1980 წწ-ში გაგრძელდა ბრიტანულ და სხვა საფინანსო ბაზრებზე და დაკავშირებული იყო დავალიანების საერთაშორისო კრიზისთან.

საინვესტიციო შესაძლებლობათა განთავსება

საინვესტიციო შესაძლებლობათა განთავსების ფორმით, ჩვენ შეგვიძლია გავაანალიზოთ მოგებისა და რისკის ურთიერთკავშირი. IOL (საინვესტიციო შესაძლებლობათა განთავსება). მაგ. 13.2ა ნახაზზე ჩანს, რომ ინვესტორებს ნიდერლანდებში აქვთ შესაძლებლობა მიიღონ OA მოგება (რისკის დონეა OC) ინვესტიციების განხორციელებისას ან OB - მოგება OD რისკის დონის პირობებში

საინვესტიციო შესაძლებლობათა განთავსების მიმართებით აუცილებელია შევნიშნოთ, რომ:

1. იგი ასახავს ოპტიმალურ ინვესტიციებს და ამიტომ შეიძლება ჩავთვალოთ ეკონომიკური ეფექტიანობის ზღვრული დონის ექვივალენტად.
2. უფრო მომგებიანი შედეგების მიღება შეუძლებელია რადგან განსაზღვრის მიხედვით ეკონომიკური ეფექტიანობის ზღვრული დონე არის სხვა და სხვა რისკის დონის მქონე ოპტიმალური ინვესტიციების განთავსება.
3. არავითარი განსხვავება არ არის მოგების დონეებს შორის, რომელიც მიიღება რისკის მოცემული დონის პირობებში როგორც საპორტფელო ისე პირდაპირი ინვესტიციებიდან.

13.2ა ნახაზზე საპორტფელო და მაკონტროლებელი ინვესტიციების განხორციელებელ ინვესტორებს აქვთ თანაბარი (იდენტური) საინვესტიციო შესაძლებლობები, მაგრამ გარკვეულ პირობებში მათ შეიძლება ჰქონდეთ განსხვავებული საინვესტიციო შესაძლებლობები, რაც განსხვავებული მოგების მიღებას უზრუნველყოფს. ეს ხდება მაშინ, როდესაც ადგილი აქვს ბაზრის არასრულყოფილებას, რომელიც ხელს უშლის საპორტფელო ინვესტიციების განხორციელებას და ამის შედეგად მაღალ მოგებას იღებენ მაკონტროლებელი ინვესტორები. საინვესტიციო შესაძლებლობები მაშინაც განსხვავებულია, როდესაც პირდაპირი და საპორტფელო ინვესტიციების განხორციელებელ ინვესტორებს აქვთ განსხვავებული შესაძლებლობები.

ინვესტორებს შეიძლება ჰქონდეთ განსხვავებული საინვესტიციო შესაძლებლობები ბაზრის სხვა და სხვა ტიპის არასრულყოფილების გამო. ეს ტიპებია:

1. ბაზრის არასრულყოფილება, რომელიც დაკავშირებულია საკუთარი პროდუქციის ინდივიდუალიზაციასთან (პროდუქტისთვის ისეთი მახასიათებლების შემენა, რომელიც განასხვავებს მას სხვა ფირმების ანალოგიური პროდუქტისაგან), მოდიფიკაციების გაზრდითა და პროდუქციის ნომენკლატურის გაფართოებით (დარგის საზღვრებს გარეთ გასვლით). მსხვილი ტნკ-ს შესაძლებლობა დახარჯონ დიდი სახსრები რეკლამაზე და პროდუქციის დიფერენციაციაზე აძლევს მათ უპირატესობას მცირე ტნკ-თან და სხვა ფირმებთან შედარებით. ამ გზით ისინი

იღებენ ბაზრის დიდ წილსა და მოგებას. ასეთი კომპანიის მაგალითია „კოკა კოლა“, რომელიც იღებს უზარმაზარ შემოსავლებს საზღვარგარეთიდან პროდუქციის დიფერენციაციაზე გაწეული დიდი დანახარჯების შედეგად. საქმე იმაშია, რომ აშშ-ს საზღვრებს გარეთ საპორტფელო ინვესტიციების განმხორციელებელი ინვესტორები ადგილობრივი ფირმების ინვესტირებით („კოკა კოლასთან“ კონკურენციაში მყოფი ფირმები იგულისხმება) ნაკლებ შემოსავლებს მიიღებენ ვიდრე მსხვილი პირდაპირი ინვესტორი.

2. **ბაზრის არასრულყოფილება, რომელიც დაკავშირებულია ტექნოლოგიის ხარისხთან.** გაუმჯობესებული ტექნოლოგია ამცირებს დანახარჯებსა და ზრდის მოგებას. ყველა შემთხვევაში ტნკ, რომელიც ახორციელებს რეციპიენტ ქვეყნებში პირდაპირ ინვესტირებას, მაღალი ტექნოლოგიების გამოყენებით იღებს უფრო მაღალ მოგებას ვიდრე ადგილობრივ ფირმებში საპორტფელო ინვესტიციების განმხორციელებელი ინვესტორები, რადგან ადგილობრივი ფირმები იგივე მაღალ ტექნოლოგიებს ვერ იყენებენ.

3. **ბაზრის არასრულყოფილება, რომელიც განპირობებულია კაპიტალის ბაზრის პირობებით.** ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრებზე არსებული კარგი პირობების საფუძველზე ზოგიერთ ტნკ-ს შეუძლია მიიღოს კაპიტალი დაბალი ღირებულებით. ასეთ პირობებში ტნკ-ს შეუძლიათ მიიღონ უფრო მაღალი შემოსავალი საერთაშორისო პირდაპირი ინვესტიციებიდან ვიდრე ადგილობრივ კონკურენტ კომპანიებს.

ყველა აღნიშნული ილუსტრაციები ადასტურებენ, რომ ტნკ-ს აქვთ უფრო დაბალი დანახარჯები ან იღებენ უფრო მაღალ მთლიან შემოსავალს არბიტრაჟის არასრულყოფილების გამო წარმოების ფაქტორების, პროდუქციისა და საფინანსო ბაზრებზე.

რისკის რეგულირება

რისკის დეკომპოზიცია:

რისკის განხილვა მართვის თვალსაზრისით ითხოვს რისკის ანალიზს, როგორც დეკომპოზიციის საგნისა. ეს მიდგომა გულისხმობს როგორც რისკის რეგულირების ასევე რისკის სხვადასხვა ელემენტების ლიკვიდაციასაც.

ტნკ-ს რისკის დეკომპოზიცია შედგება 3 ფაქტორისაგან.

პირველ ფაქტორს განეკუთვნება ტნკ-ს შიგა სტრუქტურა: კორპორაციული საფინანსო სტრუქტურა; დავალიანებაზე გადასახდელების განხორციელების შეუძლებლობის საფინანსო რისკი და ტნკ-ს სავალუტო რისკი.

მეორე ფაქტორი განეკუთვნება მსოფლიო გარემოს. აქ იგულისხმება მსოფლიოში მიმდინარე სისტემური ცვლილებები: მსოფლიო გარემოში მიმდინარე ცვლილებათა რისკი, ასეთ ცვლილებებს განეკუთვნება: საქონელზე არასასურველი მსოფლიო ფასები და მსოფლიო ეკონომიკაში მიმდინარე ეკონომიკური დაცემა. სპეციფიკურ ფაქტორებს, რომელიც დაკავშირებულია საქმიანობასთან მოცემულ ქვეყანაში.

მესამე ფაქტორის განეკუთვნება სპეციფიკურ ფაქტორებს, რომელიც დაკავშირებულია საქმიანობასთან მოცემულ ქვეყანაში. აქ განიხილება არასისტემატური რისკები: ეკონომიკური ციკლის დინამიკასთან დაკავშირებული რისკები, ექსპროპრიაციის რისკი, ოპერაციული, სავალუტო და რისკის მყოფი ლიაეკონომიკური პოზიციები.

რეგიონული რისკი

ტნკ, რომელიც საერთაშორისო ინვესტირებას ეწევა გასაკუთრებულ მნიშვნელობას ანიჭებს რეგიონულ რისკს. პირდაპირი ინვესტორები რეციპიენტ ქვეყნებში ჩვეულებრივ მოქმედებენ გრძელვადიან პერიოდში, ამდენად რეგიონული რისკის ანალიზი უნდა წარიმართოს გრძელვადიან პერსპექტივაში. პირდაპირი ინვესტორისათვის ძირითადი მნიშვნელობა აქვს ამ რისკის შემდეგი ელემენტების ანალიზს:

1. ადგილობრივი ეკონომიკის სტაბილურობა და მაღალი ინფლაციის არარსებობა.

2. ქვეყნის ხელისუფლების მხრიდან (როგორც ინვესტიციათა რეციპიენტის) ინვესტირებისადმი აღექვატური დამოკიდებულება.

3. მთავრობის მხრიდან თვითნებური და ცვალებადი რეგულირების არარსებობა.

4. რეციპიენტი ქვეყნიდან მოგების თავისუფალი გადაადგილების შესაძლებლობა.

5. ინვესტიციების გაყიდვის ან ლიკვიდირების და ამის საფუძველზე წარმოქმნილი სახსრების ქვეყნიდან გატანის შესაძლებლობა.

რეგიონული რისკის შესახებ ინფორმაციის რამდენიმე წყარო არსებობს. ისინი შეიცავენ ორგანიზაცია „ Frost & Sullivan“-ს (კვლევითი ორგანიზაციის) ანგარიშებს, რომლებიც რაოდენობრივი და ხარისხიანი ინფორმაციის მოწოდებას უზრუნველყოფენ. ამას გარდა „ International Reports“ აქვეყნებს ყოველთვიურს „ International Country Risk Guide “ 80 ქვეყნის შესახებ ინფორმაციით. წელიწადში ორჯერ (ყოველი 6 თვის დასასრულს) „ International Investor “-ი აქვეყნებს ბანკირების გამოკითხვის შედეგებს, მათ სუბიექტურ რეიტინგებს დებიტორ ქვეყნებზე.¹

ამ შეფასებათა ძირითადი პრობლემებია :

1. წარსულის მახასიათებლების გამოყენება მომავალი პერსპექტივების შეფასებისათვის.

2. შესაძლებლობა იმისა, რომ გაუთვალისწინებელი მოვლენები (პოლიტიკური და სხვა) ძლიერ ზემოქმედებას მოახდენენ კომპანიების საქმიანობასა და მოგებაზე.

¹ რეგიონული რისკების ეს შეფასებები წარმოდგენილია : „ Frost & Sullivan .Inc. “ გაშინგტონი, „Bowker Associates“, „International Reports, Inc.“, „Guenter Reimann, editor and publisher “ – ნიუ-იორკი; „ Drake Publishers” და „ International Investor “ , „International Edition Institutional Investor, Inc “—ნიუ-იორკი.

რეგიონული რისკის რეგულირების ღონისძიებები

რეგიონული რისკის რეგულირების ღონისძიებათა გამოყენება უნდა დავიწყოთ ინვესტირების განხორციელებამდე, განვაგრძოთ მათი გამოყენება რეციპიენტი ქვეყნის მთავრობასთან ინვესტირების განხილვის დროს, ინვესტირების საექსპლოატაციო პერიოდის განმავლობაში და ინვესტიციების ლიკვიდირების ან გაყიდვის შემდეგ გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ დავასრულით.

რისკის რეგულირების ღონისძიებები ხშირად იცვლება. განვიხილოთ რამდენიმე უმნიშვნელოვანესი მიდგომა:

1. **წინასწარი განხილვა.** რეციპიენტი ქვეყნის მთავრობასთან ინვესტირების ძირითადი საკითხების განხილვა. ამ განხილვის საგანს წარმოადგენს შემდეგი საკითხები: 1) საწყისი ინვესტირების საზღვრები და ფორმა(აქციები ან სესხი); 2) ადგილობრივი სამუშაო ძალის რაოდენობა, რომლის დაქირავება პროექტზე მუშაობის პერიოდშია საჭირო; 3) წარმოების ფაქტორების (ადგილობრივა და იმპორტირებული) წყაროები; 4) დაბეგვრის დრო; 5) ადგილობრივი დაფინანსების შესაძლებლობა და ღირებულება; 6) ტრანსფერების (გადარიცხვები: დივიდენდები, პროცენტები, საკომისიოები) მოცულობა და შემადგენლობა; და ბოლოს 7) საწყისი ინვესტიციებისა და დაგროვილი მოგების დაცვა.

2. **ერთობლივი საწარმოები.** ერთობლივ საწარმოში ორი ან მეტი ინვესტორი პროექტის კორპორაციულ ინვესტირებას ახორციელებს რისკისა და მოგების განაწილებით. ერთობლივი საწარმო შეიძლება განვიხილოთ, როგორც რისკის შემცირების ფორმა, როდესაც მხარეები რისკის მოცულობას ამცირებენ პროექტის სახსრების სრული მოცულობის მხოლოდ ნაწილის უზრუნველყოფით. ერთობლივი საწარმოს ადგილობრივ მონაწილეებს შეუძლიათ პოლიტიკური ზეგავლენა მოახდინონ მთავრობის მხრიდან არასასურველი მოქმედების აღბათობის შემცირებაზე. განვითარებად ქვეყნებში ტნკ მონაწილეობას იღებენ მრავალ ერთობლივ საწარმოებში. ასეთი საწარმოები პოპულარული იყო აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში, ოცი წლის წინათ მათი რიცხვი 3300-ზე მეტი იყო. 1990 წელს „ჯენერალ მოტორს“-მა (აშშ) გამოაცხადა უნგრეთში სატვირთო ავტომობილების, დიზელის ძრავებისა და ტრაქტორების მწარმოებელ სახელმწიფო საწარმო „ Raba “- სთან შექმნილი ერთობლივი საწარმოს ინვესტირება . სსრკ-ში „ ფიატის “ მიერ, უნგრეთში ---„სუძუკის“, პოლონეთში --- დეიხატსუ“-ს და სხვათა მიერ.

3. **საქმიანობის სტრატეგიები (ბიზნეს სტრატეგიები).** რეგიონული რისკის შესამცირებლად მრავალი სტრატეგია გამოიყენება. ერთ-ერთ-ს წარმოადგენს: წარმოებული პროდუქციის მნიშვნელოვანი ნაწილის ექსპორტირების დაგეგმვა, როდესაც ვალუტის კურსის რხევას შეუძლია შეამციროს ადგილობრივი მოგების გრძელვადიანი ღირებულება და მყარ ვალუტაში ნაღდი ფულის შემოდინება. მეორე სტრატეგიაა---აქტივების ნაწილის მაქსიმიზაცია ადგილობრივ ვალუტაში, სავალუტო დანახარჯების შემცირების პრობლემის მოხსნის მიზნით, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ადგილობრივი ვალუტის კურსის დაცემის ტენდენციაა მოსალოდნელი. მაღალ ინფლაციას შეუძლია გამოიწვიოს სერიოზული პრობლემები მიმდინარე საქმიანობასთან დაკავსირებით. ასეთ შემთხვევებში საფინანსო სტრატეგიები გულისხმობენ ნაღდი ფულისა და სხვა აქტივების მინიმიზაციას რომელთა რეალური ღირებულება ინფლაციის შედეგად შეიძლება შემცირდეს.

4. **რისკის დაზღვევა.** სამთავრობო სააგენტოები და კერძო სადაზღვევო საზოგადოებები შეიძლება იყვნენ რისკის დაზღვევის წყაროები. განვითარებად ქვეყნებში აშშ-ს ინვესტორებისთვის საინვესტიციო გარანტიების უზრუნველყოფისათვის აშშ-ს მთავრობამ დააარსა OPIC-ი უცხოური კერძო ინვესტიციების კორპორაცია. OPIC-ში დაზღვევისათვის ინვესტირება მოცემულ (რეციპიენტ) ქვეყანაში ახალ პროექტს უნდა წარმოადგენდეს და ეს ქვეყანა უნდა დებდეს აშშ-სთან შეთანხმებას ან ხელშეკრულებას ინვესტირებაზე.

საერთაშორისო ინვესტიციები და გრძელვადიანი

სასესხო კაპიტალის ბაზრები

სეგმენტირებული ან ინტეგრირებული ბაზრები

ერთ-ერთი საკითხი, რომელიც წამოიჭრა საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების განხილვის დასაწყისში – გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის მსოფლიო ბაზრების სეგმენტირებულობის ან ინტეგრირებულობის ხარისხია. ამ კითხვაზე პასუხის გაცემას ცდილობდა მრავალი მკვლევარი, მაგრამ, ჩვენი აზრით, ყველაზე მიზანშეწონილი მიდგომა ამ საკითხისადმი - გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის ბაზრების შემდგენაირად განხილვაა.

1. აქციების უმსხვილეს ბაზრებს შორის (აშშ, დიდი ბრიტანეთი და იაპონია) დამყარდა მჭიდრო კავშირები, მაგრამ ეს სულაც არ ნიშნავს იმას, რომ ეს ბაზრები მთლიანად ინტეგრირებულია. დოლარს, გირვანქა სტერლინგსა და იენს შორის გაცვლითი კურსების ცვლილები შეიძლება იყოს საკმაოდ მნიშვნელოვანი, ამიტომ უკეთეს შემთხვევაში, ამ სამი ქვეყნის აქციათა ბაზრები მხოლოდ ნაწილობრივია ინტეგრირებული.

2. იმის გამო, რომ კაპიტალის ეროვნულ ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთებს გააჩნიათ სამამულო ეკონომიკის ტენდენციების შესაბამისად და გარეგანი ძალების ზემოქმედებით შეცვლის ტენდენციები, ობლიგაციათა ლიდერი ბაზრები ახდენენ მყარად დამოუკიდებელი მახასიათებლებისა და ცვალებადობის დემონსტრირებას. საგადასახადო ბალანსების მნიშვნელოვანმა და ხანგრძლივმა უწონასწორობამ მოითხოვა იმ ქვეყნებისაგან, რომლებმაც განიცადეს ეს სიტუაცია, გაეწიათ საწინააღმდეგო ზემოქმედება მათ ფულად მექანიზმებსა და საპროცენტო განაკვეთის მექანიზმზე მისი გამოსწორების მიზნით (1986-1991 წლებში საჭირო იყო, რომ საპროცენტო განაკვეთები აშშ-ში ყოფილიყო გაცილებით მაღალი ვიდრე გფრ-სა და იაპონიაში, ნაწილობრივ აშშ-ს საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტისა და გფრ-სა და იაპონიის საგადასახდელო ბალანსის აქტიური სალდოს გამო).

3. 1981-1990 წწ. პერიოდის განმავლობაში ობლიგაციათა წამყვანი ბაზრები განიცდიდნენ დაახლოების ტენდენციას. ლიდერ-ქვეყნებში (აშშ, დიდი ბრიტანეთი, გერმანია საფრანგეთი, იაპონია და კანადა) ობლიგაციებზე გადახდის შედეგად დაიწყო უფრო პარალელური დინამიკის დემონსტრირება. ძალები, რომლებსაც მიუყვართ ობლიგაციათა ბაზრების ინტეგრაციამდე, მოიცავენ:

ა) ევროობლიგაციების ახალ გამოშვებათა და მეორადი ვაჭრობის მზარდ როლს;

ბ) მთავრობების მიერ უცხოელი მსესხებლების წახალისებას;

გ) საერთაშორისო დაფინანსებას საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებების მიერ;

დ) ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების შექმნას, ისეთების, როგორებიცაა გლობალური ობლიგაციები (პირველად გამოშვებულია რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკის მიერ, ხოლო შემდგომში Matsushita ტიპის ფირმების მიერ).

4. პერიოდულმა ძვრებმა შეანელეს ანდა უკან დააბრუნეს კიდევ გამაერთიანებელი ტენდენციები. ამ ძვრების რიცხვში შედის: გერმანიის გაერთიანება; საბჭოთა კავშირის დაშლა; სავალუტო კურსების ევროპული მექანიზმის 1992 წლის სექტემბრის კრიზისი, რომელმაც მიგვიყვანა ცალკეული ვალუტების (გირვანქა სტერლინგის) გამოსვლამდე შეთანხმებიდან ფიქსირებული კურსის შესახებ; ევროპულ სავალუტო სისტემაში 1993 წლის სავალუტო კურსების ნებადართული ცვლილების 15%-მდე გაფართოება.

5. ზოგიერთი მრეწველობა-განვითარებული ქვეყნის აქციათა ბაზრები იმყოფებიან აქციათა მსოფლიო ბაზრის ნებისმიერ ტიპში ინტეგრაციის მსოფლიო საწყის სტადიაზე.

6. მანამ, სანამ მსოფლიოს ძირითადი ქვეყნები, მათი საგადასახადო ბალანსების მდგომარეობის რეგულირების უზრუნველყოფის მიზნით, ეყრდნობიან მცურავ ვალუტებს, სავალუტო კურსების ცვლილებები იქნება მნიშვნელოვანი და რთული პროგნოზირებისათვის, ხოლო გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის ბაზრები მოახდენენ დამოუკიდებელი ქცევის დემონსტრირებას.

7. აქციათა განვითარებადი ბაზრებისათვის არსებობს აქციათა მსოფლიო ბაზრის სისტემაში უფრო მჭიდრო ინტეგრაციის ტენდენცია. თუმცა, ქვეყნები, რომლებშიც განლაგებულია ეს ბაზრები, უწინდებურად ზღუდავენ უცხოელი ინვესტორების მონაწილეობას.

8. მრავალეროვნული კორპორაციების მზარდ მნიშვნელობას მივეყვართ იმ აზრამდე, რომ ისინი შეიძლება წარმოადგენდნენ თავისებურ „გაერთიანებულ ძალას“ გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის მსოფლიო ბაზრებზე. თუმცა მეკ-ები არ ახდენენ პირდაპირ ზემოქმედებას სავალუტო არასტაბილურობის, სავაჭრო ბარიერების, უცხოური ინვესტიციებისათვის დაბრკოლებების დონის შემცირებაზე. თუ მეკ-ები მოახდენენ მხოლოდ „განსხვავებების ექსპლუატაციას გარემომცველ ვითარებაში“, მაშინ ეს განსხვავებები დარჩება და შეიძლება გახდნენ დაბრკოლება გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის ბაზრის მზარდი ინტეგრაციისთვის.

პორტუგელური ინვესტიციების ისტორიული მიმოხილვა

მოკლე ისტორია

საერთაშორისო პორტუგელური ინვესტიციები არ არის ბოლო 25 წლის ახალი გამოგონება. ისინი არსებობდნენ მრავალი ასწლეულის მანძილზე. თუ შევადარებთ XIX და XX საუკუნეებს (1975 წლამდე) საერთაშორისო პორტუგელური ინვესტიციების მნიშვნელობის ხარისხის მიხედვით, მაშინ უმნიშვნელო უპირატესობა შეიძლება მივანიჭოთ XIX საუკუნეს, რომლისთვისაც ამ ტიპის საქმიანობა იყო ყველაზე მნიშვნელოვანი.

იმ დროს ბრიტანული და ევროპული პორტუგელური ინვესტიციები დომინირებდნენ კაპიტალის საერთაშორისო ნაკადებში. პორტუგელური ინვესტიციები ჭარბობენ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს ნაწილობრივ იმის გამო, რომ მეკ-ი ეს ძირითადად, XX საუკუნის შვილობილია. XIX საუკუნეში ლონდონი იყო საერთაშორისო ობლიგაციების გამოშვების მსოფლიო ცენტრი, ბრიტანული ბანკები და საინვესტიციო კომპანიები დომინირებდნენ მსოფლიო ფინანსებში ისევე, როგორც აშშ-ში განლაგებული ფინანსური ბაზრები და საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები ბატონობენ მსოფლიო ფინანსებში მსოფლიო ომის დაწყებიდან.

საერთაშორისო პორტუგელურმა ინვესტიციებმა მიაღწიეს თავიანთ მწვერვალს მსოფლიო ბრიტანული ფინანსური ჰეგემონიის უკანასკნელ დღეებში უშუალოდ პირველი მსოფლიო ომის წინ, როდესაც დიდი ბრიტანეთიდან მომდინარე კაპიტალის ნაკადები იყვნენ ქვეყნის ეროვნული შემოსავლის 7%-ის ექვივალენტური. 20-იან წლებში აშშ-მ გააკეთა განაცხადი მსოფლიოს ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ფინანსურ ძალად ჩამოყალიბებაზე: 1919-1929 წწ. პერიოდში ნიუ-

ორკში განთავსებულ იქნა 12,8 მლრდ. დოლარის უცხოური სესხი.¹ სამწუხაროდ ეს ამერიკული გამოცდილება იყო არასრულფასოვანი: სესხების მოცულობა – არასაკმარისი, საზღვარგარეთული დაკრედიტება მკვეთრად დაეცა 1929 წლის შემდეგ, ხოლო მრავალ სესხზე დარღვეულ იქნა გადასახდელებთან დაკავშირებული ვალდებულებები.

მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ საზღვარგარეთული დაკრედიტების გაჯანსაღება და უცხოური ობლიგაციების გამოშვება იყო ღუნე, ნაწილობრივ განცდილი დანაკლისის გამოც. თუმცა 1959 წელს უცხოური ობლიგაციების გამოშვების მოცულობამ ნიუ-ორკში მიაღწია 4,3 მლრდ. დოლარს.² განახლებული ინტერესი საზღვარგარეთული ობლიგაციების გამოშვებისადმი 1960-1963 წწ.-ში ნიუ-ორკში დაემთხვა უმნიშვნელო გაუარესებას აშშ-ს საგადასახდელო ბალანსში. თუმცა 1964 წელს საპროცენტო განაკვეთის გამათანაბრებელი გადასახადის შემოღებამ ეფექტურად დახურა ნიუ-ორკი საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების რამდენიმე მნიშვნელოვანი მოცულობებისაგან თვით 1974 წლამდე, როდესაც ნავთობდოლარულმა კრიზისმა აიძულა ამერიკის მთავრობა ისევ გაეხსნა აშშ-ს გრძელვადიანი სასესო კაპიტალის ბაზრები უცხოური ფასიანი ქაღალდების გამოსაშვებად. 1974 წლიდან დაწყებული აშშ-ს მონაწილეობა საერთაშორისო პორტფელურ ინვესტიციებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა.

უკანასკნელი დროის ზრდის მტკიცებულებები

80-იანი წლების ათწლეული უნდა განვიხილოთ, როგორც „ახალი გამოღვიძება“ საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების დარგში. ეს ათწლეული გამოირჩევა მოცემულ დარგში აქტივობის ზრდით, როგორც მსოფლიო პერსპექტივების თვალსაზრისით, ისე აშშ-ს პერსპექტივების თვალსაზრისით.

მტკიცებულებები საკმარისია. ამერიკელმა ინსტიტუციურმა ინვესტორებმა მნიშვნელოვნად წაიწიეს მათი ჩვეულებრივ აქციათა პორტფელის საერთაშორისო დივერსიფიკაციის მხარეს. ასე, თუ უცხოური ფასიანი ქაღალდები 1979 წელს შეადგენდნენ ამერიკის საპენსიო ფონდების პორტფელთა ღირებულების 1%-ზე ნაკლებს, მაშინ 1990 წლისათვის ეს მაჩვენებელი გაიზარდა 5-6%-მდე. ასეთივე ნაირად ინდივიდუალურმა ინვესტორებმა მკვეთრად შეცვალეს თავიანთი საქმიანობა ღია ტიპის საერთაშორისო და გლობალური საინვესტიციო ფონდების სასარგებლოდ. არამერიკულმა ფირმებმა მოახდინეს თავიანთი ფასიანი

¹ Raymond F. Mikesell, U.S. Private and Government Investment Abroad (Eugene: University of Oregon, 1962): 40.

² Mikesell, op. cit. p.56

ქალაქების ერთდროული რეგისტრაცია ნიუ-ორკსა და ამერიკის საფონდო ბირჟებზე. ამავე დროს ნიუ-ორკში გამოშვებულ იქნა ამერიკული სადებოზიტო ინვესტიციები უცხოური აქციების 750-ზე მეტი გამოშვებისათვის. 1983 წლიდან აშშ-ს საფონდო ბირჟებზე რეგისტრირებულ იქნა დახურული ტიპის 36-ზე მეტი საინვესტიციო ფონდი (უმთავრესად ისეთი ფონდები, რომლებიც წარმოადგენენ ერთ ქვეყანას).

აშშ-ს გარეთ საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციებისადმი ყურადღების გაზრდა იყო, აგრეთვე, შთამბეჭდავი. საფონდო ბირჟებმა ევროპაში, იაპონიაში, კანადასა და სხვა ქვეყნებში მოახდინეს თავიანთი სავაჭრო სისტემების აქტიური მოდერნიზება. მოდერნიზაციის ჩარჩოებში ხორციელდება: გადასვლა მოქნილ საკომისიოებზე, სავაჭრო ინსტრუმენტების წარმოებულთა შემოდება (სვოპები, ფიუჩერსები, ოფციონები), ინფორმაციისა და სავაჭრო ოპერაციების კომპიუტერიზაცია, ვაჭრობის საათების რაოდენობის გაზრდა, საერთაშორისო კავშირების გაფართოება.

მეკ-ებმა მიაღწიეს მათი ფასიანი ქალაქების რეგისტრაციას მნიშვნელოვანი რაოდენობის აქციათა ეროვნულ ბაზრებზე. ამავე დროს, მეკ-ებმა ადგილობრვ ინვესტორებს შორის განათავსეს აქციათა პაკეტები თავიანთ საზღვარგარეთულ ფილიალებში (ეს მოხდა ბრაზილიაში, სინგაპურსა და სხვა მიმდებ ქვეყნებში).

ზრდის მიზეზები

საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების სწრაფი ზრდა 80-იან წლებში განპირობებული იყო ფაქტორთა მნიშვნელოვანი რაოდენობით.

ფინანსური ბაზრების დერეგულაცია

1979 წელს დიდმა ბრიტანეთმა გააუქმა სავალუტო კონტროლი, რომელიც მოქმედებდა რამოდენიმე ათწლეულის მანძილზე. მანამდე ბრიტანელი პორტფელური ინვესტორები თავიანთ საზღვარგარეთულ საინვესტიციო ოპერაციებში შემოფარგლულები იყვნენ ე.წ. „საინვესტიციო დოლარის“ ბაზრის გამოყენების აუცილებლობით. მოცემული ბაზარი წარმოადგენდა სპეციალურ სარკმელს სავალუტო ბაზარზე, სადაც ბრიტანელი ინვესტორები ნაღდ ფულზე ყიდდნენ უცხოურ ინვესტიციებს, როდესაც საჭირო იყო საინვესტიციო დოლარების გაყიდვა და სადაც ბრიტანელი ინვესტორები, რომლებსაც სურდათ გაეფართოვებინათ საზღვარგარეთული ინვესტიციები, იძულებულნი იყვნენ ეყიდათ საინვესტიციო დოლარები. 1979 წლიდან ლონდონი ყვავდება, როგორც

პორტფელურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული ოპერაციების ევროპული ცენტრი და ბრიტანელმა ინვესტორებმა მიიღეს საზღვარგარეთული პორტფელური ინვესტიციების განხორციელების თავისუფლება ლონდონის შეუზღუდავი სავალუტო ბაზრის მექანიზმის მეშვეობით. ასეთივენაირად იაპონიამაც მოახდინა ინსტიტუციური ინვესტორების კაპიტალის გამომავალი ნაკადების ლიბერალიზაცია საგადასდელ ბალანსის უდიდესი აქტიური სალდოთი ნაშოვნის დოლარების რეციკლირებისათვის.

ინსტიტუციური ინვეტორების სწრაფვა გააუმჯობესონ საქმიანობის მაჩვენებლები

ინსტიტუციური ინვესტორები (საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები) იმყოფებიან მოწინავე პოზიციებზე საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების აღორძინების საქმეში. ეს განპირობებულია სწრაფით გააუმჯობესონ პორტფელური ინვესტიციების შემოსავლიანობა და მოახდინონ რისკების დივერსიფიცირება.

ძირითადი ვალუტებისათვის მცურავი კურსების სისტემაზე გადასვლა

1975 წლიდან სავალუტო კურსების მნიშვნელოვანმა ცვლილებებმა მიიპყრეს პორტფელურ ინვესტორთა და საინვესტიციო ფონდების ხელმძღვანელთა ყურადღება, რომლებიც ეძებდნენ დამატებით შესაძლებლობებს შემოსავლების ზრდისა და რისკების დივერსიფიკაციის თვალსაზრისით.

პორტფელურ ინვესტიციებზე გამოცემული აკადემიური ლიტერატურის მოცულობის ზრდა

ერთ-ერთ საფუძველს, რომელზეც იქმნება აქტივების პორტფელთა კონტროლისა და რეგულირების სტრატეგია, წარმოადგენს აკადემიური ლიტერატურა საერთაშორისო დივერსიფიკაციისა და აქტივების პორტფელების საკითხში. ამ ლიტერატურის მიმოხილვა წარმოდგენილია მე-19, 20 თავებში გარი მარკოვიცის (Harry Markowitz) ნაშრომიდან დაწყებული, რომელიც მიეძღვნა ეფექტურ პორტფელებს.

დამატება 18.1. ესპანეთი ემზადება „დიდი შოკისათვის“

1989 წლის 28 ივლისი იყო ესპანეთის საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობის ფაქტიურად უცვლელი პრაქტიკის თითქმის 160-წლოვანი პერიოდის უკანასკნელი დღე. ამ დღემდე სავაჭრო მონოპოლიის მქონე საფონდო ბირჟების აღმრიცხველი სააგენტოები ახორციელებდნენ თავიანთ საქმიანობას მადრიდის, ბარსელონას, ვალენსიისა და ბილბაოს საფონდო ბირჟების საოპერაციო დარბაზებში¹, აგრეთვე დებდნენ ინდივიდუალურ გარიგებებს. ეს იყო „დიდი ესპანური შოკი“, რომელიც გახდა ქვეყნის ფინანსური ბაზრის უმნიშვნელოვანესი რეფორმა 1975 წელს გენერალ ფრანკოს სიკვდილის შემდეგ.

1989 წლის 28 ივლისის შემდეგ საფონდო ბირჟების აღმრიცხველი სააგენტოები გარდაქმნილ იქნენ შეზღუდული პასუხისმგებლობის 51 კომპანიად. ახალი ბროკერებისა და სააგენტოების უმრავლესობამ გამოძებნა ძლიერი პარტნიორები, როგორც სამამულო, ისე საზღვარგარეთელი, თავიანთი საბირჟო ოპერაციების დაფინანსებისთვის.

ექვს კვირაში საფონდო ბირჟებმა განიცადეს სრული ტრანსფორმაცია, როგორც საოპერაციო დარბაზების ახალი ელექტრონული მოწყობილობებით აღჭურვის თვალსაზრისით (სამუშაო ადგილებისა და საერთო სარგებლობის ადგილების მოწყობილობა, საინფორმაციო მოწყობილობა და კავშირის საშუალებები), ისე მუშაობის წესების შეცვლის თვალსაზრისით.

ესპანეთის პარლამენტის მიერ დამტკიცებულ აღნიშნულ რეფორმებს ჰქონდა ორი მიზანი: გაეხადათ ბაზრები უფრო გამჭვირვალე და გაეფართოვებინათ ისინი, როგორც გრძელვადიანი სასახო კაპიტალის წყარო მრეწველობისათვის. რეფორმების ჩატარების შემდეგ ოპერაციათა მოცულობის ნახევარზე მეტს საფონდო ბაზარზე ახორციელებენ ინდივიდუალური ინვესტორები, ხოლო ინსტიტუციური ინვესტორების დიდი ნაწილი იძულებული იყო კონკურენცია გაეწია ბანკ-კრედიტორებისათვის. უზრუნველყოფდნენ რა დაფინანსების ალტერნატივას სესხების გაცემის გზით. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის თითქმის 25% მოდის უცხოელ ინვესტორებზე. თუმცა უცხოელი ინვესტორების უმრავლესობა არ მუშაობს ესპანურ ბაზრებზე არასაკმარისი გამჭვირვალობისა და სავაჭრო ოპერაციებით მანიპულირებაში ეჭვის გამო.

მადრიდის საფონდო ბირჟის ოფიციალური წარმომადგენლები ამტკიცებენ, რომ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მეთოდები უნდა შეიცვალოს.

¹ საოპერაციო დარბაზებში დაიშვებიან მხოლოდ ბირჟის წევრები

პირველი: უწყვეტი კომპიუტერული ვაჭრობები უნდა შეიცვალოს ათწუთიანი სესიებით საოპერაციო დარბაზში ოპერაციათა ეფექტური ჩატარების შემსუბუქებისათვის.

მეორე: ლიკვიდურობის გარანტირებისათვის ინვესტორებს სჭირდება ბრუნვის ზრდა.

და ბოლოს: საჭიროა ექსპლუატაციაში ანგარიშსწორებათა მოდერნიზებული სისტემის გაშვება. ინფორმაციის გადაცემისა და კავშირის ელექტრონული საშუალებების გაერთიანებაზე ოთხ ესპანურ საფონდო ბირჟას მიეცა სამი თვე.

საფონდო ბირჟების მოდერნიზაცია და მათი კონკურენტუნარიანობის ზრდა

1975 წელს ნიუ-ორკის საფონდო ბირჟა ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე ფიქსირებული საკომისიოებიდან გადავიდა მოქნილზე. ეს გახდა ამერიკის საფონდო ბირჟებს შორის, აგრეთვე, ამერიკისა და საზღვარგარეთულ ბირჟებს შორის მყარად მზარდი კონკურენციის მიზეზი ბირჟაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდების მოზიდვისათვის და ამ ქაღალდებით ვაჭრობის ზრდისათვის. თავის მხრივ, ეს სიტუაცია გახდა ლონდონში „დიდი შოკის“ მიზეზი, რომლის განმავლობაშიც ლონდონის საფონდო ბირჟა ტრანსფორმირებულ იქნა უფრო თანამედროვე საერთაშორისო ფინანსურ ბირჟად. „დიდი შოკის“ (Big Band) შემდეგ ევროპული კონტინენტური ბირჟები მოდერნიზებულ იქნენ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის დარგში, რომელიც ტრადიციულად კონცენტრირებული იყო ლონდონში. თავისი „დიდი შოკი“ მადრიდის საფონდო ბირჟამ განიცადა 1989 წლის ივლისში (იხ. დამატება 18.1.)

ლიკვიდურობის საერთო ფონდის გაზრდა

საერთაშორისო ინვესტორებისთვის ხელმისაწვდომი საერთაშორისო ლიკვიდურობის საერთო ფონდი გაფართოვდა ევროვალუტის საერთაშორისო ბაზრისა და ეროვნული ფულის ბაზრების ზრდის წყალობით. ამან საშუალება მოგვცა დაგვეჩქარებინა პორფელური ინვესტიციების დაფინანსება, აგრეთვე შეგვეთავაზებინა ფულის ბაზრის ალტერნატივა საერთაშორისო ინვესტორებისათვის, რომლებიც სპეციალიზირებულნი არიან აქციებსა და ობლიგაციებზე.

საგადამხდელო ბალანსთა აქტიური სალდოებისა და დიდი დეფიციტების წარმოქმნა

მრეწველურად განვითარებულმა ქვეყნებმა განიცადეს საგადამხდელო ბალანსების მსხვილი აქტიური სალდოები და ძნელად გასაზომი დეფიციტები. ამ სერიოზულმა ძვრებმა განვითარებული ქვეყნების ფინანსურ მდგომარეობაში აიძულეს მათი მთავრობები შეემუშავებინათ ზომები უცხოური ვალუტის რეციკლირებაზე ან საკუთარი დეფიციტის დაფინანსების, ან აქტიური სალდოს „მონელების“ მიზნით. შედეგად ქვეყნებმა სავაჭრო ბალანსის დიდი აქტიური სალდოთი მიიღეს დეფიციტი საგადამხდელო ბალანსში კაპიტალის მოძრაობის ანგარიშზე, ხოლო ქვეყნებმა სავაჭრო დეფიციტით კი – აქტიური სალდო საგადამხდელო ბალანსში კაპიტალის მოძრაობის ანგარიშზე.

დაბრკოლებები უცხოური ინვესტიციებისთვის

საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების გაფართოება მაინც ხდება მიუხედავად მრავალი არსებული დაბრკოლებისა. არსებობს, როგორც მინიმუმი, ოთხი ძირითადი ფაქტორი, რომელიც აბრკოლებს უცხოურ ინვესტიციებს. მათ მიეკუთვნება: განსხვავებები რისკებში და მათი აღქმა ინვესტორების მიერ; განსხვავებები საბაზრო მექანიზმებში; განსხვავებები იმ ინფორმაციის ხელმისაწვდომობასა და ხარისხში, რომელიც მიეკუთვნება უცხოური ინვესტიციების შესაძლებლობას; განსხვავებები საბუღალტრო სტანდარტებში.

განსხვავებები რისკებში და რისკების აღქმა ინვესტორების მიერ

მართალია თუ არა ის, რომ ინვესტიციების განხორციელება აქციებისა და ობლიგაციების საზღვარგარეთულ ბაზრებზე უფრო სარისკოა, ვიდრე სამამულო ბაზრებზე?

ამ კითხვაზე პასუხისათვის უნდა განვიხილოთ ყველა დამატებითი რისკი საერთაშორისო ინვესტიციებში, რომელიც დაკავშირებულია რისკის ხარისხთან, თვისობრივ ფაქტორებთან და/ან რისკების აღქმასთან ინვესტორების მიერ. ინვესტორის აღქმა ხშირად ეფუძნება ინვესტორის რისკის ბუნების არამკაფიო გაგებასა და ინფორმაციის ნაკლებობას იმ პირობების თაობაზე, რომლებზეც ხორციელდება საზღვარგარეთული ინვესტირება.

გარდა ამისა, საერთაშორისო პორტფელური ინვესტორები შეიძლება მოექცნენ პოლიტიკური რისკების ქვეშ, რომლებიც არ არსებობენ სამამულო ინვესტირების დროს. პოლიტიკური რისკების წმინდა მაგალითს შეიძლება წარმოადგენდეს

მკვეთრი ვარდნა ჰონკონგის საფონდო ბირჟაზე 1989 წლის მაის-ივნისში, რომელიც გამოწვეული იყო მოვლენებით პეკინში ჩატარებული სტუდენტური დემონსტრაციების ირგვლივ. მაშინ ჩინეთის მთავრობამ მოაწყო ხოცვა-ჟლეტა ტიანანმინის მოედანზე და გააჩაღა რეპრესიები დემონსტრაციების მონაწილეთა წინააღმდეგ.

ინვესტორები შეიძლება, აგრეთვე, მოექცნენ სავალუტო რისკის ქვეშ. გირვანქა სტერლინგის ვარდნა 1989 წლის დასაწყისში – სავალუტო რისკის ილუსტრაციაა. გირვანქა სტერლინგის ვარდნას თან სდევდა ლონდონის საფონდო ბაზრის თითქმის თანაბარი ზრდა. საერთაშორისო ინვესტორები ყოველთვის ექცევიან რისკების ქვეშ ვალუტების არასასურველი მოძრაობის შესაბამისად.

კიდევ ერთ დაბრკოლებას საერთაშორისო ინვესტიციებისათვის შეიძლება წარმოადგენდეს ინვესტორების დეღვა საქმიანი და ეკონომიკური რისკების თაობაზე. იმ ინვესტორებისთვის, რომლებიც სპეციალიზირებულნი არიან ჰონკონგისა და სინგაპურის ბაზრებზე, სავალუტო ბაზრების ანალიზის საკითხთა კომპლექსს ემატება საკითხი ამ ქვეყნებში საკუთრების უფლების განვითარების ციკლების შესახებ. საქმიანი აქტივობის ვარდნამ და ნელმა ეკონომიკურმა ზრდამ განვითარებად ქვეყანა-მოვალეებში 1982 წლის სავალო კრიზისის შემდეგ გახადეს ინვესტიციები გრძელვადიანი სასესო კაპიტალის ამ ბაზრებზე გაზრდილი რისკის საგანი.

და ბოლოს, აქციებისა და ობლიგაციების ცალკეულ ბაზრებზე პრობლემა შეიძლება იყოს ლიკვიდურობის რისკი. ზოგიერთ ბაზარს გააჩნია მცირე ბრუნვა და ინვესტორები შეიძლება წააწყდნენ ბაზრის „გამოფიტვას“, რამაც მათი აქციების პაკეტების გაყიდვა ბაზრის არასასურველი მდგომარეობისას შეიძლება გახადოს უფრო ძნელ და ძვირ საქმედ.

განსხვავებები საბაზრო მექანიზმებში

აქციათა ეროვნული ბაზრების მექანიზმები ბევრად განსხვავდება ერთმანეთისაგან. ეს განსხვავებები შეიძლება წარმოადგენდნენ დაბრკოლებას საერთაშორისო ინვესტორებისათვის.

წინა კარში ჩვენ ავლნიშნეთ, რომ ზოგიერთი ბაზარი განიცდის ლიკვიდურობის ნაკლებობას. ამ პრობლემას ამწვავებს ის ფაქტი, რომ აქციების მრავალ ბაზარზე დღიური სავაჭრო აქტივობა კონცენტრირებულია რამდენიმე მსხვილი ფირმის აქციებზე. მაგალითად, იტალიაში, მილანის საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებულია დაახლოებით 150 ფირმის აქციები, მაგრამ მათგან მხოლოდ ორ

დუჟინზე მიმდინარეობს აქტიური ყოველდღიური ვაჭრობა. ერთ-ერთი ასეთი ფირმა – Fiat შეიძლება იკავებდეს მეხუთე ადგილს მოცემული დღისათვის სავაჭრო გარიგებათა მოცულობის მიხედვით. ვაჭრობის ასეთ კონცენტრაციას აქციათა ერთ ან რამდენიმე გამოშვებაზე ადგილი ჰქონდა ბრიუსელში, ამსტერდამსა და ოსლოში. ვაჭრობის მოცულობის ასეთი კონცენტრაცია წარმოადგენს ამ ბაზრებში უცხოური ინვესტორების დაუინტერესებულობის მიზეზს. ნაწილობრივ ნაკლები ინტერესი განპირობებულია წუხილით ლიკვიდურობის ნაკლებობის თაობაზე, აგრეთვე, იმის რწმენით, რომ აქციებით დუნე ვაჭრობის შემთხვევაში ფასების მექანიზმი შეიძლება იყოს არასრულყოფილი.

ასეთი პრობლემა არსებობს იქაც, სადაც საფონდო ბირჟებს არ აქვთ მონოპოლია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე. ასეთ შემთხვევაში არასაბირჟო ვაჭრობა ავიწროებს საბირჟო ვაჭრობის ბაზას. ასეთი სიტუაცია არსებობს იტალიასა და გერმანიაში, სადაც ბანკები თამაშობენ მნიშვნელოვან როლს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში.

ერთი ბაზარი განსხვავდება მეორესაგან ოპერაციებზე ანგარიშსწორებათა უზრუნველყოფითაც. ზოგიერთ შემთხვევაში ანგარიშსწორებები შეიძლება წარმოებდეს ვაჭრობის დღიდან მრავალი დღის შემდეგ. რასაც კავშირი აქვს ფასების „სეზონური“ სტრუქტურის ანომალიასთან, რომელიც საშუალებას გვაძლევს მივიღოთ შემოსავალი ვაჭრობის დღისა და ანგარიშსწორების დღის სხვადასხვაობიდან დროში (ლონდონისა და ჰელსინკის ბირჟებზე).¹

კიდევ ერთი დაბრკოლება საერთაშორისო ინვესტიციებისათვის არის ტრანსაქციური დანახარჯები (გარიგების დადებაზე). ეს დაბრკოლება არსებობს, უმთავრესად, იმ შემთხვევაში, როდესაც ჭარბობს ფიქსირებული საკომისიოები, ხოლო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა იბეგრება გადასახადით საზღვარგარეთ ფულად გადარიცხვებზე და სხვა გადასახადებით. და ბოლოს, კიდევ ერთ დაბრკოლებას საერთაშორისო ინვესტიციებისთვის შეიძლება წარმოადგენდეს სახელმწიფო რეგულირება. ზოგიერთ ქვეყანაში იზღუდება უცხოური ინვესტიციების ოდენობა სამამულო ფირმების აქციათა პაკეტებში (ტაილანდი, მალაიზია) ან ხდება რესტრუქციული ნორმების ან შეზღუდვების დადგენა (სამხრეთ კორეა, ტაივანი)

განსხვავებები ინფორმაციის ხელმისაწვდომობასა და ხარისხში

¹ G. Hawoawoini, European Equity Markets, Price Behavior and Efficiency (New York, NYV Salomon Center, 1984) 137-143

რათა დადოს გარიგება საერთაშორისო ინვესტიციების სირთულისა და დინამიურობის შესაბამისად, ინვესტორს ხელი უნდა მიუწვდებოდეს საჭირო ინფორმაციამდე მუდმივ საფუძველზე. აქციათა საზღვარგარეთული ბაზრების დინამიკაზე თვალყურის დევნებისთვის ინვესტორი საჭიროებს ვრცელ ბაზას, სასურველია ყოველდღიურ საფუძველზე. ეროვნული ფინანსური ბაზრები განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან ინფორმაციის მოცულობით და მისი გავრცელების ხარისხით. ინფორმაციის მოცულობით და მრავალმხრივობით, რომელიც მიეკუთვნება პორტფელური ინვესტორების შესაძლებლობებს, ყველა არსებული ბაზარი წინ უსწრებს სამ უმსხვილეს ცენტრს – ნიუ-ორკს, ლონდონსა და ტოკიოს. სხვა ბაზრები ძლიერ განსხვავდებიან მათგან და ერთმანეთისაგან მოცულობით, უტყუარობით და სიჩქარით, რომლითაც მიეწოდება ინფორმაცია პორტფელური ინვესტიციების შესაძლებლობების მიხედვით.

განსხვავებები საზღვარგარეთულ და ამერიკულ საბუღალტრო სტანდარტებში

საბუღალტრო სტანდარტები და წესები სხვადასხვა ქვეყანაში მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან. ზოგიერთი ქვეყანა, მაგალითად იტალია, მოითხოვს ფირმებისაგან შესაბამისობას ადგილობრივი კანონისადმი საშემოსავლო გადასახადის შესახებ ფინანსური ანგარიშების მომზადების დროს. სხვა ქვეყნები, ისეთები, როგორებიცაა ბრაზილია და ჰოლანდია, მოითხოვენ ფირმებისაგან ფასებისა და მიმდინარე დანახარჯების ცვლილებაზე შესწორების მეტ გამოყენებას, რაც გათვალისწინებულია ამერიკის ბუღალტერიის საყოველთაოდ მიღებული პრინციპებით (GAAP).

საბუღალტრო სტანდარტების შესახებ ინფორმაციის უკმარისობა შეიძლება გამოწვეულ იქნეს მრავალი მიზეზით. მათ მიეკუთვნება:

- 1) ფინანსური ანგარიშების ამოცანებზე შეთანხმების არარსებობა;
- 2) იმ კანონების სხვადასხვა მოთხოვნები, რომლებიც არეგულირებენ სააქტო კომპანიების საქმიანობას, და რომლებიც მიღებულია სხვადასხვა ქვეყანაში;
- 3) გადასახადით დაბეგვრის შესახებ კანონებისა და გადასახდთა დიფერენციალური სისტემების ზემოქმედება;
- 4) განსხვავებები სხვადასხვა ქვეყნის ადგილობრივი პროფესიული ორგანიზაციების ძალებსა და მათი განვითარების ხარისხში.

ამერიკული ფირმები კრებსითი ფინანსური ანგარიშების შედგენისას, ამერიკის GAAP-ს შესაბამისად, მათში შეაქვთ თავიანთი საზღვარგარეთული ქვედანაყოფების საქმიანობის შედეგები. ეს ქმნის ამერიკული ფირმებისათვის GAAP-

ის მოთხოვნების შესაბამისობაში საზღვარგარეთული ფილიალების ორიგინალური ანგარიშგებლობის მოყვანის აუცილებლობას.

საბუღალტრო აღრიცხვის უნიფიცირებული საერთაშორისო სტანდარტების არარსებობა ძალზე სერიოზულ პრობლემებს უქმნის საერთაშორისო ინვესტორებს. 18.3. დამატებაში მოყვანილია ზოგიერთი ძირითადი პრობლემა საბუღალტრო აღრიცხვის დარგში, რომელსაც აწყდებიან საერთაშორისო ინვესტორები. ბუღალტრები იმედოვნებენ, რომ ბოლოს და ბოლოს საბუღალტრო სტანდარტების საერთაშორისო კომიტეტი (IASC) შეძლებს გადაჭრას ეს პრობლემები. მითითებული კომიტეტი, რომლის წევრებია 40-ზე მეტი ქვეყნის პროფესიული საბუღალტრო ორგანიზაციები, ცდილობს შეიმუშაოს ერთიანი საერთაშორისო საბუღალტრო სტანდარტები. IASC-ის საბოლოო მიზნის მიღწევას – საბუღალტრო სტანდარტების საერთაშორისო სისტემის შექმნას – შეეძლო მნიშვნელოვანი წვლილი შეეტანა მთელ მსოფლიოში განსაზღვრული რესურსების ეფექტური განთავსების საქმეში.

მრავალეროვნული კომპანიების (ტერმინი „ტრანსეროვნული კორპორაცია“ ტერმინ „მრავალეროვნული კორპორაციის“ ექვივალენტურია) ფინანსური ანგარიშგებლობის შესწავლის მიზნით კვლევითმა ფირმამ Price Waterhouse ჩაატარა შესაბამისი კვლევა ტრანსეროვნულ კორპორაციებზე გაეროს ცენტრის შეკვეთით, რომლის შედეგები გამოქვეყნებულ იქნა 1991 წელს (იხ. დამატება 18.4). კვლევის მიმდინარეობისას შეისწავლიდნენ მსოფლიოს 23 ქვეყნის 194 ტეკ-სა და სხვა საწარმოების 1987 და 1988 წლების ფინანსურ ანგარიშებს. ამ კვლევის ზოგიერთი შედეგი სხვა ასეთი კვლევის დასკვნებთან ერთად ჩართულ იქნა „გამოქვეყნებული ფინანსური ანგარიშების მსოფლიო მიმოხილვაში“.¹

ორივე კვლევის შედეგები ჰგავს ერთმანეთს. კორპორაციათა უმრავლესობა აქვეყნებს კრებსით ფინანსურ ანგარიშებს², მაგრამ ამ დროს ხშირად არ გამოყოფენ თავიანთ ძირითად შვილობილ ფირმებს. უკანასკნელებს ხშირად არ შეაქვთ თავიანთ კრებსით ანგარიშებში საზღვარგარეთის ფილიალების მონაცემები. ასე, გერმანული ფირმები იძლევიან მხოლოდ თავიანთი ფილიალების მონაცემებს, რომლებიც განლაგებულნი არიან გერმანიაში. ასეთი საწარმოები, აგრეთვე, უხალისოდ იძლევიან საწარმოო ხაზებისა და ქვედანყოფების საქმიან ინფორმაციას. ბელგიისა და იაპონიის შესწავლილი საწარმოების ნახევარი არ

¹ World Survey of Published Account, Tonkin.

² ერთობლივია დედისეული და შვილობილი ფირმებისათვის, რომლებშიც ელიმინირებულია ურთიერთანგარიშსწორებები.

ამულავენებს ქვედანაყოფების მონაცემებს. განვითარებადი ქვეყნების საწარმოები, აგრეთვე, იშვიათად წარმოადგენენ სეგმენტირებულ ანგარიშებს.

ორივე კვლევა ადასტურებს ინფლაციურ საბუღალტრო ანგარიშში დაინტერესებულობის უკმარისობას. კვლევების საერთო შეფასებით, 1980-1988 წლამდე პერიოდში ანგარიშების შედგენის პრაქტიკის სრულყოფა პრაქტიკულად არ მომხდარა.

აქციების წამყვანი ბაზრები

მიმოხილვა

80-იან წლებში გაიზარდა ყურადღება მსოფლიოს აქციების წამყვანი ბაზრებისადმი. დიდი ძალა და ყურადღება დაეთმო ამ ბაზრების ცვლილების, ანალიზისა და ინტერპრეტაციის საკითხებს. ნახ. 18.1-ზე წარმოდგენილია საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციის (სსკ) მონაცემები აქციათა მსოფლიო ბაზრების კაპიტალიზაციის სტრუქტურის შესახებ. ამ მაჩვენებლის გასაზომად, სსკ-ს სისტემის გარდა იყენებენ კვლევითი ორგანიზაცია Morgan Stanley Capital International -ის ალტერნატიულ სისტემებს (საინფორმაციო ბაზა ჰგავს სსკ-ს ბაზას, მაგრამ გროვდება ნაკლები რაოდენობის აქციათა ეროვნული ბაზრების მიხედვით), აგრეთვე, ფირმების Strategies Research International და World-Vest-Base-ის ალტერნატიულ სისტემებს. უკანასკნელები რეგულარულ საფუძველზე წარმოადგენენ აქციათა 21 ეროვნული ბაზრის მონაცემებს.

დამატება 18.3. ძირითადი პრობლემები საბუღალტრო აღრიცხვის დარგში, რომლებიც ხვდება საერთაშორისო ინვესტორებს

კატეგორია	პრობლემის აღწერა
I. საერთაშორისო საბუღალტრო სტანდარტები	1. საბუღალტრო აღრიცხვის უნიფიცირებული სტანდარტების არარსებობა მნიშვნელოვნად ამცირებს ერთი ქვეყნის ფირმების ფინანსური ანგარიშების გამოსადეგობას სხვა ქვეყნების მომხმარებლებისათვის, სადაც მიღებულია სხვა საბუღალტრო სტანდარტები
I A. კრებსითი ფინანსური ანგარიშების	1. საერთაშორისო საქმიანობის მწარმოებელი ფირმების ჯგუფების მიერ კრებსითი ფინანსური ანგარიშების

შედგენის პრაქტიკა

შედგენის პრაქტიკა მნიშვნელოვნად განსხვავდება ერთი ჯგუფიდან მეორემდე. ზოგიერთ ჯგუფს, რომლის შტაბბინები განლაგებულია ცალკეულ ქვეყნებში, თავის კრებისთ ფინანსურ ანგარიშებში არ შეაქვს მონაცემები საზღვარგარეთული ფილიალების საქმიანობის შედეგების შესახებ.

I B. ცნობების პუბლიკაცია ფირმების მიხედვით

1. ფინანსური ანგარიშშეგებლობა და სტანდარტები ფირმების საქმიანობის შესახებ მონაცემების პუბლიკაციაზე არ არის უნიფიცირებული და არაადექვატურია სხვადასხვა ქვეყანაში. მონაცემები ფირმების საქმიანობის შესახებ მოიცავენ: მოგების განსაზღვრას, ანგარიშშეგებლობას ფირმების ქვედანაყოფების მიხედვით, კომპანიების გაერთიანებას, საქმიანობას **სკსსს-ს (ННОКР)** დარგში და ფასთა ცვლილების გავლენას.

II. ოპერაციებისა და გაცვლითი კურსის საბუღალტრო აღრიცხვა

1. მსოფლიოში არსებობს ამ საკითხის ძალზე ბევრი განმარტება.

2. შენაცვლებითი გაცვლითი კურსების სამყაროში ძნელია გაეზომოთ გაცვლითი კურსის ცვლილებებისაგან მიღებული ეკონომიკური ეფექტი ცალკეული ფირმის მიხედვით, რომელიც ახორციელებს ოპერაციებს შვილობილ კომპანიებთან სხვა ქვეყნებში ან სხვა საზღვარგარეთულ ოპერაციებს, აგრეთვე, კურსის ცვლილებებისაგან მიღებული წმინდა ეფექტი მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნებში განლაგებული ურთიერთდაკავშირებული ფირმების სისტემაზე.

3. ზოგიერთ შემთხვევაში მკვეთრი ცვლილებები ვალუტების პარიტეტში არ არის დაკავშირებული შვილობილი ფირმების ოპერაციებთან იმ ქვეყნებში, რომლებიც განიცდიან გაცვლითი კურსის ცვლილებებს.

III. საერთაშორისო რევიზირება

1. რევიზორის ანგარიში რევიზიის ჩატარების სტანდარტებისა და საბუღალტრო ტექნოლოგიის ბაზაზე ერთ ქვეყანაში შეიძლება აღმოჩნდეს ძნელი აღქმისათვის ან არასწორად ინტერპრეტირებული მეორე

ქვეყნის მკითხველების მიერ.

2. რევიზორებისადმი დადგენილი მოთხოვნების პრაქტიკაში განსხვავებების გამო ძნელია შევაფასოთ რევიზიის ჩატარების ხარისხი და სისწორე მეორე ქვეყანაში.

IV. საბუღალტრო აღრიცხვა ინფლაციისთვის

1. სხვადასხვა ქვეყნის ფირმების ფინანსური მდგომარეობისა და მათი საქმიანობის შედეგების შეჯერებულობა საგარეო ფინანსური ანგარიშგებლობისათვის ძნელად მისაღწევია სხვადასხვა ქვეყანაში ინფლაციის დონესა და სტრუქტურულ მახასიათებლებში განსხვავების გამო.

2. ინფლაციური საბუღალტრო აღრიცხვისადმი უნიფიცირებული მიდგომების არარსებობა ხელს უშლის ერთმანეთთან დაუკავშირებელი ფირმების შეჯერებადობას.

წყარო: C.H. Smith & H. Shaichi " Multinational Accounting: Some Methodological Consideration", in F. Choi, ed. Multinational Accounting: Research Framework (Ann Arbor: UMI Research Press, 1981).

დამატება 18.4. მონაცემები საწარმოების მიერ გამჟღავნებული ინფორმაციის სტრუქტურის შესახებ, %

საბუღალტრო აღრიცხვის პოზიცია	გაეროს ცენტრის კვლევის მონაცემები ტეკ-ების შესახებ (194 ტეკ = 100%)	„გამოქვეყნებული ფინანსური ანგარიშების მსოფლიო მიმოხილვის“ მონაცემები (200 ტეკ = 100%)
1. კრებსითი საბალანსო ანგარიში და ანგარიში სამეურნეო საქმიანობის შედეგების შესახებ	95	91
2. ანგარიშის წყაროები და მიზნები	88	90
3. სარეზერვო ანგარიში	94	97

4. ძირითადი შვილობილი კომპანიები	79	78
5. ძირითადი სამიანობის გეოგრაფიული სტრუქტურა	50	62
6. გაყიდვების მოცულობა ეკონომიკური საქმიანობის მიმართულებების მიხედვით	67	76
7. გაყიდვების გეოგრაფიული სტრუქტურა	62	54
8. დანახარჯები დასაქმებულებზე	50	53
9. დასაქმებულთა რაოდენობა	73	90
10. სააღრიცხვო პოლიტიკა	97	98
11. სასაქონლო-მატერიალური მარაგების შეფასებები	90	94
12. ცვეთის დარიცხვის მეთოდები	89	83
13. ამორტიზაციის ნორმა	13	48 ¹
14. საბუღალტრო აღრიცხვა ინფლაციისათვის	12	10
15. უცხოური ვალუტის გადაანგარიშება	87	71 ² ----- 85 ³

¹ სასარგებლო სამსახურის ნორმა და /ან ვადა (წლები).

² ანგარიში სამეურნეო საქმიანობის შედეგების შესახებ.

³ საბალანსო ანგარიში.

წყარო: United Nations Center on Transnational Corporations, International Accounting and Reporting Issues: 1990 Review (New York: United Nations, 1991); 52

ცხრილ 18.1-ში მოყვანილია მონაცემები აქციათა 23 წამყვანი ეროვნული ბაზრის კაპიტალიზაციის შესახებ (გამოანგარიშებულია აშშ-ს დოლარებში) 1982-1991 წლებში მათი განვითარების დინამიკაში.

ნახ. 18.1-ზე მოყვანილია მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციის სტრუქტურის დიაგრამები (გამოანგარიშებულია აშშ-ს დოლარის საფუძველზე) აქციათა 23 ლიდერ ეროვნულ ბაზარზე დაყოფით.

კაპიტალიზაციის უდიდესი მაჩვენებელი გააჩნია აშშ-ს ბაზარს. მეორე ადგილი 1991 წელს მოდიოდა იაპონიის ბაზარზე, ხოლო სამი უმსხვილესი ბაზარი (აშშ,

იაპონია და დიდი ბრიტანეთი) ახდენდა კაპიტალიზაციის ერთობლივი მაჩვენებლის დემონსტრირებას, რომელიც აქციათა მსოფლიო ბაზრის 77%-ის ტოლი იყო. ექვს სხვა ბაზარზე (გერმანია, საფრანგეთი, კანადა, შვეიცარია, ესპანეთი და ნიდერლანდები) მოდიოდა მსოფლიო კაპიტალიზაციის 13,4%, ხოლო დარჩენილი 9% ნაწილდებოდა 15 სხვა ეროვნულ ბაზარს შორის.

ბაზრის კაპიტალიზაცია

აქციათა ბაზრის კაპიტალიზაციის სტრუქტურა აქციათა ეროვნული ბაზრების მიხედვით ვითარდება საკმაოდ დინამიურად, რაზეც მოწმობს ცხრილი 18.1, რომელშიც წარმოდგენილია 23 ლიდერი ბაზრის კაპიტალიზაციის მაჩვენებლები 1982-1991 წლებში. მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციაში წილის ცვლილებები წარმოადგენენ:

- სავალუტო კურსების თანაფარდობათა შეცვლის;
- საფონდო ბირჟებზე ახალი ფირმების ფასიანი ქაღალდების დაშვების ხარჯზე ცალკეული ბაზრების გაფართოების;
- პრივატიზირებული ფირმების აქციათა პრივატიზაციისა და ლისტინგის;
- ადგილობრივი ვალუტების კურსის ზრდის, როგორც ეროვნულ ეკონომიკაში სასურველი ტენდენციების შედეგს.

ცხრილიდან 18.1 ჩანს, რომ ბაზრის კაპიტალიზაციის წილის ყველაზე მნიშვნელოვანი ცვლილებები შეეხო აშშ-სა და იაპონიას. ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში ასახულია ეს ცვლილებები: იაპონიის წილის ზრდა 16,1%-დან 1982 წელს 29,1%-მდე 1991 წელს და აშშ-ს წილის შემცირება 56,9%-დან 1982 წელს 38,8%-მდე 1991 წელს. ამ „გადანაწილების“ მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება ახსნილ იქნეს დოლარის გაუფასურებით იენის მიმართ. 1988 წელს იაპონიის ბაზრის წილმა აქციათა 23 ლიდერი ბაზრის საერთო კაპიტალიზაციაში შეადგინა 41,6% (აშშ-ს – 29,7%), თუმცა აღნიშნული წლიდან იაპონიის ბაზრის წილმა დაიწყო შემცირება და ამერიკის ბაზარი ისევ გავიდა პირველ ადგილზე ამ მაჩვენებლის მიხედვით, თანაც 1984 წლიდან 1994 წლამდე პერიოდში აშშ-ს ბაზრის ნამატმა კაპიტალიზაციის საერთო ღირებულებებრივ მოცულობაში შეადგინა 125%.

ქვეყანა	1982წ	1991წ
იაპონია	16,1%	29,1%
დიდი ბრიტანეთი	7,3%	9,3%
აშშ	56,9%	38,8%

ორი სხვა ქვეყანა, რომლებმაც მოახდინეს მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციაში თავიანთი ბაზრების წილის ზრდის დემონსტრირება, გახდა ესპანეთი და საფრანგეთი. საფრანგეთის შემთხვევაში დიდი როლი საბაზრო კაპიტალიზაციის ზრდაში ითამაშეს პრივატიზაციებმა და სასურველმა ტენდენციებმა ქვეყნის ეკონომიკაში. ესპანეთის აქციათა ბაზარმა „ითამაშა“ „საერთო ბაზარში“ შესვლაზე და ქვეყნის ეკონომიკის ზრდის მყარ ტემპებზე. 1982-1991 წლებში გერმანიისა და შვეიცარიის აქციათა ბაზრებმა მოახდინეს კაპიტალიზაციის ზრდის დემონსტრირება, თუმცა მათი წილის ზრდა აქციათა მსოფლიო ბაზრის საერთო კაპიტალიზაციაში იყო მოკრძალებული.

ორგანიზაცია და წევრობა

ჰავავინი (Hawawini) განასხვავებს საფონდო ბირჟების ორგანიზაციის სამ ფორმას.¹ პირველი ფორმა – თვითრეგულირებადი ბირჟები, რომლებიც იმყოფებიან კერძო მფლობელობაში. ამ ტიპის ბირჟებს მიეკუთვნებიან ნიუ-ორკის, ლონდონისა და ამსტერდამის საფონდო ბირჟები. ლონდონი და ამსტერდამი თავისუფალნი არიან სახელმწიფო რეგულირებისაგან. კერძოდ, ლონდონში „დიდი შოკის“ დროს შემუშავებულ იქნა თვითრეგულაციის ყოველმხრივი სისტემა. მეორე ფორმაა სახელმწიფოს მიერ კონტროლირებადი დაწესებულებები. ამ მოდელის მიხედვით აკრძალულია ევროპული საფონდო ბირჟების მნიშვნელოვანი რაოდენობა (საფრანგეთი, იტალია, ბელგია). ამ ინსტიტუტების კონტროლირება ხდება ამერიკის ფასიანი ქაღალდების და ბირჟების კომისიის მსგავსი სპეციალურად შექმნილი სახელმწიფო ორგანოების მიერ. და ბოლოს, არსებობს ნახევრად დამოუკიდებელი ბირჟები, ისეთები, როგორებიც გერმანიაშია. ეს ბირჟები შედარებით თავისუფალნი არიან იმისათვის, რომ მიიღონ საკუთარი წესები და ინსტრუქციები, რომლებსაც, თუმცა ამტკიცებს სახელმწიფო და ისინი შეიძლება გადაისინჯოს მის მიერ. ეროვნული საფონდო ბირჟები განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან ბროკერებისა და დილერების როლთან მიმართებაში. ბროკერების, როგორც აგენტებისა და პარტნიორების ფუნქციაა – ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა კლიენტების ბრძანებით, დებულობენ რა ამისათვის საკომისიოებს. ბროკერები არ ყიდულობენ და არ ყიდიან ფასიან ქაღალდებს საკუთარ ხარჯზე. დილერები მოქმედებენ საკუთარ ხარჯზე როგორც იურიდიული და ფიზიკური პირები. ისინი „აკეთებენ

¹ Hawawini, op cit., p. 25

ბაზრებს¹, ფლობენ რა აქციათა მარაგს, რომლებსაც ისინი ყიდულობენ და ყიდიან, აკმაყოფილებენ რა მოთხოვნას. დილერი ახდენს ყიდვა-გაყიდვის ფასების (და მათ შორის სხვაობის) კორექტირებას, არეგულირებს რა ამრიგად საკუთარი ფასიანი ქაღალდების მარაგის ოდენობას. დილერის მოგება მიიღება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ფასთა სხვაობიდან, აგრეთვე, მარაგში არსებული ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ცვლილებიდან.

ზოგიერთ საფონდო ბირჟაზე ბირჟების წევრ-ფირმებს ნება ეძლევათ იმოქმედონ მხოლოდ როგორც ბროკერებმა. ასეთი პრაქტიკის ტიპური მაგალითებია პარიზის, ბრიუსელის, მილანის ბირჟები. სხვა ბირჟებზე მათ წევრებს ნება ეძლევათ შეასრულონ როგორც ბროკერების, ისე დილერების ფუნქციები. ასეთ „ორმაგ როლში“ მომქმედი ბირჟების წევრები მუშაობენ გერმანიისა და ნიდერლანდების ბაზრებზე, აგრეთვე, ნიუ-ორკის საფონდო ბირჟაზე (ე.წ. სპეციალისტები²). ლონდონის საფონდო ბირჟის წევრებს „დიდ შოკამდე“ შეეძლოთ მოქმედება მხოლოდ რომელიმე ერთ როლში. „დიდი შოკის“ შემდეგ ეს წესი შეიცვალა, რამაც ბროკერებს საშუალება მისცა შეენარჩუნებინათ საბაზრო ოპერაციების უწყვეტობა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაზე მათი მოქმედების საშუალებით.

უმრავლეს ბირჟაზე ბანკებს არ ეძლევათ ნება იყვნენ მათი წევრები. გამონაკლისია გერმანია და ავსტრია, სადაც მსხვილი ბანკები თამაშობენ ცენტრალურ როლს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში. იტალიის ბანკები, აგრეთვე, აქტიურად ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას, მაგრამ ისინი ვაჭრობენ ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟების საოპერაციო დარბაზების გარეთ (სადაც დაიშვებიან მხოლოდ ბირჟის წევრები). ეს პრაქტიკა შესაძლებელია იმიტომ, რომ იტალიის საფონდო ბირჟებს არ გააჩნიათ მონოპოლიური პოზიციები ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში.

ფასების დონის დადგენა

ძირითადად არსებობს საფონდო ბირჟებზე ფასების დონის სამი სისტემა. პირველი მოქმედებს დიდი რაოდენობის ბაზრებზე, სადაც დილერების მონაწილეობა გამორიცხებულია, ხოლო ფასებს ადგენენ აუქციონების სისტემის საშუალებით (პარიზი, ბრიუსელი, მილანი). ბროკერები ათანაბრებენ თითოეულ ფასიან ქაღალდზე ყიდვის ან გაყიდვის შესახებ ბრძანებების საერთო მოცულობას

¹ ე.ი. მუდმივად ახდენენ ფასების კორექტირებას გარიგებაში შესვლის მზადყოფნით.

² ბროკერები, რომლებიც მოქმედებენ საკუთარ ხარჯზე და კლიენტების დავალებით და რომლებიც სპეციალიზირებულნი არიან განსაზღვრული სახის ფასიან ქაღალდებზე

და ფასი დგება იმ დონეზე, რომელიც საშუალებას მისცემს მათ გაცვალონ ყველაზე დიდი რაოდენობის აქცია. გათანაბრების პროცესი შეიძლება განხორციელდეს ბირჟის მოსამსახურეების მიერ, რომლებიც ახდენენ ფასიან ქაღალდზე ყველა ბროკერის ბრძანებების აგრეგირებას, ან პერიოდული „ხმოვანი“¹ აუქციონის საშუალებით.

მეორე უკიდურესობა ითვალისწინებს ჯობერების² (დილერების) გამოყენებას მათთვის გადაცემულ აქციებზე საბაზრო ოპერაციების უწყვეტობის უზრუნველსაყოფად ისე, როგორც ლონდონშია. და ბოლოს, არსებობს ბირჟები (ისეთები, როგორებიც გერმანიასა და ნიდერლანდებშია), სადაც ზოგიერთ მათ წევრს ნება ეძლევა იმოქმედოს როგორც ბროკერის, ისე დილერის როლში. საწყის ფასებს ადგენენ პარიზის საფონდო ბირჟაზე მოქმედის მსგავსი „ხმოვანი“ აუქციონით. აქციებზე, რომლებიც წარმოადგენენ ყოველდღიური გარიგებების ობიექტს (და რომლებზეც ქვეყნდება ყოველდღიური კოტირება) ფასების თავდაპირველი დადგენის შემდეგ ხორციელდება უწყვეტი ვაჭრობა აუქციონებსა და დილერების მოქმედების კომბინაციის მეშვეობით.

აქციათა ზოგიერთი ბაზრის მიმოხილვა

ქვემოთ მოცემულია მრეწველურად განვითარებულ ქვეყნებში აქციათა ათი უმსხვილესი ბაზრის განხილვა, მოკლე აღწერა და ანალიზი. შემდეგ მოცემულია რამდენიმე აღმოცენებული საფონდო ბაზრის შესწავლის შედეგები.

ჩვენი მიმოხილვის დასაწყისში ცხრილ 18.2.-ის სახით მოგვყავს სტატისტიკური მონაცემები და მათი შედარებითი ანალიზი აქციათა ათი უმსხვილესი ბაზრის მიხედვით. ბაზრის კაპიტალიზაციის მაჩვენებლების მიხედვით პირველი სამი უმსხვილესი ბაზარი დამამუხრუჭებელ გავლენას ახდენს დანარჩენი შვიდი ბაზრის განვითარებაზე. აშშ-ს ბაზრის კაპიტალიზაცია 10-ჯერ აღემატება გერმანიის ბაზრის იმავე მაჩვენებელს, ხოლო იაპონიის ბაზრის კაპიტალიზაცია 30-ჯერ მეტია, ვიდრე ეს დამახასიათებელია იტალიის ბაზრისათვის. თუ ჩვენ შევადარებთ ბაზრის კაპიტალიზაციას მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) ოდენობას, მაშინ აღმოვაჩინოთ, რომ იაპონიასა და დიდ ბრიტანეთს აქვთ ბაზრის კაპიტალიზაციის ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი, რომლებიც თითოეულ შემთხვევაში შეადგენენ მშპ-ს 100%-ზე მეტს. აშშ-ს ბაზრის კაპიტალიზაცია შეადგენს მშპ-ს მხოლოდ 42%-ს, რაც ძალზე ახლოსაა კანადისთვის, ავსტრალიისა და შვეიცარიისთვის

¹ საბირჟო გარიგებების დადება ბირჟის სავაჭრო დარბაზში ხმით ან ქუსტით

² სპეკულანტი საფონდო ბირჟაზე, პროფესიონალი მებირჟე (რომელიც დებს გარიგებებს საკუთარ ხარჯზე).

გამოანგარიშებულ ანალოგიურ მაჩვენებელთან. ისეთი სამი ქვეყნის ბაზრებზე, როგორებიცაა იტალია, გერმანია და საფრანგეთი, აღინიშნება ბაზრის კაპიტალიზაციის დაბალი მაჩვენებლები მშპ-ს მიმართ.

აქციების ბაზართა უმრავლესობის ყოველწლიური ბრუნვა იმავე ბაზრების კაპიტალიზაციაზე დაბალია (ცხრილი 18.2, სვეტი 3). მხოლოდ შვეიცარიის აქციათა ბაზრის ყოველწლიური ბრუნვა 2,67 ჯერ აღემატება ამ ბაზრის კაპიტალიზაციას. 1982 წლიდან დაწყებული, აქციათა უმრავლეს ბაზარზე აღინიშნება მათი კაპიტალიზაციის მაჩვენებლებთან ყოველწლიური ბრუნვის შეფარდების ზრდა. ასე მაგალითად, ნიდერლანდების ბაზარზე ყოველწლიური ბრუნვა გასამმაგდა 1980-იანი წლების შუა პერიოდში, ხოლო დიდი ბრიტანეთში ის გაორმაგდა.

ისეთი მაჩვენებელი, როგორც უცხოური აქციების ლისტინგია, ზოგიერთი ქვეყნის ბაზრებზე ძალზე მნიშვნელოვანია (მაგალითად, შვეიცარიის, ნიდერლანდების ბაზრები), საკმაოდ მნიშვნელოვანი (გფრ), მნიშვნელოვანი მხოლოდ ზოგიერთ შემთხვევაში (საკმაოდ მცირე რაოდენობის ბაზრებისათვის: ავსტრალია, იაპონია) და უმნიშვნელო ერთ შემთხვევაში (ცხრილი 18.2 სვეტები 5-6). დიდ ბრიტანეთს გააჩნია ყველაზე მეტი რაოდენობის უცხოური ლისტინგი (512). 1980-იან წლებში აქციათა თითქმის ყველა ბაზარი კონკურირებდა ერთმანეთს შორის უცხოური აქციების ლისტინგების ფლობისთვის და მათი შესაბამისი გაცვლიდან ბრუნვის მიღებისათვის.

ინსტიტუციური ინვესტორები მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ მრავალ ამ საფონდო ბირჟაზე. მე-7 სვეტში ასახული ის ხარისხი, რომელამდეც მიაღწიეს საპენსიო ფონდებმა უცხოურ პორფელურ ინვესტიციებზე. უმრავლეს შემთხვევაში აქტიურობა უცხოურ ინვესტირებაზე აღმოჩნდება ხოლმე ზომიერი ან დიდი და ამ დროს ის იზრდება მაღალი ტემპებით. ლიდერობენ დიდი ბრიტანეთის საპენსიო ფონდები, სულ ცოტათი ჩამორჩებიან ლიდერისაგან ავსტრალიის, ნიდერლანდებისა და იაპონიის საპენსიო ფონდები. აქტიურობა უცხოურ კაპიტალდაბანდებათა დარგში წარმოადგენს იმ ხარისხის მნიშვნელოვან მაჩვენებელს, რომლითაც საპენსიო ფონდების ჯგუფების ფასიან ქაღალდთა ბაზარი შეიძლება ინტეგრირებულ იქნეს ჩვეულებრივ აქციათა ბაზრების გლობალურ სისტემაში.

და ბოლოს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრები განსხვავდებიან საკურსო ღირებულების კონცენტრაციით. ცხრილ 18.2-ში (სვეტი 9) შვეიცარია ახდენს მაქსიმალური კონცენტრაციის დემონსტრირებას, რომლის დროს კაპიტალიზაციის

დაახლოებით ნახევარი მოდის 10 უმსხვილესი ბაზრის აქციებზე. ყველაზე ნაკლები კონცენტრაცია აღინიშნება აშშ-ში.

აშშ-ს აქციების ბაზარი

1986 წლამდე აშშ-ს აქციების ბაზარი ითვლებოდა პირველ ბაზრად ბაზრის კაპიტალიზაციის დარგში. მას შემდეგ მას გაასწრო იაპონიის ბაზარმა, თუმცა ამას მოჰყვა რევანში (1990 წელს). აშშ-ს ბაზარი ემსახურება სხვა ქვეყნებს მოდელად, რომელსაც ღირს მივბაძოთ. მრავალ შემთხვევაში აქციათა ბაზრების ოფიციალური წარმომადგენლები დასავლეთ ევროპის ქვეყნებიდან, წყნარი ოკენისა და ლათინური ამერიკის ქვეყნებიდან ჩადიოდნენ აშშ-ში იმის შესასწავლად, თუ როგორაა სტრუქტურირებული აშშ-ს საბაზრო სისტემა და როგორ ფუნქციონირებს ის.

აშშ-ს ბაზარს, როგორც ჩანს, შეუძლებელია გაეუსწროთ გამჭირვალობისა და ლიკვიდურობის მაჩვენებლების მიხედვით. ხელმისაწვდომობის მაღალი ხარისხით გამოირჩევიან საბაზრო გარიგებები და მათ საფუძველში მდებარე საინფორმაციო ბაზა, რომელიც იძლევა სწორედ ბიძგს ამ ოპერაციებისკენ. ასეთი გარიგებების შესახებ აცნობებენ პოტენციურ ინვესტორებს არხების რთული ქსელით, რომლებიც მიეკუთვნებიან როგორც ბაზარს (აქციათა ბაზრების კავშირის ხაზები), ისე დამოუკიდებელი არიან ბაზრისაგან (ინფორმაციის საშუალებები). ლიკვიდურობის მაღალი ხარისხი აადვილებს შეთანხმებათა და საცალო გარიგებათა მსხვილი ბლოკების განხორციელებას.

1980-იანი წლების განმავლობაში მიმოქცევაში გამოშვებულ აქციათა ყოველწლიური დაფარვის ღირებულებრივი გამოხატულება აღემატებოდა საშუალოდ 100 მლრდ. დოლარს. მიუხედავად ამისა, ბაზრის კაპიტალიზაცია გაიზარდა 2324 მლრდ დოლარიდან 1985 წელს 4180 მლრდ. დოლარამდე 1991 წელს. ეს დაფარვა ხორციელდებოდა ადრე გაყიდული აქციების განმეორებითი ყიდვის, კომპანიების შთანთქმისა და შერწყმის და სხვა კორპორაციული რესტრუქტურიზაციების შედეგად.

დიდი ბრიტანეთის აქციათა ბაზარი

ტრადიციულად დიდი ბრიტანეთის აქციათა ბაზრისთვის დამახასიათებელი იყო გარკვეული ინტერნაციონალური სულისკვეთება. ეს საერთაშორისო ორიენტაცია გაძლიერდა 1979 წელს სავალუტო კონტროლის მოხსნის შემდეგ. 1986 წლის შემოდგომისათვის ბირჟაზე რეგისტრირებული იყო მსოფლიოს, სულ მცირე

37 ქვეყნის კომპანიებისა და სახელმწიფო სააგენტოების ფასიანი ქაღალდები. ამ დროს ვაჭრობისათვის რეგისტრირებული იყო უცხოური აქციების 512 გამოშვება (იხ. ცხრილი 18.2.) ლონდონის საერთაშორისო საფონდო ბირჟას ეკავა მესამე ადგილი მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციის მიხედვით (1003 მლრდ. დოლ. 1991 წლის დეკემბერში). მოთხოვნები ცნობების წარმოდგენისადმი საკმაოდ დეტალიზებულია და ზოგადად შეიძლება შევადაროთ აშშ-ში მოქმედ მოთხოვნებს. ლონდონის საერთაშორისო საფონდო ბირჟა მოითხოვს, რომ დიდი ბრიტანეთის ფარგლებს გარეთ რეგისტრირებული კომპანიების ანგარიშები შედგენილი იყოს ანგარიშების წარმოების საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისად, რომლებიც ჩამოყალიბებულია საბუღალტრო სტანდარტების საერთაშორისო კომიტეტის მიერ.

ლონდონის ბაზარმა განიცადა ცვლილებები „დიდ შოკთან“ – 1986 წლის ნოემბერში ლონდონის საფონდო ბირჟის რეორგანიზაციის ჩატარებასთან დაკავშირებით. ამ დროს მიღებულ იქნა კანონი ფინანსური მომსახურების შესახებ, რომელმაც თითქმის მთლიანად შეცვალა საფონდო ბირჟაზე ოპერაციების ჩატარების მეთოდი. კანონმა დაადგინა ახალი წესები ინვესტორის დასაცავად, გადაარქვა ბირჟას (საერთაშორისო საფონდო ბირჟა) იმისათვის, რომ ხაზი გაესვა გაზრდილი სწრაფვისათვის ექციათ ლონდონის ბაზარი აქციებით ვაჭრობის საერთაშორისო მექანიზმად, აგრეთვე, განხორციელდა რიგი ორგანიზაციული ცვლილებები.

ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ორგანიზაციული ცვლილება იყო ბროკერებსა და ჯობერებს შორის განსხვავებების მოხსნა. ამ ცვლილების შეტანასთან ერთად დადგა პასუხისმგებლობაც იმაზე, რომ ის ფირმები, რომლებიც ახორციელებენ ფინანსურ მომსახურებას, უფლებამოსილნი ყოფილიყვნენ გაეყიდათ და გაეცვალათ ინვესტირების პროდუქტები და გაემჟღავნებინათ ინვესტორებისათვის საჭირო ინფორმაცია ამ პროდუქტების შეფასების შესაძლებლობის მისაცემად.

კანონმა ფინანსური მომსახურების შესახებ დააფუძნა ფასიანი ქაღალდებისა და ინვესტიციების სამმართველო (SIB). ეს სამმართველო იმყოფება ვაჭრობისა და მრეწველობის სამინისტროს გამგებლობაში. SIB ახდენს ხუთი თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის (SRO) საქმიანობის კოორდინირებას, რომლებიც აძლევენ ფირმებს ნებართვებს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციების ჩატარებაზე, ინვესტიციების მართვაზე, ფიუნქერსული გარიგებებისა და ოფციონების განხორციელებაზე, აგრეთვე, ფინანსური შუამავლების როლის შესრულებაზე, ე.ი. ნებას რთავენ დაკავდნენ საინვესტიციო საქმიანობით ლონდონში. SIB-მა, აგრეთვე, უნდა მოახდინოს ინვესტიციათა ბაზრების მუშაობის სანქციონირება ლონდონში

(საერთაშორისო საფონდო ბირჟისა და ლონდონის ფინანსური ფიუჩერსების საერთაშორისო ბირჟისა). SRO-ს მიერ ინვესტიციების დარგში ფირმის საქმიანობის მოწონება ბაზირებდა ინდივიდუალურ აქტიურობაზე. ამიტომ, შესაძლებელია, ფირმა იყოს ერთზე მეტი SRO-ს წევრი. მაგალითად, „დიდი შოკის“ შემდეგ, კლეინვორტ ბენსონს (Kleinwort Benson) დასჭირდა ყოფილიყო ხუთივე SRO-ს წევრი, ამავე დროს წლიური ანარიცხების ოდენობა ამ ორგანიზაციებში წევრობისათვის შეადგენდა 200 000 გირვანქა სტერლინგს.

„დიდ შოკთან“ ერთად შემოდებულ იქნა ეკრანული ტიპის საბირჟო კოტირებების ელექტრონული სისტემა იმისათვის, რომ უფრო მცირე ბროკერულმა ფირმებმა შეძლონ უფრო მსხვილ ფირმებში გამოცხადებული გაყიდვების უპირატესობათა გამოყენება საკუთარი რისკის შემცირების მიზნით.

დიდი ბიძგი ლონდონის ბაზრის ზრდისათვის დაკავშირებულია ტექნიკის მთავრობის მსხვილმასშტაბიან პრივატიზაციის პროგრამის განხორციელებასთან. მის შედეგად ინდივიდუალური აქციონერების რაოდენობამ მიაღწია რამდენიმე მილიონ ახალ ინვესტორს, მნიშვნელოვნად იქნა გაფართოებული ლონდონის ბაზარზე კოტირებადი აქციების ბაზა

იაპონიის აქციათა ბაზარი

ტოკიოს საფონდო ბირჟა (TSE) ერთ-ერთი იმ რვა ბაზართაგანია, რომლებიც არსებობენ იაპონიაში. ის ამუშავებს იაპონიაში განხორციელებული ყველა სავაჭრო ოპერაციის მოცულობის 80%-ზე მეტს. TSE შედგება სამი სექტორისაგან, ამავე დროს ყველაზე ადრე წარმოქმნილი პირველი სექტორი – ძირითადია, მასზე მოდის ბაზრის კაპიტალიზაციის 96%. მეორე სექტორი ამუშავებს ფასიანი ქაღალდების ახალ გამოშვებებს და ახორციელებს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს, რომლებიც არ იყიდება საცალოდ. მესამე სექტორში მიმდინარეობს იმ ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა, რომლებიც იყიდება საცალოდ. (TSE) ხასიათდება საქონელბრუნვის ყველაზე დიდი მოცულობით მსოფლიოში და 1986 წელს გაყიდვების მოცულობა შეადგენდა ბაზრის კაპიტალიზაციის 56% (იხ. ცხრილი 18.2., სვეტი 3). ბაზარზე რეგისტრირებული სამამულო კომპანიების რაოდენობა შეადგენს 1499.

ტოკიოს საფონდო ბირჟის ბაზრის ცვალებადობა აიხსნება რამდენიმე მიზეზით. კომპანიებს შორის ძალზე ხშირად აღინიშნება ფასიანი ქაღალდების გადამკვეთი ფლობა. გარკვეულწილად ასეთი გადამკვეთი ფლობა დაკავშირებულია ბიზნეს-ჯგუფების (კეირეცუ) არსებობასთან. მუშაობის ასეთი ორგანიზაცია

ზრდავს აშშ-სთვის დამახასიათებელი კომპანიების კორპორაციული შერწყმის შესაძლებლობას.

ფასიანი ქაღალდების ოთხ უმსხვილეს სავაჭრო ფირმაზე იაპონიაში მოდის საფონდო ბაზარზე მთელი საქმიანი აქტივობის ნახევარზე მეტი. ამ ოთხ სავაჭრო ფირმას გააჩნია მნიშვნელოვანი გავლენა ტოკიოს ბაზარზე. იაპონიაში საბაზრო ოპერაციების მონიტორინგი არ გამოიყენება ისე აქტიურად, როგორც ეს მიღებულია აშშ-ში. კაპიტალის ნამატისაგან მიღებული შემოსავლები, ჩვეულებრივ, თავისუფალია გადასახადით დაბეგერისაგან.

არსებობს უამრავი განსხვავება იაპონიისა და ამერიკის ფასიანი ქაღალდების ბაზრებს შორის. ჯერ ერთი, იაპონიაში საბაზრო ფასის შეფარდება სუფთა მოგებასთან გაცილებით მაღალია. გარკვეულწილად ეს დაკავშირებულია განსხვავებასთან ოფიციალური ანგარიშგებლობის წარმოებაში (არა კრებსითი ფინანსური ანგარიში) და ფარული ძირითადი კაპიტალის არსებობასთან. მეორეც, საპროცენტო განაკვეთის მოძრაობასა და სხვა ეკონომიკურ მაჩვენებლებს, როგორც ჩანს, არ გააჩნიათ ისეთი გავლენა ბაზარზე, როგორც აღინიშნება აშშ-ში. და ბოლოს, ინვესტორები, რომლებიც ვაჭრობენ სპეკულაციური შემოსავლებისათვის, დომინირებენ იაპონიის საფონდო ბაზარზე. მას შემდეგ რაც 1980-იან წლებში ფასები იაპონურ აქციებზე გაიზარდა, შემოსავალი ფასიან ქაღალდებზე გახდა წონადი.

გერმანიის აქციათა ბაზარი

გერმანიის აქციათა ბაზარს უკავია მეოთხე ადგილი კაპიტალიზაციის მიხედვით აქციათა წამყვან ბაზრებს შორის. ფასიანი ქაღალდების დასავლეთ გერმანული ბაზარი შედარებით სუსტად რეგულირდება სხვა განვითარებული ქვეყნების უმრავლესობის ბაზრებთან შედარებით. ფედერალურ საკანონმდებლო სისტემასთან ერთად, შესაბამისი მიწების (მხარეების) მთავრობებს მინიჭებული აქვთ შესაბამისი იურიდიული უფლებამოსილებები მათ შტატებში საფონდო ბირჟების ორგანიზაციასა და ზედამხედველობაზე. ამიტომ ფედერალური მთავრობა ახორციელებს მინიმალურ კონტროლს, და საფონდო ბირჟები თვით-რეგულირებადია. კანონი საფონდო ბირჟებს შესახებ ანიჭებს ბირჟებს იურიდიულ უფლებებს ფასების დანიშვნაზე, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციაზე, წევრობასა და თაღლითური ოპერაციების თავიდან აცილებაზე.

აშშ-ს პრაქტიკისაგან განსხვავებით, გერმანიაში არ არსებობს შეზღუდვები საბანკო საქმიანობაზე ფასიანი ქაღალდების დარგში. ბანკები თავისუფალდ

დებულობენ მონაწილეობას ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებში საინვესტიციო და კომერციულ ბანკებს შორის ყოველგვარი განსხვავების გარეშე. ამიტომ გერმანიის დიდ ბანკებს მიენიჭა უნივერსალური ბანკების სახელწოდება. გერმანიის ბანკები ფუნქციონირებენ როგორც თავმდები-გარანტები ფასიან ქაღალდებზე, შუამავლები, მოსახლეობის საბროკერო დავალებების შესრულების ჩათვლით. გერმანიაში არ არსებობენ ისეთი საჯარო ბროკერები, რომლებიც საყოველთაოდ არიან მიღებული აშშ-ს საფონდო ბაზარზე.

მოთხოვნები საბირჟო პროსპექტებში ცნობების წარმოდგენისადმი დაფუძნებულია საფონდო ბირჟების შესახებ კანონის დებულებებისა და სარეგისტრაციოდ ფასიანი ქაღალდების დაშვების თაობაზე შეტყობინების დებულებაზე. დებულება წარმოადგენს ფედერალური ხელისუფლების მიერ გამოყენებულ წესს, რომელიც ადგენს კომიტეტების ვალდებულებებს საფონდო ბირჟაზე რეგისტრაციის თაობაზე, აგრეთვე, აყალიბებს იმ სტანდარტებს, რომლებიც უნდა გამოიყენონ ამ კომიტეტებმა. ეს სტანდარტები მოიცავენ საფონდო ბირჟაზე ოფიციალური სავაჭრო საქმიანობის სფეროს. საფონდო ბირჟების გარეთ განხორციელებული სავაჭრო გარიგებები მინიმალურად რეგულირდება. ამის შედეგად ბაზარზე მოქმედებს შედარებით ნაკლები მარეგულირებელი წესი, ვიდრე ცალკეულ ბირჟაზე.

გერმანიაში არსებობს რვა რეგიონალური საფონდო ბირჟა, რომელთაგან ყველაზე მსხვილია ფრანკფურტის, რომლის წილზე მოდის ყველა ბირჟაზე საერთო ბრუნვის 50%-ზე მეტი. დიუსელდორფის საფონდო ბირჟას უკავია მეორე ადგილი, მის წილზე მოდის მთელი ბრუნვის 30%. საფონდო ბირჟებზე ასრულებენ შემდეგ ოპერაციებს: 1) ოფიციალურ გარიგებებს; 2) რეგულირებად არაოფიციალურ საბაზრო ოპერაციებს; 3) თავისუფალ საბაზრო ოპერაციებს (იხ. დამატება 18.5). ოფიციალურად რეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდებისათვის საჭიროა საბირჟო პროსპექტის არსებობა (უფრო მსხვილი ფირმებისთვის). ოფიციალურ ფასებს ნიშნავენ საკურსო მაკლერები, რომლებიც აწყობენ გარიგებებს ბირჟის წევრებს შორის. რეგულირებადი გარიგებების დადება ხდება საფონდო ბაზარზე ბანკებს და/ან „თავისუფალ“ მაკლერებს შორის. „თავისუფალი“ მაკლერები (არაოფიციალური ბროკერები) მონაწილეობენ ძირითადად არაოფიციალურ გარიგებებში ბირჟის წევრებს შორის. ბანკები, არიან რა, აგრეთვე, ბირჟის წევრები, ახორციელებენ კავშირს საფონდო ბირჟის სავაჭრო დარბაზსა და ხალხს შორის.

გარიგებები შეიძლება იყოს არასაბირჟო (ბანკები ცვლიან წარმომადგენლობით ფასიან ქაღალდებს ნაღდ ფულზე). ფასები ქვეყნდება „თავისუფალი“ მაკლერების მიერ და კერძო საინფორმაციო ბიულეტენებში. არ არის მოთხოვნა იმის შესახებ, რომ რეგისტრირებულ აქციებთან დაკავშირებული გარიგებები ტარდებოდეს მხოლოდ საბირჟო კოტირებით და ასეთი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება შექმნილ იქნეს არარეგულირებად, არაოფიციალურ ბაზარზე. რეგულირებადი „თავისუფალი“ ბაზარი, ან უბრალოდ რეგულირებადი ბაზარი შეიქმნა 1987 წელს. ამასთან, მთავრობა იმედოვნებს – წახალისოს მოცემულ ბაზარზე საშუალო კომპანიების გასვლა.

დამატება 18.5. საქმიანობის სფეროები გფრ აქციათა ბაზარზე

1. *ოფიციალური გარიგებები.* კანონში საფონდო ბირჟების შესახებ და დებულებაში სარეგისტრაციოდ ფასიანი ქაღალდების დაშვების თაობაზე შეტყობინების შესახებ შეკრებილია საკანონმდებლო ბაზა ოფიციალური ვაჭრობისათვის ფასიანი ქაღალდების დასაშვებად. დაშვების ძირითადი პირობები შემდეგია:

A. სარეგისტრაციოდ შეთავაზებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების საერთო მოცულობა არ უნდა იყოს 2,5 მლნ. გფრ-ის მარკაზე ნაკლები მოსალოდნელი საკურსო ღირებულებით.

B. ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი უნდა არსებობდეს როგორც კომპანია, სულ მცირე, უკანასკნელი 3 წლის განმავლობაში

C. სარეგისტრაციოდ შეთავაზებული აქციები უნდა იყოს ფართო წრის პირთა საკუთრებაში. აქციათა საერთო წლიური მოცულობის, სულ მცირე, 25% უნდა იმყოფებოდეს თავისუფალ მიმოქცევაში.

D. განაცხადი რეგისტრაციაზე უნდა მიეკუთვნებოდეს ერთი და იგივე კლასის ყველა აქციას.

E. პროსპექტი უნდა შეიცავდეს შესაბამის დეტალებს.

F. ემიტენტმა უნდა გამოაქვეყნოს შუალედური ანგარიში.

2. *რეგულირებადი არაოფიციალური საბაზრო ოპერაციები.* საკანონმდებლო ბაზა რეგულირებად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისათვის დადგენილია კანონში საფონდო ბირჟების შესახებ და საფონდო ბირჟის წესებში. ძირითადი პირობები ამ დროს ასეთია:

A. ბაზარზე წარმოდგენილ უნდა იქნეს მინიმალური კაპიტალი ნომინალური ღირებულებით – 0,5 მლნ გფრ მარკა.

B. კომპანიის ანგარიში გამოქვეყნებულ უნდა იქნეს მანამ, სანამ წარმოდგენილი იქნება ფასიანი ქაღალდები. ის შეიძლება იყოს არა ისეთი დაწვრილებითი, როგორც პროსპექტი, მაგრამ უნდა ვრცელდებოდეს უფასოდ.

3. თავისუფალი საბაზრო ოპერაციები. თავისუფალი ბაზარი მოწოდებულია უბრალოდ მოემსახუროს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით დადებულ გარიგებებს. თავისუფალ ბაზარზე მოქმედებს სპეციფიკური წესები, რომლებიც მოწონებულია ფრანკფურტის ფასიანი ქაღალდების დილერთა ასოციაციის მიერ. თავისუფალი ბაზრისთვის არსებობს ძალზე ცოტა ფორმალური მოთხოვნა რეგისტრაციისადმი. სარეგისტრაციოდ დაშვება შეიძლება არ იყოს წარმოდგენილი ემიტენტის წინააღმდეგობის შემთხვევაში.

წყარო: Frankfurter Wertpapierbörse, History, Organization. Operation. (Frankfurt: Frankfurt Stock Exchange, 1990)

გარკვეულწილად გერმანიის აქციათა ბაზარს ჯერ კიდევ არ მიუღწევია თავისი სრული განვითარებისათვის. ეს შეიძლება ახსნილ იქნეს რამდენიმე მიზეზით. ჯერ ერთი, არა ყველა პოტენციური სამამულო კორპორაციული კლიენტი იყენებს გერმანიის აქციათა ბაზარს, რადგან, მათი აზრით, საბანკო სესხები ფიქსირებული პროცენტებით იძლევა კაპიტალისათვის საკმაოდ ხელსაყრელ საპროცენტო განაკვეთებს. მეორეც, ტრადიციები დანაზოგთა დარგში გერმანიაში ჩამოყალიბდა ისე, რომ უპირატესობა ენიჭება არალიკვიდურ აქტივებს, საბანკო დეპოზიტების ჩათვლით და საბანკო ობლიგაციებს. ამ ტიპის აქტივებს მინიმუმამდე დაჰყავთ ინდივიდუალური ინვესტორის მონაწილეობით გაწეული გავლენა. მესამეც, გერმანიის კაპიტალის დიდი ნაწილი მიემართებოდა საპენსიო შემნახველი ანგარიშების უზრუნველყოფის ინტერესებში სოციალური უზრუნველყოფის ყოველსმომცველი სისტემით. 1980-იანი წლების განმავლობაში სულ უფრო ყურადღება ეთმობოდა სპეციალური საინვესტიციო ფონდების განვითარებას, რომლებიც იზიდავდნენ ბანკების, სადაზღვევო კომპანიებისა და საპენსიო ფონდების ფონდებს. 1983-1987 წლებში ამ ორგანიზაციების მიერ ახალ ინვესტიციებზე სამრეწველო საწარმოების აქტივებში მიმართული ფონდების მოცულობა გაიზარდა 4 მლრდ.-დან 17 მლრდ. მარკამდე. და ბოლოს, კომპანიების აქციათა დიდი ნაწილი იმყოფება უნივერსალური ბანკების ხელში, რაც ავიწროვებს შესაძლო საინვესტიციო და სავაჭრო საქმიანობის სფეროს არასაბანკო მონაწილეებისთვის.

საფრანგეთის აქციათა ბაზარი

1980-იანი წლების განმავლობაში საფრანგეთის აქციათა ბაზარზე შეინიშნებოდა განვითარების ხელსაყრელი პერიოდი. საქმიანი აქტივობის ეს ზრდა, შესაძლოა, განპირობებული ყოფილიყო ხელისუფლებაში კონსერვატიული მთავრობის მოსვლითა და მათ მიერ პრივატიზაციის პროგრამის შემოღებით, კომპანიათა შერწყმითა და ქვეყანაში პოზიტიური ეკონომიკური კლიმატის დამყარებით. 1978 წ. მთავრობამ პოზიტიური ცვლილებები შეიტანა გადასახადით დაბეგვრის სისტემაში, საშუალება მისცა რა მიეღოთ გამოქვითვა გადასახადით დაბეგრილი შემოსავლიდან ხელახლა გამოშვებულ აქციებსა და ცვლადი კაპიტალის მქონე საინვესტიციო საზოგადოებებში (SICAV) ინვესტირებული სახსრებისათვის. უკანასკნელები წარმოადგენენ ფასიანი ქაღალდების ინვესტირებით დაკავებული ღია ტიპის საინვესტიციო კომპანიებს.

კაპიტალიზაციის დონის მიხედვით მსოფლიოში მეხუთე ადგილზე მყოფ საფრანგეთის აქციათა ბაზარს, აგრეთვე, შეიძლება ეამყებოდეს მეორე ადგილი აშშ-ს შემდეგ ინდივიდუალური აქციონერების რაოდენობის მიხედვით (9,5 მლნ. ინდივიდუალური ინვესტორი აქციათა ბაზარსა და ფიქსირებული განაკვეთის მქონე ობლიგაციათა ბაზარზე).

საფრანგეთში ფუნქციონირებს შვიდი საფონდო ბირჟა, მაგრამ დომინირებადი მდგომარეობა უკავია პარიზის საფონდო ბირჟას, რომლის წილზე მოდის ამ ქვეყნის აქციათა ბაზარზე შესრულებული, რეგისტრირებულ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული მთელი სავაჭრო ოპერაციების 98%. რეგიონალური საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობენ ადგილობრივი მნიშვნელობის ფასიანი ქაღალდებით. თითოეულ საფონდო ბირჟაზე არსებობს სამი სხვადასხვა ბაზარი: ფასიანი ქაღალდების ოფიციალური კოტირება, მეორე ბაზარი (ე.ი. ბაზარი შესუსტებული მოთხოვნებით) და მეორადი ბაზარი (ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ბაზარი). კანონმდებლობიდ თანახმად, ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდი შეიძლება წარმოდგენილ იქნეს გასაყიდად მხოლოდ ერთ ბაზარზე.

ვაჭრობა ბირჟებზე შეზღუდულია ბირჟის ბროკერების საქმიანობით, რომლებსაც შეუძლიათ ყიდვა-გაყიდვის გარიგებათა დადება მხოლოდ კლიენტებისათვის და არა საკუთარი ხარჯით. ბირჟის ბროკერების საქმიანობა ლიცენზირდება ფინანსთა მინისტრის მიერ პროფესიის მიხედვით გამოცდების ჩაბარების შემდეგ. არ არსებობს მთავრობის მხრიდან ბირჟის ბროკერების საქმიანობის პირდაპირი კოორდინაცია, თუმცა მთავრობა ახდენს რევიზორების,

კაპიტალდაბანდებათა საკითხებში კონსულტანტებისა და ბროკერ-შუამავლების მუშაობის ინსპექტირებას.

1980-იანი წლების დანმავლობაში გაყიდვათა მოცულობის ზრდამ მიგვიყვანა დაძაბულობის ზრდამდე საფრანგეთის საფონდო ბირჟის მუშაობაში, რომლის შედეგად საჭირო ხდებოდა ზოგიერთი გარიგების შემუშავების გადაგზავნა ლონდონში ან სხვა ცენტრებში. 1989 წელს პარიზის ბაზარზე შეინიშნებოდა საკუთარი „დიდი შოკი“. ამ დრომდე დიდი ბანკები ლობირებდნენ ბირჟაზე წვდომას იმიტომ, რომ მათ თავდაპირველად ეკუთვნოდათ ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებულ სავაჭრო გარიგებებზე შეკვეთების დიდი ნაწილი. პარიზის საფონდო ბირჟის რეფორმამ საგარეო ინვესტორებისთვის გახსნა ბროკერების საკუთრების შესაძლებლობები და ითვალისწინებდა ბირჟის ბროკერებისთვის საკომისიოების მოქნილ სისტემას.

კანადის აქციათა ბაზარი

კაპიტალიზაციის დონის მიხედვით კანადის აქციათა ბაზარს უკავია მეექვსე ადგილი მსოფლიოში (იხ. ცხრ. 18.2), ამასთან, 1991 წლის ბოლოს კაპიტალიზაცია აღწევდა 266 მლრდ. დოლ. ვაანალიზებთ რა ამ მაჩვენებელს, უნდა გვახსოვდეს, რომ აქციათა კანადური ბაზრის აბსოლუტური ოდენობა ხელოვნურად შეზღუდულია იმით, რომ უცხოურ საინვესტიციო კომპანიებს გააჩნიათ აქციათა საკონტროლო პაკეტის უდიდესი წილი. მიახლოებითი შეფასებით, ამერიკული კომპანიების წილზე მოდის კანადურ მრეწველობაში ინვესტიციების მოცულობა, რომელიც ინვესტიციათა საერთო მოცულობის 40–50%-ის ექვივალენტურია. თუკი ეს აქციები იქნებოდა რეგისტრირებული და თავისუფლად გაიყიდებოდა კანადის სხვადასხვა საფონდო ბირჟაზე, კანადის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კაპიტალიზაციის მოცულობა შეიძლებოდა მნიშველოვნად მეტი ყოფილიყო.

კანადის საფონდო ბაზრის საქმიანი აქტივობის ცენტრმა გადაინაცვლა ტორონტოში. ოცი წლის წინათ კანადის ფინანსური დედაქალაქი იყო მონრეალი, მაგრამ 1970-იან წლებში პროვინციის მთავრობამ გამოაცხადა, რომ ყველა საქმიანი ოპერაცია განხორციელდებულ უნდა იქნეს ფრანგულ ენაზე, კვებეკის პროვინციის ოფიციალურ ენაზე. ვითვალისწინებთ რა მტკიცე კვანძებს, რომლებიც კანადის ფინანსურ ბაზრებს აკავშირებენ ნიუ-ორკთან და ლონდონთან, ინგლისურისაგან განსხვავებულ ენაზე საქმის წარმოების ამ განკარგულებას შეხვდა სასტიკი წინააღმდეგობა. შედეგად მთავრობის ამ დეკრეტმა გამოიწვია მონრეალიდან ონტარიოს პროვინციაში განლაგებულ ინგლისურენოვან ქალაქ ტორონტოში ბიზნესმენების

მასობრივი წასვლა. ამჟამად ტორონტოს საფონდო ბირჟაზე ხორციელდება კანადის საფონდო ბაზრის მთელი ოპერაციების 80%.

კანადის საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობა ხდება ორიდან ერთ-ერთი ხერხით: მყიდველისა და გამყიდველის პირდაპირი კონტრაქტის მეთოდით, ან კომპიუტერული სავაჭრო სისტემის საშუალებით. ეს სისტემა შემუშავებულ იქნა 1970-იანი წლების ბოლოს მისი მონაწილე ფირმების მოთხოვნათა ელექტრონული დამუშავებისთვის.

1987 წ. ოქტომბრის საბირჟო კრახამდე მცირე ხნით ადრე შესუსტებულ იქნა კანადაში ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის სტრუქტურის მმართველი კანონები. კანონმდებლობაში ცვლილებებით დაშვებულ იქნა ბროკერ/დილერების უცხოური მფლობელობა, აგრეთვე, ბანკებისთვის ფასიანი ქაღალდების ფლობა. კანადურმა ბანკებმა შეისყიდეს საბროკერო და სადილერო ფირმების უმრავლესობა, ამავე დროს, ზოგიერთი ბროკერ/დილერი ნაწილობრივ იმყოფებოდა უცხოურ მფლობელობაში.

ორი ფაქტორი გამოიყოფა აქციათა კანადური ბაზრის მდგომარეობის განხილვის დროს. ჯერ ერთი, კანადის ეკონომიკა, აგრეთვე, მრავალი კომპანია, რომელთა აქციები მასზე იყიდება, ძლიერაა დამოკიდებული ბუნებრივი კომპლექსის დარგების საქმიანობაზე (ნავთობმრეწველობა, სასარგებლო წიაღისეულის მოპოვება, სოფლის მეურნეობა). მეორეც, არსებობს აქციათა კანადურ და ამერიკულ ბაზრებს შორის ჩადებულ კაპიტალზე მოგებაში მჭიდრო კორელაციის ტენდენცია. რთულია ვიპოვოთ უფრო მჭიდრო ურთიერთკავშირის მაგალითი. შედეგად, ამერიკელ ინვესტორებს, ცდილობენ რა შეამცირონ რისკი თავიანთი ფასიანი ქაღალდების პორტფელისათვის, შეუძლიათ ჩათვალონ ნაკლებად მიმზიდველად კანადის ბაზარი სხვა ბაზრებთან შედარებით, რომლებისთვისაც დამახასიათებელი აშშ-ს ბაზართან ჩადებულ კაპიტალზე მოგების ნაკლები ურთიერთკავშირი.

ნიდერლანდების აქციათა ბაზარი

1991წ. ბოლოს ამსტერდამის საფონდო ბირჟას გააჩნდა ბაზრის კაპიტალიზაციის მაჩვენებლები, რომელიც აღემატებოდა 169 მლრდ. დოლარს, რამაც საშუალება მისცა მას დაეკავებინა მერვე ადგილი მსოფლიოში აქციათა მოწინავე ბაზრებს შორის. ამსტერდამის ბაზრებზე რეგისტრირებულია 242 უცხოური კომპანია, რაც შეადგენს მათი საერთო რაოდენობის 47,7%. ეს მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია. ამსტერდამის საფონდო

ბირჟა ცნობილია, როგორც ერთ-ერთი ყველაზე ინტერნაციონალური ბირჟა მსოფლიოში, იქ არ არსებობს შეზღუდვები აქციათა უცხოურ ფლობაზე. მაშინ, როდესაც ბაზრის კაპიტალიზაციისადმი პროცენტულ მიმართებაში ბირჟაზე გარიგებათა მოცულობის მიხედვით ის ჩამორჩება მხოლოდ შვეიცარიას (1986 წ. კაპიტალიზაციის 81%), ეს ანალიზი შეიძლება მცდარი აღმოჩნდეს. კაპიტალიზაციისა და ბაზრის ბრუნვის უდიდესი პროცენტი თავმოყრილია მცირე რაოდენობის კომპანიათა ხელში. ბაზრის კაპიტალიზაციის თითქმის 70% კონცენტრირებულია მხოლოდ ათი კომპანიის აქციებში. ბაზრის კაპიტალიზაციის მესამედზე მეტი ეკუთვნის ერთ კომპანიას – Royal Dutch Petroleum.

ამსტერდამის საფონდო ბირჟის საქმიანობა მაღალეფექტურია. ეს ცხადი გახდა 1987 წ. ოქტომბრის საბირჟო კრახიდან ერთი კვირის შემდეგ. ვაჭრობათა უპროცედენტო მოცულობათა პერიოდში ამსტერდამის საფონდო ბირჟა ფუნქციონირებდა მშვიდად. არ იყო არანაირი შეფერხება ვაჭრობაში, არ იყო არანაირი კრიზისიც კონვერსიული და დეპოზიტური ოპერაციების ან გადავადების გაფორმებაში კლირინგის ან გადახდების შესრულებისას. უცხოური აქციების გაყიდვის გზით ლიკვიდურობის მაძიებელი ინვესტორები შეიძლება დარწმუნდნენ, რომ ამსტერდამის ბაზარს შეუძლია მათი მიწოდებების შთანთქმა.

ამსტერდამის საფონდო ბირჟაზე არ არსებობს კომპანიის შთანთქმის მოვლენები მისი დირექტორების სურვილის საწინააღმდეგოდ. ჰოლანდიური კომპანიების უმრავლესობა ამის საპირისპიროდ დაცულია მათ კორპორაციულ კანონში შთანთქმის დამაბრკოლებელი შესაბამისი მექანიზმების არსებობით. ამჟამად ნიდერლანდებში მიდის კორპორაციის შესახებ კანონის გადასინჯვის აქტიური განხილვა, რომელიც მიმართული იქნება კომპანიათა შთანთქმის პროცესის გამარტივებაზე. საფონდო ბირჟების საზოგადოებათა ზოგიერთი წევრი მხარს უჭერს ასეთ ლიბერალიზაციას, ამას ხსნიან იმით, რომ აქციონერები ამგვარად იქნებიან დაცულნი ძალზე კონსერვატიული მართვისაგან, რასაც მიყვებათ აქციათა მიმზიდველობისა და მათი ღირებულების ზრდამდე.

ავსტრალიის აქციათა ბაზარი

ავსტრალიაში არსებობს ცხრა საფონდო ბირჟა. მათგან ყველაზე დიდია სიდნეისა და მელბურნის საფონდო ბირჟები, რომელთა წილზე მოდის საერთო ბრუნვის 95%. ბაზრის კაპიტალიზაციის ტერმინებში, სიდნეის საფონდო ბირჟა მეტერთმეტეა მსოფლიოში. 1991 წ. სიდნეის საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციამ გადააჭარბა 144 მლრდ. დოლ. ბაზრის კაპიტალიზაცია შეადგენდა ქვეყნის მშპ-ს

დაახლოებით 46%, ხოლო კაპიტალიზაციის პროცენტებში ეს წარმოადგენს სიდიდით მესამე ფარდობას მსოფლიოს მოწინავე საფონდო ბაზრებს შორის. ბრუნვა კაპიტალიზაციიდან მიღებულ პროცენტებში იყო ყველაზე დაბალი ათ ყველაზე მოწინავე ბაზრებს შორის.

უცხოური ინვესტიციები თამაშობენ წამყვან როლს აქციათა ავსტრალიურ ბაზარზე, მათ წილზე მოდის მთელი ინვესტიციების დაახლოებით 10%. უცხოური ინვესტიციების რეგულირების სამმართველო (FIBR), ავსტრალიური კავშირის კონსულტაციური ორგანო თვალყურს ადევნებს უცხოურ ინვესტირებას ქვეყანაში. FIBR-თვის ინტერესის საგანს წარმოადგენს ისეთი გარიგებები, როგორებიცაა უცხოური ფირმების მიერ ავსტრალიური კომპანიების ფონდების შექმნა, ავსტრალიური კორპორაციების კაპიტალში მნიშვნელოვანი წილის შექმნა: შემოთავაზებები ინვესტირებაზე, რომელიც აღემატება 5 მლნ. დოლ.; უცხოეთის სახელმწიფოების მთავრობების ან სხვა სასაგენტოების მიერ პირდაპირი ინვესტიციები. საფონდო ბირჟებზე არ არის შეზღუდვები, რომლებსაც შემოაქვთ სავალუტო კონტროლი ქვეყანაში დროებით მაცხოვრებელი პირების მიერ წარმოებულ გარიგებებზე.

ეკონომიკური ფაქტორები ყველაზე შესამჩნევ ზეგავლენას ახდენენ გრძელვადიანი სასახო კაპიტალის ავსტრალიურ ბაზრებზე. უცხოელი ინვესტორები, ჩვეულებრივ, ახდენენ ავსტრალიური დოლარის პერსპექტივების აწონ-დაწონვას. და, თავის მხრივ ავსტრალიური დოლარის პოზიციები შეიძლება განმტკიცებულ იქნეს მიმდინარე ოპერაციებზე საგადასახადო ბალანსში ცვლილებათა ხარჯზე, აგრეთვე, პროცენტის განაკვეთის ცვლილებათა ხარჯზე. იმასთან დაკავშირებით, რომ ავსტრალია დამოკიდებულია უცხოურ კაპიტალზე, შეინიშნება ტენდენცია სხვა ქვეყნების ფინანსურ ბაზრებთან მიმართებაში უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთების დადგენისადმი იმისათვის, რომ დაფარულ იქნეს საგადამხდელო ბალანსის მიმდინარე მუხლების მრავალწლიანი დეფიციტი. საგადამხდელო ბალანსის მიმდინარე მუხლები არის ზეწოლის საგანი, ავსტრალიის, როგორც ქვეყანა-ექსპორტიორის მდგომარეობიდან გამომდინარე. არის რა ბუნებრივი რესურსების (ქვანახშირი, მარცვლეული, რკინის მადანი, ხორცი, მატყლი) ექსპორტიორი, ავსტრალიას შეუძლია ამ სექტორებში მსოფლიო ბაზრის მდგომარეობაზე ზეგავლენის მოხდენა. მოცემული სასაქონლო ბაზრების სუსტ მდგომარეობას მიუყვართ საგადამხდელო ბალანსის მიმდინარე დეფიციტის ზრდამდე, რაც გვაიძულებს გაზრდილ იქნეს პროცენტის განაკვეთები და

მიყვევართ არასტაბილურობამდე აქციათა ბაზრებზე, აგრეთვე, სავალუტო ბაზარზე.

შვეიცარიის აქციათა ბაზარი

მაშინ, როდესაც შვეიცარიის აქციათა ბაზარს უკავია მხოლოდ მეშვიდე ადგილი ბაზრის კაპიტალიზაციის მიხედვით, მისი მნიშვნელობა გლობალური ფინანსური სისტემისათვის გაცილებით მეტია. მოცემული ბაზრის მნიშვნელობა ვლინდება: 1) ბაზრის მაღალ ბრუნვაში (26% 1988 წ.); 2) რეგისტრირებული უცხოური კომპანიების დიდ წარმომადგენლობაში (194, ანუ საერთო რაოდენობის 54%).

ერთი ფაქტორი ამსგავსებს შვეიცარიის და გერმანიის აქციათა ბაზრებს ერთმანეთთან: კომერციული ბანკები თამაშობენ მნიშვნელოვან როლს ბაზარზე გარიგებათა ინიცირებისას. შვეიცარიის ბანკები წარმოადგენენ კლიენტების ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სასარგებლოდ ციურიხისა და სხვა ბაზრებზე რეგისტრირებული აქციების დიდი ბლოკების მფლობელებსა და მმართველებს, მაშინ როდესაც გერმანიის ბანკები წარმოადგენენ გერმანულ კომპანიებში აქციათა დიდი ბლოკების მფლობელებს ამ კომპანიებში თავიანთი ინტერესების წარმოდგენისა და მათთვის ფინანსური დახმარების გაწევის საფუძველზე.

შვეიცარიაში არ არსებობს ფედერალური კანონი, რომელიც კრძალავს ან ზღუდავს უცხოური ფირმების ან იურიდიული პირების მონაწილეობას ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ გარიგებებში კომერციულ საფუძველზე. ციურიხსა და ბაზელში საჭიროა კანტონის ლიცენზიის არსებობა ფასიან ქაღალდებთან კომერციულ აქტივობაში მონაწილეობისათვის.

შვეიცარიის საფონდო ბირჟაზე ხდება რამდენიმე ტიპის აქციებით ვაჭრობა. რეგისტრირებული აქციების მფლობელები, ჩვეულებრივ, არიან შვეიცარელი ინვესტორები (და მხოლოდ მათ აქვთ ამის უფლება). წარმომდგენის აქციათა შექმნა, ჩვეულებრივ, შეუძლიათ უცხოელ ინვესტორებს. გარკვეულწილად ეს შეზღუდვები იცავენ შვეიცარიის კომპანიებს არასასურველი შთანთქმის მცდელობებისაგან.

შვეიცარიაში ძირითადი საფონდო ბირჟები განლაგებულია ჟენევაში, ბაზელსა და ციურიხში. მნიშვნელოვანი მოცულობით აქციებით ვაჭრობა ხდება საფონდო ბირჟების ფარგლებს გარეთ, ძირითადად ბანკებისა და ფინანსური დაწესებულებების მიერ. ქვეყანაში არ არსებობს კოტირების სისტემის ან არარეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების ოფიციალური ბაზარი. ვორბორსის

(Vorborse) ბაზარი წარმოადგენს ციურიხის საფონდო ბირჟაზე მათი ოფიციალური რეგისტრაციის წინ აქციებით ვაჭრობის ჩასატარებლად განკუთვნილ არაოფიციალურ ბაზარს, ხოლო აუსერბორსის (Ausserborse) ბაზარი არის არაოფიციალური ბაზარი, რომელზეც დომინირებს კორპორაცია Swiss Bank და ფირმა Volksbank Willisau-ის ლუცერნის განყოფილება.

როგორც ნებისმიერი სხვა შვეიცარიული ფირმა კომპანია Nestle განსხვავებებს აკეთებდა რეგისტრირებულ აქციებსა (მხოლოდ სამამულო ინვესტორებისთვის მისაწვდომი) და წარმომდგენის აქციებს შორის (უცხოელი ინვესტორებისთვის მისაწვდომი). 1989 წლამდე Nestle ანაწილებდა თავის აქციებს იმდაგვარად, რომ მათი ორი მესამედი მოდიოდა რეგისტრირებულ აქციებზე, რომელთა მფლობელები იყვნენ მხოლოდ შვეიცარიელი ინვესტორები, ხოლო ერთი მესამედი მოდიოდა წარმომდგენის აქციებზე ან თავისუფალდ მიმოქცევად ფასიან ქაღალდებზე, რომელთა მფლობელები შეიძლებოდა ყოფილიყვნენ უცხოელი ინვესტორები. ორივე აქციათა მფლობელებს ხმის თანაბარი უფლება ჰქონდათ. დროთა განმავლობაში წარმომდგენის აქციათა ღირებულება იზრდებოდა უფრო სწრაფად, ვიდრე რეგისტრირებული აქციების ღირებულება. 1987 წ. ოქტომბრის საბირჟო კრახამდე მცირე ხნით ადრე უცხოელი ინვესტორებისთვის წარმომდგენის ერთი აქცია ღირდა 11450 შვეიცარიული ფრანკი (7230 დოლ.), ე.ი. კომპანიისთვის მოჰქონდა 21-ჯერადი წმინდა მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ. შედარებისთვის: რეგისტრირებული აქცია ღირდა 5500 შვეიცარიული ფრანკი (3450 დოლ.), ე.ი. კომპანიისთვის მოჰქონდა 10-ჯერადი წმინდა მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ.

1988 წ. ნოემბერში ფირმა Nestle-მ გადაწყვიტა მოეხდინა თავისი აქციების ბაზრის „ლიბერალიზება“ უცხოელებისათვის თავისი რეგისტრირებული აქციების შესყიდვის უფლების შეთავაზების გზით. შედეგად წარმომდგენის აქციების ფასი დაეცა, ხოლო რეგისტრირებულ აქციათა ფასმა მოიმატა (ცხრ. 18.3.). მრავალი უცხოელი ინვესტორი ჩავარდა წარმომდგენის აქციებით. აქციათა ფასში ცვლილებები 1987 წ. ოქტომბრიდან 1989 წ. მარტის ჩათვლით პერიოდში ასახულია ქვემოთ ცხრ. 18.3.-ში. სამამულო აქციონერებს, რეგისტრირებული აქციების მფლობელებს უხაროდათ მათი ფასის ზრდა, მაშინ როდესაც წარმომდგენის აქციათა მფლობელი უცხოელი ინვესტორები განიცდიდნენ მათი ფასების ვარდნას.

იტალიის აქციათა ბაზარი

იტალიის აქციათა ბაზარზე ლიდერის პოზიცია უკავია მილანის საფონდო ბირჟას, რომლის წილზე მოდის მთელი სავაჭრო ოპერაციების 90%. 1988წ. ბაზრის კაპიტალიზაცია შეადგენდა მშპ-ს მხოლოდ 14%, რაც ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი იყო აქციათა ათ მოწინავე ბაზარს შორის (იხ. ცხრ. 18.2). მიუხედავად ამისა, 1980-იანი წლების განმავლობაში ამ ქვეყნის აქციათა ბაზარი მნიშვნელოვნად გაიზარდა, ნაწილობრივ სასახო ფონდების შემოღების ხარჯზე.

წევრობა საფონდო ბირჟებზე შეზღუდულია ბირჟის ბროკერების მიერ, რომლებსაც ნიშნავს სახელმწიფო საზინა შესაბამისი გამოცდის ჩაბარების შემდეგ. მაკონტროლებელ ორგანოს წარმოადგენს Commissione Nazionale per la Societa e la Borsa (ფასიან ქაღალდებისა და ბირჟების ეროვნული კომისია, CONSOB), ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების ამერიკული კომისიის იტალიური ექვივალენტი. CONSOB ორგანიზებულ იქნა 1974წ.

აქციათა იტალიური ბაზრის ფუნქციონირებაში არსებობს მრავალი პრობლემა. ჯერ ერთი, არაეფექტური სამთავრობო რეგულირება. ეს პრობლემა დაკავშირებულია იმასთან, რომ დიდი რაოდენობით საფონდო ოპერაციები ხდება ოფიციალური ბირჟის გარეთ. საფონდო ბირჟის გამოყენება არ არის აუცილებელი. მეორეც, ბანკები და დილერები ვაჭრობენ ფასიანი ქაღალდებით თავიანთი საკუთარი პორტფელებიდან და, ჩვეულებრივ, იზიდავენ ბროკერებს ოფიციალური ბირჟიდან მხოლოდ მაშინ, როდესაც შეკვეთები აღემატება მათ შესაძლებლობებს მათ შესრულებაზე. ასეთი ორმაგი ბაზრის არსებობა წარმოადგენს სერიოზულ პრობლემას, რადგან იტალია იბრძვის ვაჭრობის საკუთარი სისტემის განახლებისა და მოდერნიზაციისთვის. მესამეც, იტალიის ზოგიერთი საფონდო ბირჟა კარგავს სავაჭრო ბრუნვებს ლონდონის ბირჟის სასარგებლოდ, განსაკუთრებით 1989წ. ლონდონის ბირჟაზე გარიგებათა კომპიუტერული დამუშავების სისტემაში გაუმჯობესებათა შემოღების შემდეგ. და ბოლოს, მუდმივად იგვიანებს ინფორმაცია, რომელიც ეხება იტალიურ კომპანიებს. ჩვეულებრივ წლიური ანგარიშების გამოშვება ხდება ფინანსური წლის დასრულებიდან 9-10 თვის შემდეგ.

აქციათა იტალიურ ბაზარზე შედარებით მცირე რაოდენობის გარიგებები იდება. ეს მდგომარეობა ასახულია ცხრ. 18.2-ის 8 სვეტში, სადაც ჩანს, რომ საქონელბრუნვა მხოლოდ უმნიშვნელოდ აღემატება მშპ-ს 8%-ს. რეგისტრირებული კომპანიებიდან მხოლოდ მესამედი ვაჭრობს იქ რაიმე მუდმივი საფუძვლით. და მაშინ, როდესაც სამამულო დანახოების დონე მაღალია და შეადგენს 24%-ს შემოსავლებიდან, რომლებსაც ფლობს მოსახლეობა გადასახადების გადახდის შემდეგ, იტალიელთა ოჯახები ამ დანაგროვები თანხის დიდ ნაწილს დებენ

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესყიდვაში, რომლებიც იძლევიან შემოსავალს ორნიშნა საპროცენტო განაკვეთის სახით. სამთავრობო ბიუჯეტის დეფიციტის მაღალი დონესა და ნასესხობებში სახელმწიფოს მოთხოვნილებას გააჩნია ფასიანი ქაღალდების სახით სააქციო კაპიტალზე ინვესტორების მოთხოვნის გამოძევების ეფექტი. მაგალითად, მრეწველობის რეკონსტრუქციის ინსტიტუტმა (IRI), სახელმწიფო სამრეწველო კოლდინგ-კომპანიამ, შეიძინა აქციათა დიდი პაკეტი ეკონომიკის სამრეწველო სექტორში საწარმოებზე თავდებობების გაცემისა და დაფინანსების მიზნით. ანალოგიურად მოქმედებს მრეწველობის დაფინანსების ინსტიტუტი (IFI), აგნელის (Agnelli) ოჯახის კოლდინგ-კომპანია. შეტყობინებებით, IFI კომპანიის ინვესტიციები შეადგენს მილანის საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაციის დაახლოებით 20%-ს. ამ ინვესტიციებში შედის იტალიის მოწინავე საავტომობილო კომპანია Fiat-ის სააქციო კაპიტალში მონაწილეობის 37,8%.

ობლიგაციათა მოწინავე ბაზრები

80-იანი წლების განმავლობაში ფიქსირებული შემოსავლის მქონე ინვესტორები გავიდნენ უფრო ყოვლისმომცველ პერსპექტივებზე.

როგორც შემდეგ 19-ე თავშია ნაჩვენები, აქტივების საერთაშორისო-დივერსიფიცირებული პორტფელების შექმნაში ობლიგაციებს შეუძლიათ ითამაშონ აქციათა მნიშვნელობის ტოლი როლი. მოცემულ კარში წარმოდგენილია ინფორმაცია ობლიგაციათა საერთაშორისო ბაზრის ოდენობის შესახებ და საერთაშორისო დივერსიფიკაციის შესაძლო მასშტაბები ობლიგაციათა საშუალებით. აგრეთვე, ხდება ობლიგაციათა აქტივების პორტფელების საერთაშორისო დივერსიფიკაციის პროცესში ჩართვის ძირითადი მიზეზების აღწერა.

როგორია ობლიგაციათა ბაზრის სიდიდე?

არსებული ინფორმაციის საფუძველზე შეიძლება ვამტკიცოთ, რომ ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის მოცულობა ჭარბობს აქციათა მსოფლიო ბაზრის მოცულობას. 1991წ. ბოლოსათვის აქციათა მოწინავე ბაზრების საერთო კაპიტალიზაცია შეესაბამებოდა ობლიგაციათა მოწინავე ბაზრების გაერთიანებული ღირებულების დაახლოებით 76%.

ობლიგაციათა ბაზრის შესწავლაზე მოწინავე საინვესტიციო ბანკების განყოფილებები¹ რეგულარულად აქვეყნებენ ინფორმაციას ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის მდგომარეობის შესახებ. ცხრ. 18.4-ში ასახული ფირმა Salomon Brothers-ის კვლევაზე დაფუძნებული მონაცემები, რომლის სათაურია: „როგორია ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის სიდიდე?“

ცხრილი 18.3. ფირმა NESTLE-ს წარმომდგენის აქციებსა დარეგისტრირებულ აქციებზე საბაზრო ფასების ცვლილება

	რეგისტრირებული აქციები	წარმომდგენის აქციები	პრემია წარმომდგენის აქციებზე
1987წ. ოქტომბერი	5500 შვც. ფრანკი	11450	108%
1989წ. მარტი	6740 შვც. ფრანკი	7325	9%
ცვლილება, %	23%	-36%	

ცხრილი 18.4. ობლიგაციათა და აქციათა მსოფლიო ბაზრების ზომების შეჯერება

	ობლიგაციების მსოფლიო ბაზარი	აქციების მსოფლიო ბაზარი	აქციების მსოფლიო ბაზარი, როგორც ობლიგაციების მსოფლიო ბაზრის წილი, %
1985	5 933	4 551	76,7%
1988	9 763	9 404	96,3%
1991	14 028	10 760	76,7%

მოდული მლრდ. აშშ- დოლ.

წყაროები: კვლევითი ორგანიზაცია Salomon Brothers და MΦK. ბაზრების მსოფლიო მოცულობებში გაითვალისწინება: მონაცემები აქციათა წამყვანი ბაზრების მიხედვით; ობლიგაციათა წამყვანი ბაზრების მიხედვით პლუს საერთაშორისო ობლიგაციათა მოცულობა.

¹ აშშ-ში – ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობასა და ემისიაზე სპეციალიზირებული ფირმა, დიდ ბრიტანეთში მცირე და საშუალო კომპანიებისათვის გრძელვადიანი კრედიტის ბანკი.

1991 წლის ბოლოსთვის მიმოქცევაში გამოშვებული, აგრეთვე, ვადაში დაუფარავი ობლიგაციების ნომინალურმა ღირებულებამ 21 წამყვან ბაზარზე, საერთაშორისო ობლიგაციების ბაზრის გათვალისწინებით შეადგინა 14,028 ტრლნ. დოლარი. ამ მოცულობის 39%-ზე მეტი მოდიოდა ცენტრალური მთავრობების ფასიან ქაღალდებზე, 15,4% – სამთავრობო ორგანოების (სამინისტროებისა და უწყებების) გარანტირებულ სახელმწიფო ობლიგაციებზე და 12,4% – სამრეწველო ობლიგაციებზე (ცხრილი 18.5).

ცხრილ 18.5-ში მოყვანილია ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის უმნიშვნელოვანესი შემადგენლების სავალუტო სტრუქტურა. არ არის გასაკვირი, რომ 1991 წელს აშშ-ს დოლარის შემადგენელი იყო ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის საერთო მოცულობის 44%-ზე მეტის ტოლი. მეორე და მესამე ადგილი ეკავათ, შესაბამისად, იაპონურ იენს (17,8%) და გერმანულ მარკას (9%) მეოთხე და მესამე ადგილი მოდიოდა იტალიურ ლირასა და ფრანგულ ფრანკზე, ამასთანავე, ლირა შეადგენდა გერმანული მარკის მაჩვენებლის 2/3, ხოლო ფრანკი კი – 1/2. გირვანქა სტერლინგის წილი შეესაბამებოდა ობლიგაციების საერთო მსოფლიო ბაზრის 2,7%, ანუ 375 მლრდ. დოლარს. ამ წილის დიდი ნაწილი რეალიზებული იყო დიდი ბრიტანეთის პირველი კლასის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე (სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები), ლონდონში კონცენტრირებულ, საკმაოდ აქტიურ და ლიკვიდურ ბაზარზე. 80-იან წლებში საბიუჯეტო სიტუაციამ¹ დიდ ბრიტანეთში (აგრეთვე შვედეთში, შვეიცარიასა და ავსტრალიაში) მიგვიყვანა, მთლიანობაში, ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზარზე ცენტრალური მთავრობისა და სამთავრობო უწყებების ნასესხობათა მოცულობის შემცირებამდე. თუმცა 90-იან წლებში სიტუაცია შეიცვალა.

საერთაშორისო ობლიგაციების სექტორი რჩება ყველაზე სწრაფად მზარდ სექტორად. ევროობლიგაციებისა და საზღვარგარეთული ობლიგაციების პირველმა გამოშვებებმა მიაღწიეს დიდ მოცულობებს 1985 წლის შემდეგ. ასე, მიმოქცევაში გამოშვებული საერთაშორისო ობლიგაციების მოცულობა გაიზარდა 499 მლრდ. დოლარიდან 1985 წელს 1486 მლრდ. დოლარამდე 1991 წელს. ამავე დროს, საერთაშორისო ობლიგაციების წილი 1991 წელს გაიზარდა მიმოქცევაში გამოშვებული ობლიგაციების მსოფლიო ბაზრის საერთო მოცულობის 10,6%-მდე.

21 ეროვნული სავალუტო სექტორის სტრუქტურები ნაწილობრივ განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან. იტალიაში, დიდი ბრიტანეთში, საფრანგეთსა და ბელგიაში ჭარბობს ცენტრალური მთავრობების ფასიანი ქაღალდები, რომელთა

¹ ბიუჯეტში შემოსავლების გადამეტება ხარჯებზე.

წილზე მოდის, შესაბამისად, ობლიგაციათა ეროვნული ბაზრების მოცულობის 82, 60, 79 და 77% (ცხრილი 18.6). აშშ-ს დოლარის სექტორში დიდი მნიშვნელობა აქვს სამრეწველო ფასიან ქაღალდებს, რომელთა წილი აღემატება მიმოქცევაში გამოშვებულ ობლიგაციებს მოცულობის 18%-ს.

გერმანიაში, პირიქით, ფაქტიურად არ არსებობენ მიმოქცევაში გამოშვებული სამრეწველო ობლიგაციები, რაც განპირობებულია ბანკების პრაქტიკით – შესთავაზონ პირდაპირი კრედიტები. შვეიცარიის ბაზარზე თითქმის ნახევარი უკავია საზღვარგარეთულ ობლიგაციებს. რაც ასახავს კარგ მდგომარეობაში მყოფ საერთაშორისო მსესხებლების მიერ ამ ბაზრის გამოყენების მაღალ ხარისხს. კანადის დოლარის სექტორში მსესხებლებზე პროვინციების მთავრობებისა და ადგილობრივი თვითმმართველობის ორგანოების სახით მოდის მიმოქცევაში გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების 30%-ზე მეტი, ხოლო სამრეწველო სექტორზე კი – ობლიგაციათა 15%.

დამატება 18.6. ლონდონელი ინვესტორი მართავს ობლიგაციათა ბრუნვას ნიუ-ორკში

ბატონმა ალბერტ ჰარდვიკმა (Albert Hardwick) დაასრულა სატელეფონო საუბრები კლიენტთან, რომლის საინვესტიციო ოპერაციების ანგარიშს იგი მართავს. ამ სამუშაოს მიმცემთან, ლონდონის ერთ-ერთ საბანკო დაწესებულებასთან, ბატონი ჰარდვიკი მუშაობს უკვე 15 წელია. კლიენტის წარმომადგენელმა გამოთქვა სურვილი განახორციელოს ინვესტიციები აშშ-ს გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე, აღნიშნა, რა, რომ საპროცენტო შემოსავალმა ობლიგაციებზე უკანასკნელ 6 წელიწადში მიაღწია ყველაზე მაღალ მაჩვენებელს. ინვესტორმა ყურადღება მიაქცია იმას, რომ დოლარის კურსი ბოლო რამდენიმე კვირა იყო მაღალი, და ამას, მისი აზრით, შეეძლო გაეზარდა საერთო შემოსავალი ინვესტიციებზე. აღნიშნულ იქნა შემდეგი საბირჟო კოტირებები:

1989 წლის 14 აპრილი	კუპონით გადახდის ვადის დადგომა	ფასი	ობლიგაციებზე საპროცენტო შემოსავალი
აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებები	8 7/8.... 2019 წ. 1 თებერვალი	97,00-97,10	9,14%
ნიუ-ორკის ვალუტების ბაზარი	უცხოური გირვანქა ნაღდი კურსი გირვანქა თვიანი კურსი	სტერლინგის 1,6985 დოლ 1,6862 3-დოლ	

ოპერაციები

ყიდვა სავალუტო ბირჟაზე 973125,00 ათასი დოლ. 1,6985 დოლ. 572930,00 ათ.გ.სტ.
გირვანქაზე
ათასი ობლიგაციის ყიდვა 97,10 (973125 დოლ. ობლიგაციაზე) 973125,00ათ. დოლ.

1989 წლის 14 ივლისს აღნიშნულ იქნა შემდეგი საბირჟო კოტირებები:

აშშ-ს გრძელვადიანი 109,06-109,10 (საპროცენტო შემოსავალი
სახაზინო ვალდებულებ- ობლიგაციებზე - 8,04%)
ბები
გ.სტ. ნაღდი კურსი 1,6200 დოლ

ოპერაციები

1,0 ათასი აქციის გაყიდვა 109,06 (1091,875 დოლ. ობლიგაციაზე)	1091875,00ათ. დოლ.
პლუს დაგროვილი პროცენტების ანგარიში, 8 7/8% 3 თვეში	
88,75 დოლ. X 1000 = 8875 ათ. დოლ.	
8875 ათ. დოლ. : 4 = 22187,50 ათ. დოლ.	22187,50 ათ. დოლ.
სულ შემოსავლები დოლარებში	1114062,50ათ. დოლ.
დოლარებში შემოსავლების გაყიდვა კურსით 1გ.სტ. = 1,6200 დოლ.	687690,00 ათ.გ.სტ.
სტერლინგებში თავდაპირველი ინვესტიციების დანახარჯი	572930,00 გ.სტ.
მოგება გ. სტ.-ში	114760,00გ.სტ
მოგების ნორმა	20,03%
მოგების ნორმა ერთ წელიწადზე გადაანგარიშებით	80,12%

ობლიგაციაში კაპიტალდაბანდებათა ძირითადი მიზეზები

ამ მოკლე კარში წარმოდგენილია ძირითადი არგუმენტები საერთაშორისო ინვესტორების პერსექტივაში ობლიგაციების ჩართვისათვის.

1. ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზარი მოცულობით აღემატება აქციათა მსოფლიო ბაზარს, რაც „დიდ მოთამაშეებს“ (მსხვილ დაწესებულება-მეანებრეებს) აძლევს საკმაოდ ლიკვიდურ ბაზარზე ოპერაციების წარმოების შესაძლებლობებს.

2. იმ ფაქტორთა ჯგუფი, რომლებიც გავლენას ახდენენ ობლიგაციების ბაზრის განვითარებაზე, რამდენადმე განსხვავდება იმ ფაქტორთა ჯგუფისაგან, რომლებიც ზემოქმედებენ აქციათა ბაზრის განვითარებაზე. ამიტომ, როგორც ჩანს, მოგების მიღების შესაძლებლობები ობლიგაციების ბაზარზე განსხვავდება ასეთი შესაძლებლობებისაგან აქციების ბაზარზე მათი მიღების წესის თვალსაზრისით. საობლიგაციო ინვესტორის მოგებაში შეიძლება შედიოდეს ღირებულების გაზრდა საპროცენტო განაკვეთის ერთდროული შემცირებისას, ნომინალური საპროცენტო შემოსავალი ობლიგაციებზე, საკურსო მოგება ვალუტების გაცვლისას (დამატება 18.6). ამ მოგებებმა შეიძლება მისცენ ინვესტორს სასურველი ალტერნატივები, მაშინ, როდესაც აქციათა ძირითადი ბაზრები გვთავაზობენ ნაკლებად ხელსაყრელ შესაძლებლობებს.

3. ობლიგაციათა ბაზრები იძლევიან რისკის (სავალუტო რისკი, სექტორული რისკი) სელექტიური შემცირების, აგრეთვე, პორტფელური რისკის ძალზე ფართო შემცირების შესაძლებლობებს.

4. აქციებში ჩადებული ინვესტიციების მსგავსად, ობლიგაციებში ჩადებული ინვესტიციები შეიძლება შეთავსებულ იქნეს სავალუტო ფიუნქრსების, ვადით სასწრაფო დოკუმენტებთან დაკავშირებული გარიგებებისა¹ და ოფციონების ხეჯირების² საშუალებით სავალუტო ბაზრის ნეიტრალიზაციაზე გამიზნული პროგრამების ჩატარებასთან.

5. ობლიგაციების ბაზარზე ოპერაციების დიდი მოცულობის გამო ამ ბაზარმა შეიძლება შესთავაზოს ინვესტორებს ხელსაყრელი ლიკვიდურობა. არამერიკული ინვესტორებისთვის აშშ-ს გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარი გვთავაზობს ლიკვიდურობას დღე-ღამურ (24 საათიან) საფუძველზე (დამატება 18.7).

დამატება 18.7. ერთდღიანი ტრეიდერები ითვისებენ ობლიგაციების ბაზარს

20 წლის წინ ობლიგაციებს ამჯობინებდნენ მხოლოდ „ჯენტლმენები“. ჩვენს დღეებში კი ობლიგაციების ბაზარმა შეიძინა უზარმაზარი ზომები, გახდა მსოფლიო, მოკლევადიანი და სპეკულაციური.

ამ ათწლეულის დასაწყისიდან მომხდარი აშშ-ს გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებათა ბაზრის ცვლილებების ხასიათი შეიძლება მოვაჭრეების ხუმრობით განვსაზღვროთ ამ სახის ფასიანი ქაღალდებით. „ვინ არის გრძელვადიანი ინვესტორი? ეს ძალზე მარტივია! ეს ის არის, ვისაც უკავია თავისი პოზიცია შემდეგი სამუშაო დღის დაწყებამდე“.

კლიენტებმა, რომლებიც ყიდულობენ და ინახავენ გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებს, გადაიტანეს თავიანთი ძირითადი საქმიანობა გაწონასწორებული და ნელა განვითარებადი ბაზრიდან საპენსიო ფონდებსა და სადაზღვევო კომპანიებზე. ამრიგად, გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარი იქცა ერთდღიანი ტრეიდერების, სპეკულანტებისა და უცხოელი ინვესტორების ბაზრად. შესაბამისად, ობლიგაციების დღიური გაყიდვების მოცულობა შეიძლება აღწევდეს 100 მლრდ. დოლარს, რაც ხდის 30-წლიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარს ყველაზე აქტიურს მთელ მსოფლიოში.

უკვე აღარ არსებობს მემკვიდრეობით მიღებული სიმდიდრის „მიძინებული წყობა“, რომელიც არსებობდა 20 წლის უკან, როდესაც „ჯენტლმენები

¹ დაზღვევა დანაკარგებისაგან.

² ბანკების შესაძლებლობა მიიღონ სახსრები 5-ზე მეტი კალენდარული წლის ვადით.

ამჯობინებდნენ ობლიგაციებს“. ალბერტ ტ. სომერსის (Albert T. Somers), ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ეკონომიკური მრჩეველის აზრით, გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებების ბაზარს ამჟამად გააჩნია უდიდესი ზომა, მსოფლიო მასშტაბი, სპეკულაციური მოკლევადიანი ხასიათი და ადვილად რეაგირებს ცვლილებებზე.

ეს ბაზარი იზიდავს ინვესტორებს მრავალი მიზეზით. გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებს უზრუნველყოფს აშშ-ს მთავრობა, და ამიტომ, ისინი არსებითად, წარმოადგენენ გადასახდელებზე ვალდებულებების დარღვევისაგან თავისუფალ ფასიან ქაღალდებს. რადგან ნებისმიერი ინვესტორი მუდმივად განიცდის გაზრდილ რისკებს, ამიტომ ამ პირობებში გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებები სთავაზობენ მას უფრო მაღალ შემოსავალს, ვიდრე მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდები. ტრეიდერებისთვის ყველაზე მიმზიდველ ფაქტორს წარმოადგენს ამ ბაზრის ლიკვიდურობა: „თქვენ შეგიძლიათ შეხვიდეთ აშშ-ს გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებების ბაზარში და გამოსხვიდეთ თქვენი სურვილით, დღის ნებისმიერ დროს“. აშშ წარმოადგენს ფასიან ქაღალდებზე სავალ ვალდებულებების უმსხვილეს ბაზარს მსოფლიოში, მისი დამატებითი მიმზიდველობა იმაშია, რომ გასაყიდად შემოთავაზებულია მხოლოდ გადასახდელებზე ვალდებულებების დარღვევისაგან თავისუფალი ფასიანი ქაღალდები დაფარვის 30-წლიანი ვადით. ტრეიდერებს იზიდავს, აგრეთვე, ბაზრის ერთგვაროვნება და შემოსავლების რეგულარობა.

დამატება 18.7. ერთდღიანი ტრეიდერები ითვისებენ ობლიგაციების ბაზარს (გაგრძელება)

აშშ-ს გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის მდგომარეობით ინტერესდებიან არა მარტო ტრეიდერები და ინვესტორები. ერთი ნიუ-იორკელი ტრეიდერის აზრით, გრძელვადიან ვალდებულებებთან დაკავშირებული მდგომარეობა წარმოადგენს ქვეყნის ფინანსური კეთილდღეობის ბარომეტრს. „თუ იზრდება განაკვეთები, მაშინ ფასები გრძელვადიან ვალდებულებებზე შეიძლება გაიზარდოს უფრო მეტად, ვიდრე დაფარვის ნაკლები ვადის მქონე ობლიგაციებზე. ეს არის ფაქტიურად „ხმა ბაზრიდან“, რომელიც აცხადებს, რომ ხელისუფლება ცუდად უმკლავდება თავის მუშაობას ეკონომიკის ნორმალური ფუნქციონირების უზრუნველყოფაზე.“

ფასები თითქმის ყველა სხვა ფასიან ქაღალდებზე ფიქსირებული შემოსავლით (ისეთები, როგორებიცაა გირავნობის სიგელებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები და სამრეწველო ობლიგაციები) ინიშნება გრძელვადიანი (30-წლიანი)

სახაზინო ვალდებულებების ფასიდან გამომდინარე ან რეაგირებენ მათ ცვლილებაზე.

ობლიგაციების ბაზრის ცვალებადი ხასიათი, რომელმაც მოიზიდა მასზე ტრეიდერებისა და ინვესტორების მნიშვნელოვანი რაოდენობა, წარმოიშვა 70-იან წლებში, როდესაც აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემა გადავიდა საპროცენტო განაკვეთების რეგულირებიდან ფულადი მასის მოცულობის რეგულირებაზე. ამავე დროს აშშ-ში წარმოქმნა მშვიდობიან დროს პირველი სავაჭრო ბალანსის დეფიციტი, ხოლო ტრეიდერებმა და სპეკულანტებმა საპროცენტო განაკვეთების და ფასების გარდაუვალ ცვლილებებში დაინახეს დიდი მოგებების მიღების შანსი. ამასთანავე, ინფორმაციის ფართო გავრცელების წყალობით გაიზარდა ამ ბაზრის ლიკვიდურობა.

მოგებების მიღების პოტენციული შეაფასეს მთელი მსოფლიოს ქვეყნებმა. ასე, თუ ჯერ კიდევ სულ ახლახანს, 1984 წელს არ არსებობდა იაპონიის საცალო ბაზარი და ლამის¹ ბაზარი ლონდონში, მაშინ ამჟამად ნებისმიერი ძირითად ამერიკულ საინვესტიციო კომპანიას გააჩნია თუნდაც ერთი საზღვარგარეთული ქვედანაყოფი ობლიგაციებით ვაჭრობაზე, რომელიც დაკომპლექტებულია უცხო ენების მქონე ტრეიდერებით, ხოლო ყველა უმნიშვნელოვანესმა არამერიკელმა მოთამაშემ გახსნა სავაჭრო ქვედანაყოფები აშშ-ში, თანაც ზოგიერთი მათგანი, აგრეთვე, დილერია.

მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნულ ბაზარზე გარიგებების ძირითადი მოცულობა ხორციელდება აშშ-ში სავაჭრო საათების განმავლობაში, ამჟამად აუცილებელ მოთხოვნად იქცა აქტივთა პორტფელების შენარჩუნება 24 საათის განმავლობაში. ერთმა ლონდონელმა ტრეიდერმა ამის თაობაზე თქვა: „ჩემი ძირითადი სამუშაო არის ტოკიოს საფონდო ბირჟის დახურვასა და ნიუ-ორკის საფონდო ბირჟის გახსნას შორის დროებრივი ინტერვალის შევსება პოტენციური ზარალის რისკის თავიდან აცილების მიზნით. მე ვემსახურები იაპონელ და ევროპელ საცალო მყიდველებს ჩემს ნიუ-იორკელ კოლეგებზე ადრე“.

ერთ-ერთი უმსხვილესი მოთამაშე გახდა, კერძოდ, იაპონია. როგორც ენტონი კარიდაკისი (Antony Karydakis), Mitsubishi Bank-ის, მოკლევადიანი კაპიტალის ბაზრის საკითხებით დაკავებული ეკონომისტი თვლის, საუბარი ვაჭრობის დროის შესახებ ყოველთვის დაიყვანებოდა იქამდე, თუ რამდენი იაპონელი (ფიზიკური და იურიდიული პირი) ახორციელებს შესყიდვებს. „იაპონიის სიცოცხლის დაზღვევის

¹ გარიგებების ბაზარი ვადით შემდეგი სამუშაო დღის დაწყებამდე ან პარასკევიდან ორშაბათამდე.

კომპანიებსა და ტრასტულ ბანკებს კარგი მადა აქვთ ფასიან ქაღალდებზე გადახდის გრძელი ვადით, რომლებიც ამავე დროს თავისუფალნი არიან გადასახდელებზე ვალდებულებების დარღვევებისაგან“. იაპონელების მიერ სახაზინო ბილეთებისა და გრძელვადიანი ვალდებულებების შესყიდვები 1986 წელს გაორმაგდა.

უსათუოდ, ტრეიდერები წარმატებას აღწევენ ბაზრის ცვალებადობისა და მისი ლიკვიდურობის ხარჯზე, აგრეთვე, მოთამაშეების მრავალფეროვნების ხარჯზე. თუმცა, ამ საბაზრო მახასიათებლებში ხელშეუვალად ჩადებულია პოტენციური როგორც გასამრჯელოსთვის, ისე რისკისთვის. ამიტომ 1977 წელს ჩიკაგოს სავაჭრო პალატამ გამოუშვა თავისი პირველი ფიუჩერსული კონტრაქტი გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებზე. თავდაპირველად პალატის კუთხეში, 1მ²-ზე ნაკლებ ფართობზე ვაჭრობდა თორმეტიოდე (დუჟინი) მოთამაშე (კონტრაქტი გამოშვებული იყო ობლიგაციათა 8%-ის ბაზაზე).

გასული წლის სურათი მნიშვნელოვნად განსხვავდებოდა: ყოველწლიურად დაახლოებით 600 ტრეიდერი ახორციელებდა ვაჭრობას გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებზე 66,8 მლნ. ფიუჩერსული კონტრაქტით.

დამატება 18.7. ერთდღიანი ტრეიდერები ითვისებენ ობლიგაციების ბაზარს (გაგრძელება)

ფიუჩერსული კონტრაქტების, როგორც მახეჯირებელი ინსტრუმენტების შესაძლებლობები მოსინჯულ იქნა აშშ-ში 1979 წელს. ამ წელს ფირმა Salomon Brothers-მა მიიპყრო უოლ-სტრიტის ყურადღება ფიუჩერსის გამოყენებით ფირმა IBM-ს ობლიგაციებს ეფექტური ხეჯირებისთვის გარანტირებული განთავსებით 500 მლნ. დოლარის ოდენობით. ფიუჩერსებმა გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებზე თითქმის მაშინვე მიაღწიეს აღიარებას. „ამან მრავალფეროვნება შეიტანა იმაში, რითი ვაჭრობაც ჩვენ შეგვიძლია“, აღნიშნავს ერთ-ერთი ტრეიდერი. „თუ მე ვაწყდები სირთულეებს, მაშინ ვიცი, რომ შემიძლია გადავიდე ფიუჩერსულ ბაზარზე და ვიმუშაო ფასთა სხვაობაზე. არსებითად, ჩვენს დღეებში ობლიგაციებით ნებისმიერი მოვაჭრე გარკვეულწილად სპეკულანტია სხვაობაზე ნაღდ საქონელზე გარიგებისა და ვადანი გარიგების ფასებს შორის“.

მართალია, არავინ არ უარყოფს ჩიკაგოს სავაჭრო პალატის კონტრაქტების მნიშვნელობას, მაგრამ არსებობს მტკიცე თვალსაზრისი მათ როლზე ფასების ჩამოყალიბებაში. New-York Times Magazine-ის 1989 წლის მარტის ნომერში გამოქვეყნებული სტატიის თანახმად, „აქ „გამუდგენებული“ ფასები ყველაზე

დამაჯერებელია მსოფლიოში. ადამიანები, რომლებსაც სურთ იცოდნენ ის, თუ სად გაიზრდება არსებული ფასები, მზერას აპყრობენ ჩიკაგოს ისევე, როგორც გასულ წლებში“.

თუმცა ნაღდი საქონლის ბაზრის ერთ-ერთმა ტრეიდერმა შენიშნა ამის თაობაზე: „ეს სრული სისულელეა. ჩიკაგოს მართავენ სპეციალისტები და ეკონომისტ-ანალიტიკოსები¹, და აქ გამოვლენილი ფასები გამომდინარეობენ სქემებიდან. მე ფუნდამენტალისტი ვარ და არ მჯერა სქემებისა. სად მიდის ბაზარი, ამას სამართლიანად განსაზღვრავენ ძირითადი ეკონომიკური პრინციპები და დოლართა ნაკადები“.

მიუხედავად ამისა, ზოგიერთ ანალიტიკოსსა და ტრეიდერს მიაჩნია, რომ ფიუჩერსული ბაზარი, მართლაც „ხელმძღვანელობს“ ნაღდი საქონლის ბაზარს. როგორც რომი პასკალი (Roy Paskal), ფირმა Telerate-ს დახმარე სამსახურის – Market-Generated Intelligence Network (ფასიან ქაღალდებზე ელექტრონული საინფორმაციო სისტემის) სავალო ვალდებულებების ბაზრის ანალიტიკოსი თვლის, ნაღდი საქონლის ბაზარი წარმოადგენს სხვადასხვა ინსტრუმენტების ნარევს, რომელთაგან თითოეულს გააჩნია საკუთარი თავისებურება და ნომინალური საპროცენტო შემოსავალი ობლიგაციებზე. ფიუჩერსულ ბაზარს გააჩნია ტენდენცია იყოს საერთო მნიშვნელოვანი და იზიდავს საბოლოო ფასს ყველა სხვადასხვა კუბონზე, რომელიც არის ამ ბაზარზე.

მიუხედავად იმისა, თუ რა „ხელმძღვანელობს“ ფასწარმოქმნას – ნაღდი ფული თუ ფიუჩერსი, მოსალოდნელია მნიშვნელოვანი რაოდენობის ცვლილებები, რომლებიც ზემოქმედებას მოახდენენ გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე. ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ცვლილებაა ჩიკაგოს სავაჭრო პალატის გადასვლა ღამის პერიოდში მუშაობაზე. სადღეღამისო ვაჭრობაში მზარდი სიციხადის შესაბამისად, ფირმა Telerate-მ გააერთიანა თავისი ძალები ფირმა Index Holding Ltd-თან, რათა ერთად შეიმუშაონ სადღეღამისო, მთლიანად ავტომატიზირებული გლობალური სავაჭრო სისტემები. ეს სისტემები იფუნქციონირებენ ნებისმიერ საფონდო ბირჟაზე, რომელიც დაინტერესებულია თავისი სამუშაო დრის ხანგრძლივობის ზრდაში.

მეორე საკითხი, რომელსაც აქვს პოტენციური მნიშვნელობა – ფასების ხელმისაწვდომობაა. აშშ-ს მთავარმა საბიუჯეტო-საკონტროლო სამმართველომ მოგვცა რეკომენდაციები, რომელთა თანახმად ხაზინის ფასები ბირჟათაშორის ბროკერებისთვის უფრო ხელმისაწვდომი უნდა იყოს ფართო აუდიტორიისთვის.

¹ სპეციალისტები საბაზრო კონიუნქტურის პროგნოზის დარგში.

მართალია, ბაზრის მონაწილეები ელიან სწორედ, რაც მოხდება, მაგრამ ისინი გრძნობენ, რომ ეს, როგორც ჩანს, იქნება რაღაც უფრო მეტი, ვიდრე ხელმისაწვდომი ინფორმაციის მოცულობის ზრდაა, რომელიც იძლევა ბაზარზე ვაჭრობის ხერხის შეცვლის საშუალებას.

გრძელვადიან სახაზინო ვალდებულებებში ჩადებულ უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებული სიტუაცია, აგრეთვე, ისევ შეიცვალა. მრავალი ქვეყანა არ ზრდის აშშ-ს სახაზინო თამასუქებზე დადებულ ვადით გარიგებებზე კონტრაქტების თანხებს, როგორც ამას ისინი აკეთებდნენ ადრე.

მთლიანობაში, ეს ბაზარი გააგრძელებს განვითარებას. მარია ფიორინი რამირესი, ფირმა Drexel Burnham Lambert -ის მოკლევადიანი კაპიტალის ბაზრის განმკარგულებელი დირექტორი და ეკონომისტი წაინასწარმეტყველებს მოთამაშეების რაოდენობის შემცირებას ბაზარზე დარჩენილთა ერთდროული გაძლიერებისას. „შემდგომ წლებში ძირითად მოთამაშეებს ექნებათ უფრო დიდი საკუთარი სახსრები. ბაზარზე მუშაობის დრო მხოლოდ იმიტომ, რომ ის პრესტიჟულია, წავიდა. ღრმა ჯიბეებით მოთამაშეები, რომლებმაც ამოიჭრეს ნიშები, – ერთადერთნი არიან, ვინც მართავდეს იქნება ყველაფერს.“

„მართლაც, ზოგიერთ ტრეიდერს მიაჩნია, რომ დადგება კრიზისი, რომელიც აიძულებს აშშ-ს მოახდინოს ეროვნული ვალის ემისია, ხოლო ეს მიიყვანს მათ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების მოცულობის შემცირებამდე. მოთამაშეების რაოდენობამ ამ ბაზარზე უკვე დაიტყო შემცირება, რადგან შემოსავლიანობის კოეფიციენტმა მიღწია ნულოვანი მოგების წერტილს“.

აქციების განვითარებადი ბაზრები

აქციების განვითარებადი ბაზრებს მიეკუთვნება ისეთი ბაზრები, რომლებიც წარმოიქმნებიან მესამე მსოფლიოს ქვეყნებში. რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკის ფილიალის, საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციის (სსკ) მიერ შეგროვებულ და გაანალიზებულ იქნა ინფორმაცია აქციათა აღნიშნული ბაზრების ფუნქციონირების შესახებ, 80-იანი წლებიდან დაწყებული. ამ მუშაობის მიზანია – მონიტორინგი და აქციათა ბაზრების, როგორც ისეთი საშუალების განვითარებისთვის დახმარება, რომელიც ხელს უწყობს განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკის დაფინანსებას. სსკ გამოსცემს წელიწადეულს, რომელიც შეიცავს სტატისტიკურ ინფორმაციას აქციათა განვითარებადი ბაზრების შესახებ.

1987 წლიდან სსკ-ს მიერ ანალიზირებადი აქციათა ბაზრების რაოდენობა გაიზარდა 10-დან 17-მდე. ანალიზისას მანვენიბელები მოყვანილია აშშ-ს დოლარებში და გამოანგარიშებულია აქციათა განვითარებად ბაზრებზე სსკ-ს მონაცემების ბაზიდან გამომდინარე. ინფორმაცია აქციათა განვითარებადი ბაზრების კაპიტალიზაციის შესახებ 1981-დან 1991 წლამდე პერიოდში მოყვანილია ცხრილ 18.7-ში.

1981 წლიდან 1987 წლამდე პერიოდში აქციათა განვითარებადი ბაზრების მიხედვით მანვენიბელების გამოანგარიშებისას სსკ იყენებდა თითოეულ ბაზარზე აქციათა ღირებულების საშუალო ცვლილებაზე ტოლშეწონილი ინდექსების მეთოდს.¹ ეს მეთოდი გამოიყენებოდა ბაზრის კაპიტალიზაციის აწონვის (გაზომვის) მეთოდის ნაცვლად იმიტომ, რომ ის გვაძლევს წონას ბრუნვაზე სააქციო კაპიტალის როგორც მცირე, ისე დიდი ფონდებიდან. აღნიშნული ინდექსები გამოანგარიშებოდა ზოგიერთ განვითარებად ბაზრებზე ყველაზე დიდი მოთხოვნის მქონე აქციებს შორის უდიდესი სხვაობის აღრიცხვის მიზნით. 1987 წლიდან დაწყებული სსკ იყენებს ბაზრის აწონილი კაპიტალიზაციის ინდექსთა სისტემას. ეს სისტემა შეჯერებადია ინდექსების გამოანგარიშების მეთოდთან, რომელიც გამოიყენება აქციათა უმნიშვნელოვანესი ბაზრებისათვის. მას აგრეთვე, აქვს ის უპირატესობა, რომ საშუალებას გვაძლევს განვახორციელოთ აქციების ინვესტირებული პორტფელის რეგულირება და სრული პასიური (უპროცენტო) კონტროლი.

მოცულობა და ზრდა.

ტერმინი „განვითარებადი ბაზრები“ მოიცავს აქციათა ბაზრების სამ ტიპს: 1) ძველ, დიდი ხნის წინ შექმნილ ბაზრებს (საბერძნეთი, ესპანეთი, არგენტინა, ბრაზილია, ინდოეთი, ზიმბაბვე); 2) ბაზრები, რომლებიც ნაწილობრივ განვითარდნენ სპეციფიკური სიტუაციებისა და გარემოებების გამო (ჰონკონგი და სინგაპური – მათ მიერ შორეულ აღმოსავლეთში რეგიონალური ფინანსური ცენტრების როლის შესრულების წყალობით, იორდანია – ოპეკის ფულის მოდინების წყალობით); 3) უახლესი ბაზრები, რომლებიც წარმოიქმნენ სწრაფი ეკონომიკური ზრდის ბაზაზე და შემდგომი გაფართოების უზრუნველყოფის

¹ International Finance Corp. Emerging Markets Factbook (1992):6

მიზნით საჭიროებენ ფინანსურ განვითარებას და მოდერნიზაციას (სამხრეთ კორეა, ტაივანი, ფილიპინები, ინდონეზია)¹.

აქციათა განვითარებადი ბაზრების კაპიტალიზაციის ერთობლივი მაჩვენებელი, 1991 წლის ბოლოსთვის არსებული მდგომარეობით, უდრიდა 642 მლრდ. დოლარს (იხ. ცხრილი 18.7.), რაც შეადგენს საერთო მსოფლიო მოცულობის დაახლოებით 5,65%-ს, რომელიც კიდევ მოიცავს მრეწველურად განვითარებული ქვეყნების 23 ბაზარსაც. ბაზრის კაპიტალიზაციის ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი 1991 წელს აღნიშნულ იქნა კუნძულ ტაივანზე (124 მლრდ. დოლარზე მეტი). მეორე და მესამე ადგილი შესაბამისად ეკავათ მექსიკას (98 მლრდ. დოლ.) და სამხრეთ კორეას (96 მლრდ. დოლ.)

აქ – ცხრილი 18.7 (იხ. დანართში)

ბაზრების სეგმენტაცია და შეკუმშვა

საერთაშორისო ინვესტორების საქმიანობის პერსპექტივებიდან გამომდინარე, აქციათა განვითარებად ბაზრებს გააჩნიათ ტენდენცია იფუნქციონირონ, როგორც გრძელვადიანი კაპიტალის სეგმენტირებული ბაზრებმა. ამ ბაზრებზე უცხოური პორტფელური ინვესტიციებისათვის არსებობს დიდ რაოდენობის დაბრკოლებები. მათ მიეკუთვნება: საჭირო ინფორმაციის უკმარისობა, განსხვავებები საბუღალტრო აღრიცხვასა და კაპიტალის კონტროლის მეთოდებში.

ერუნზას (Errunza) მონაცემებით, „განვითარებად ქვეყნებში გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის ბაზრებზე არსებული მდგომარეობის შექმნას ხელი შეუწყო უნიკალური პირობების კომპლექსმა, რომლებიც ახასიათებენ მათ ეკონომიკას“² ეს პირობები, რომლებსაც ის განსაზღვრავს, როგორც „აქტივების პორტფელის შეკუმშვას“, მოიცავენ: რელიგიურ და სოციალურ ფაქტორებს, რომლებიც ნეგატიურ ზემოქმედებას ახდენენ საკრედიტო საფინანსო დაწესებულებების საქმიანობის გაფართოებაზე, პოლიტიკურ და ეკონომიკურ არასტაბილურობას; არასასურველ ფულად საკრედიტო და საფინანსო-საბიუჯეტო პოლიტიკას (რომელსაც ხშირად მიყვართ ინფლაციამდე); სესხებსა და საბანკო დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების მაქსიმალურ დონეს; ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

¹ ეს დაყოფა სამ ჯგუფად ნაწილობრივ დაფუძნებულია ვ. ერუნზას (V. Errunza) ნაშრომზე „Emerging Markets: A New Opportunity for Improving Global portfolio Performance“, Financial Analysts Journal (September-October, 1985): 51-52.

² V.F. Errunza "Gains From Portfolio Diversification into Less Developed Countries Securities", Journal of International Business Studies (Fall/Winter, 1997): 94

მთავრობის მიერ ემისიაზე დადგენილ პრეფერენციულ რეჟიმს და გრძელვადიანი სასახო კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუტების უკმარისობას, აგრეთვე, სესხების განთავსებისა და ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციების მაღალ ღირებულებას.¹ „აქტივების პორტფელის ამ შეკუმშვის“ (პოტფელურ ინვესტიციებზე ზეწოლის) შედეგს წარმოადგენს:

1. პირველად ბაზრებზე ახალი აქციების გამოშვებაზე მოთხოვნისა და მიწოდების უკმარისობა;
2. არაეფექტური ბაზრები, რომლებზეც ფასიანი ქაღალდების კურსი არ ასახავს მთელ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას;
3. აქციათა ბაზრის არასაკმარისი ლიკვიდურობა, მსხვილ კორპორაციათა ფასიანი ქაღალდების გარდა;
4. ბაზრის რეგულირების, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციისა და ფირმების სამეურნეო საქმიანობის შესახებ ცნობების პუბლიკაციის არაადეკვატურობა.

განვითარებად ქვეყნებში ბაზრის ამ პირობებიდან გამომდინარე, ინვესტირებისთვის პროგნოზირების ჰორიზონტები აღმოჩნდება საკმაოდ შეკუმშული. აქციების მფლობელები ამჯობინებენ მიიღონ უფრო მაღალი პრემია დივიდენდებისაგან მიღებულ მიმდინარე შემოსავლებზე, ვიდრე კაპიტალის ნამატისაგან მიღებულ მომავალ შემოსავლებზე.² ზოგიერთ შემთხვევაში აქციები განვითარებად ქვეყნებში გვაძლევენ უფრო მაღალ შემოსავალს განსაკუთრებით განვითარებად ქვეყნებში არსებულ აქციებთან შედარებით, სადაც ნარჩუნდება და რეინვესტირდება მოგების მნიშვნელოვანი წილი. ერუნზამ და როზენბერგმა (Rosenberg) აღმოაჩინეს, რომ შემოსავლები დივიდენდების ხარჯზე ცალკეული განვითარებადი ქვეყნების აქციათა ბაზრებზე იყო უფრო მაღალი, ვიდრე განვითარებული ქვეყნების აქციათა ბაზრებზე. თუმცა სხვაობა შემოსავლის ოდენობაში 80-იან წლებში შემცირდა.

ერუნზა და როზენბერგი, ჩაატარეს რა საქმიანი და ფინანსური რისკების ანალიზი განვითარებად ქვეყნებში, მივიდნენ იმ დასკვნამდე, რომ საქმიანი რისკი ამ ქვეყნებში შეიძლება იყოს ნაკლები, ვიდრე მრეწველურად განვითარებულ ქვეყნებში. ინვესტირების მიერ გაცნობიერებული ფინანსური რისკი შეიძლება, აგრეთვე, ნაკლები იყოს.³ ისინი განმარტავენ, რომ საქმიანი რისკის ნაკლები დონე განპირობებულია ნაკლებად ინტენსიური კონკურენციით, მთავრობის როლით

¹ Errunga , pp. 94-95

² V.B. Errunga and Bart Resenberg. "Investment in Developed and Less Developed Countries", Journal of Financial and Quantitative Analysis (December 1982). 753-755

³ Ibid, 753

მრეწველობის დაფინანსებისადმი ხელშეწყობაში (სუბსიდიები), ორგანიზაციის ჯგუფური ფორმით და კულტურის ცვლილების ნაკლები ტემპებით. ხშირად კომპანიების ჯგუფები ფუნქციონირებენ მრეწველობის მრავალ დარგში. ფირმების ეს გაერთიანებები შეიძლება იყოს არაფორმალური, ოჯახურ, ნათესაურ, მეგობრულ და სხვა კავშირებზე დამყარებული. ისინი შეიძლება იყვნენ ფორმალურებიც, როდესაც პოლდინგური კომპანიის სტრუქტურა ერთ მთლიანში აკავშირებს სხვადასხვა მაკომპლექტებელი ნაკეთობების მწარმოებელ ფირმებს. ასეთი საქმიანობის შედეგს წარმოადგენს ვერტიკალური და ჰორიზონტალური ინტეგრაცია, დივერსიფიკაციის გაცოცხლება და რისკის შემცირება. ეკონომიკური აქტივობის გაძლიერებას მიყვავართ ფირმების ჯგუფებს შორის ბაზრების დაყოფამდე, მონოპოლიების შექმნამდე და სხვა დარგების სამრეწველო ფირმების მიერ ბაზრების დაპყრობამდე. ამ პირობებში ინვესტორებს შეუძლიათ განსაზღვრონ ფინანსური რისკის ხარისხი, რომელიც შესაბამისი ბერკეტების სისტემის ზემოქმედებით შეიძლება იყოს დაბალი.

ძირითადი მაჩვენებლები

აქციათა განვითარებადი ბაზრები დიდ შესაძლებლობებს ანიჭებენ საერთაშორისო ინვესტორებს, მაგრამ ამავე დროს უქმნიან მათ პრობლემებს. ცხრილ 18.8.-ში მოყვანილია ინფორმაცია ძირითად მაჩვენებლებზე, რომლებიც ახასიათებენ ცალკეულ ქვეყნებში აქციათა ბაზრების განვითარებას. ქვეყნები, რომლებიც იძლევიან საშუალო დონეზე მაღალ მოგებას (განსაკუთრებით ჩილე, სამხრეთ კორეა, ფილიპინები და ტაივანი), უზრუნველყოფენ კარგ პირობებს ინვესტიციებისათვის (იხ. ცხრილი 18.8, სვეტი 2). ამავე დროს სუსტი კორელაცია აშშ-ს აქციათა ბაზართან (სვეტი 4) ნიშნავს რისკის მნიშვნელოვანი შემცირების შესაძლებლობას. ექვს შემთხვევაში კორელაცია აღემატება 0,25 და მხოლოდ ორში (მექსიკა და ტაილანდი) ეს მაჩვენებელი შეადგენს 0,54.

ეს ბაზრები აგრძელებენ პრობლემების შექმნას მსხვილ მეანაბრე-დაწესებულებებისთვის. როგორც მე-5 გრაფიდან ჩანს, ბაზრების ლიკვიდურობა დაბალია, იგივე მიეკუთვნება ბრუნვასაც (გრაფა 6). მსხვილი მეანაბრე-დაწესებულებების თვალსაზრისით საკმარისი ბრუნვა გააჩნია ცხრილ 18.8.-ში მითითებული ქვეყნების ნახევარზე ნაკლებს. ერთ შემთხვევაში (ინდოეთი) მცირე ბრუნვა ნაწილდება 6000 რეგისტრირებულ კომპანიას შორის (იხ. დამატება 18.8). მრავალ შემთხვევაში ეს ბაზრები ქმნიან პრობლემებს, აგრეთვე, პროცენტების გადახდისას და დივიდენდების გაცემისას მნიშვნელოვან გადასახადებთან

დაკავშირებით. ცხრილ 18.8-ში ჩამოთვლილ უმრავლეს ქვეყანაში გადასახადები საპროცენტო განაკვეთებისა და დივიდენდების გაცემაზე მერყეობს 10-დან 35%-მდე.

ძალისხმევა აქციათა განვითარებადი ბაზრების სრულყოფაზე

გასული ათწლეულების მანძილზე ცდილობდნენ მოეხდინათ აქციათა განვითარებადი ბაზრების სრულყოფა. ცენტრალურ როლს ამ პროცესში თამაშობდა სსკ. ძლიერ სტიმულად აქციათა განვითარებადი ბაზრების სრულყოფის გასაძლიერებლად იქცა საერთაშორისო დავალიანების კრიზისის დაწყება, როდესაც ნათელი გახდა ის, რომ განვითარებად ქვეყნებს ესაჭიროება **უფრო მეტი მოცულობის რისიკიანი კაპიტალდაბანდებები, ვიდრე ისინი ღებულობდნენ საერთაშორისო ბანკების საშუალოვადიან სესხებზე. (?) (გვ.626)**

სსკ-ს ძალისხმევა ძირითადად მიმართული იყო შემდეგზე: ა) დახმარება აქციათა განვითარებადი ბაზრების მდგომარეობისა და ტენდენციების შესახებ უფრო სრული ინფორმაციის უზრუნველყოფაში; ბ) ისეთი საინვესტიციო ფონდების დაარსება, რომლებიც მიმართავენ უცხოურ კაპიტალს განვითარებადი ბაზრების ინვესტირებისთვის. შედეგად შექმნილ იქნა განვითარებადი ბაზრების ფონდი და სხვა რეგიონული ფონდები. სსკ-ს საქმიანობის ორივე მიმართულება გამიზნულ იქნა აქციათა მსოფლიო ბაზარში აქციების განვითარებადი ბაზრების ინტეგრაციაზე.

ცალკეულმა ქვეყნებმა გააღწიეს მოახდინეს აქციათა საკუთარი ბაზრების განვითარებაზე. მთლიანობაში მათ აამოქმედეს კანონმდებლობა, რომელიც უზრუნველყოფს აქციათა ბაზრებისა და მათზე ვაჭრობის უფრო ეფექტიან რეგულირებას. გარდა ამისა, ისინი ხელს უწყობდნენ მეანაბრე-დაწესებულებების (სააქციო ფონდებისა და აქციათა ურთიერთობითი ფონდების) განვითარებას, რომლებიც უზრუნველყოფენ ამ ბაზრის ინსტიტუციურ საფუძველს. ზოგიერთი ქვეყანა ახალისებდა უცხოურ პორტფელურ ინვესტიციებს სპეციალური მექანიზმების საშუალებით (უცხოური საინვესტიციო ფონდები). ბოლოს და ბოლოს ზოგიერთი ქვეყანა ასტიმულირებდა თავისი საგარეო ვალის (რომლის მფლობელებია საერთაშორისო ბანკები) გარდაქმნას ადგილობრივი კომპანიების აქციებად დოლარებში გაანგარიშებით. ამას მიუყვართ აქციებზე მოთხოვნის ზრდამდე, რაც უზრუნველყოფს კორპორაციებისათვის დამატებით ფინანსურ რესურსებს ახალი აქციების გამოშვების ხარჯზე.

აქ – ცხრილი 18.8 (იხ. დანართში)

დამატება 18.9. ლათინური ამერიკის აქციათა ბაზრები – ცხელი 1991 წელი.

1990 წლის აგვისტოდან 1991 წლის აგვისტომდე 12-თვიან პერიოდში აქციების ბაზრებმა ლათინურ ამერიკაში მკვეთრად წაიწიეს წინ (იხ. ცხრილი). ლათინური ამერიკის ყველა ქვეყანაში ჩატარებულმა რეფორმებმა, რომლებიც ათავისუფლებენ ბაზარს შეზღუდვებისაგან, გაზარდეს მათი ბაზრების ეფექტურობა და მოიზიდეს უცხოური საინვესტიციო კაპიტალი.

მექსიკაში ინვესტორები მოიზიდეს პრეზიდენტ კარლოს სალინას დე გორტარის (Carlos Salinas de Gortari) მიერ ჩატარებულმა რეფორმებმა (პრივატიზაცია, ტარიფების შემცირება, საბიუჯეტო დეფიციტის შემცირება). 12 თვის განმავლობაში, 1995 წლის აგვისტოსთვის, მექსიკის აქციათა ბაზრის მოცულობა ორჯერ და მეტად გაიზარდა. ჩილე ამაცობს მთელ ლათინურ ამერიკაში ყველაზე თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკით: 80-იან წლებში გატარებულმა ეკონომიკურმა რეფორმებმა სრულად გაამართლეს საკუთარი თავი. ყველაზე მეტად რეფორმების წარმატება აისახება საგარეო ვალის შემცირებასა და საგარეო ვაჭრობის სექტორის დივერსიფიკაციაში. გარდა ამისა, 1995 წლის აგვისტოს წინამორბედ ხუთწლიან ვადაში ჩილეს აქციათა ბაზრის მოცულობა გაიზარდა 500%-ით და მეტით.

არგენტინაში აუცილებელი რეფორმები ტარდებოდა უფრო ნელა. მოსალოდნელია ის, რომ ამოქმედებული ახალი საგადასახადო სისტემა ხელს შეუწყობს ბიუჯეტის კონტროლის ქვეშ აყვანას. ბრაზილიის ეკონომიკური პრობლემები ხელს უშლიან ზოგიერთ მეზობელ ქვეყანას. მიუხედავად ამისა, პრეზიდენტმა ფერნანდო კოლორ დე მელომ (Fernando Collor de Mello) გამოსატა მზადყოფნა კონსტიტუციური რეფორმების გზით პრობლემების გადასაჭრელად. 1991 წლის აგვისტოში ბრაზილიის აქციათა ბაზარზე გაყიდვების მოცულობა იყო იმავე დონეზე, რაც 7 წლის წინ.

ძირითადი მონაცემები აქციათა ოთხი ლათინოამერიკული ბაზრის შესახებ

	აქციათა ბაზრის ზრდა	ბაზრის კაპიტალიზაცია, მლრდ. დოლ.	მთლიანი შიდა პროდუქტი 1990 წელს, მლრდ. დოლ.	კაპიტალიზაცია, როგორც მშპ წილი, %
ჩილე	136%	27,5	28	99
მექსიკა	107%	81,4	227	36
არგენტინა	237	11,6	111	11

ბრაზილია	38	35,1	522	7
----------	----	------	-----	---

1990 წლის აგვისტოდან 1991 წლის აგვისტომდე პერიოდში.
წყარო: Fortune. Oct. 7, 1991.

იმ ქვეყნის მაგალითს, რომელმაც მოახდინა თავისი აქციათა ბაზრის ზრდის სტიმულირება ნაწილობრივ აქციებში საპაიო დაბანდებებზე საგარეო ვალის გაცვლის ხარჯზე, წარმოადგენს ჩილე (იხ. დამატება 18.9). ასეთივენაირად მნიშვნელოვნად გაფართოვდა, 1989 წელთან შედარებით, მექსიკის აქციათა ბაზარი, უფრო პოზიტიური რეფორმების გატარების, ვალის გაცვლისა და დანარჩენ მსოფლიოსთან მიმართებაში უფრო ღია ეკონომიკური პოლიტიკის, აგრეთვე აშშ-სა და კანადასთან თავისუფალი ვაჭრობის ჩრდილოამერიკული ზონის (ნაფტას) შექმნის შესახებ შეთანხმების დადებისათვის მომზადების შედეგად.

აქციათა განვითარებადი ბაზრების სრულყოფისათვის ხელშეწყობა საფონდო ბირჟების ინდექსების საშუალებით

ჯგუფი Barings, რომლის შტაბ-ბინა მდებარეობს ლონდონში, წარმოადგენს პოლდინგურ კომპანიას, რომელიც შედგება სავაჭრო ბანკისაგან Baring Brothers & Company Limited, აგრეთვე, ფირმებისაგან Baring Securities Limited და Baring Asset Management Limited. აღნიშნულ ჯგუფს აქვს თავისი განყოფილებები მთელ მსოფლიოში და მისი დირექტორების და თანამშრომლების თითქმის ნახევარი იმყოფება დიდი ბრიტანეთის ფარგლებს გარეთ. Barings ჯგუფის კოტირების მსოფლიო ქსელი ნაჩვენებია რუქაზე, შემდეგ გვერდზე.

Baring Securities – ერთ-ერთი წამყვანი საბირჟო საბროკერო კომპანიაა, რომელიც მუშაობს აქციათა განვითარებად ბაზრებზე, ხოლო მისი რეგიონული ჯგუფები მოიცავენ ყველა უმნიშვნელოვანეს განვითარებად ქვეყანას. დამატებით Baring სთავაზობს მომსახურებებს ვაჭრობაში, აქციათა წარმოებულ და პირველად ბაზრებზე, უზრუნველყოფაზე (დახურული ტიპის საინვესტიციო ფონდების გარდა).

ფირმა Baring Securities-ის განვითარებადი ბაზრების ინდექსის გამოანგარიშება დაიწყო 1992 წლის ოქტომბრიდან 14 ქვეყნის 264 აქციის საფუძველზე ბაზრის კაპიტალიზაციის აწონვის მეთოდით. ის მოქმედებს, როგორც საერთაშორისო ინვესტორების მუშაობის ხარისხის კრიტერიუმი განვითარებად ბაზრებზე.

ფირმა Baring Securities ინდექსი საშუალებას აძლევს ინვესტორებს შეაჯერონ ბაზრის მახასიათებლები. ეს მახასიათებლები მოყვანილია ნახ. 18.2.-ზე, სადაც მოცემული ინდექსი შეჯერებულია EAFE ინდექსთან (არაამერიკული ბაზრები) და ფირმა Standart and Poor's (აშშ) ფასიანი ქაღალდების კურსების ინდექსთან (500 კომპანიის მიხედვით) 1987-1993 წლებში.

ცხრილ 18.9-ში ნაჩვენებია ფირმა Baring Securities განვითარებადი ბაზრების ინდექსის მნიშვნელობები ქვეყნების მიხედვით 1994 წლის აპრილის მდგომარეობით. დაფარვა შეზღუდულია იმ ქვეყნებში, სადაც ხელი მიუწვდებათ არაადგილობრივ ინვესტორებს. ეს წონა აისახება იმ სვეტში, რომელიც აჩვენებს ბაზრის ხელთ არსებული კაპიტალიზაციის შეფარდებით (%-ში) მნიშვნელობას და სვეტში, სადაც მოყვანილია ნაღდი პოტენციური შემოსავალი აშშ-ს დოლარებში). განვითარებადი ბაზრების სხვა ინდექსებს აქვთ უფრო ფართო მოცულობა, მაგრამ ისინი ამავე დროს ითვალისწინებენ იმ ქვეყნებს, სადაც უცხოელი ინვესტორების მონაწილეობა ვიწრო საზღვრებშია მოქცეული.

გარდა ამისა, ფირმა Baring Securities ინდექსს აქვს ლიკვიდურობის მკაცრი კრიტერიუმები როგორც აქციების დონეზე, ისე ქვეყნის დონეზე. ქვეყნის დონეზე კრიტერიუმი გულისხმობს ვაჭრობის მინიმალურ წლიურ მოცულობას 2 მლრდ. დოლარის ოდენობით, ხოლო აქციების დონეზე კი – მინიმალურ თავისუფალ ცვალებადობას 10%-ის ფარგლებში და ვაჭრობის მინიმალურ დღიურ მოცულობას 10 ათასი დოლარის ოდენობით.

ცხრილი 18.9. ფირმა Baring Securities ინდექსის წონები განვითარებადი ბაზრების მიხედვით 1994 წლის 30 აპრილის მდგომარეობით

ქვეყანა	ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა	ინდექსის წონა, %	პოტენციური შემოსავლის არსებული ინდექსი, აშშ-ს დოლ.	პოტენციური შემოსავლის ზოგადი ინდექსი, მლნ. აშშ-ს დოლ.	ბაზრის არსებული კაპიტალიზაცია, %
არგენტინა	19	7,80	11 878	33 270	35,7
ბრაზილია	21	14,68	22 073	44 575	49,5
ჩილე	12	6,34	9 539	25 280	37,7
საბერძნეთი	14	1,85	2 783	5 788	48,1
ინდონეზია	20	2,15	3 240	19 787	16,4
კორეა	23	3,99	8 004	65 740	12,2
მალაიზია	22	15,79	23 736	81 588	29,1
მექსიკა	24	25,45	38 273	83 000	46,1

პაკისტანი	10	0,74	1106	3276	33,8
ფილიპინები	11	3,32	4998	13 627	36,7
პორტუგალია	14	3,08	4625	9724	47,6
ტაივანი	30	6,70	10 075	101 806	9,9
ტაილანდი	22	7,43	11 177	56 370	19,8
თურქეთი	22	0,57	858	3 529	24,3
აზია	138	40,23	60 338	342 193	17,7
ევროპა	50	5,50	8 265	19 008	43,5
ლათინური ამერიკა	76	54,27	81 762	186 125	43,9
ბაზრის საერთო	264	100,0	150 647	547 326	27,5
ტევალობა					
ჩინეთი	26		2 593	3 106	83,5
ინდოეთი	24		8 327	35 315	23,6

დასკვნა

აქციათა უმსხვილეს ბაზრებს შორის დამყარდა მყარი კავშირები, მაგრამ ეს არ ნიშნავს იმას, რომ ეს ბაზრები მთლიანადაა ინტეგრირებული. უკეთეს შემთხვევაში აქციათა ბაზრები ნაწილობრივ არიან ინტეგრირებული. ამავე დროს, ობლიგაციათა ლიდერ ბაზრებს შეუძლიათ საქმიანობის საკმაოდ დამოუკიდებელი მაჩვენებლების დემონსტრირება.

80-იანი წლების ათწლეული იქცა „ახალი გამოღვიძების“ მოწმედ საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების დარგში. საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების ზრდა გახდა ფინანსური ბაზრების დერეგულირების¹; ინსტიტუციური ინვესტორების მხრიდან თავიანთი საქმიანობის ეფექტიანობის ხარისხის გაზრდისკენ სწრაფვის; მცურავ კურსებზე გადასვლის; იმ ცოდნისა და ლიტერატურის მოცულობის ზრდის შედეგი, რომელიც შეეხება საერთაშორისო ინვესტიციების შესაძლებლობებს; ეროვნული საფონდო ბირჟების მოდერნიზაციის; მსოფლიო ბაზრის გაზრდილი ლიკვიდურობის; სხვადასხვა ქვეყანაში საგადასხდლო ბალანსების მნიშვნელოვანი დეფიციტისა და აქტიური სალდოს წარმოქმნის შედეგი.

¹ ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევის მოცულობის შემცირება

ეროვნული ბაზრების სვედრითი წონა მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციაში იცვლებოდა: ეროვნული ვალუტების გაცვლითი კურსის ურთიერთცვალებადობის; საფონდო ბირჟებზე ახალი ფირმების ფასიანი ქაღალდების დაშვების; პრივატიზაციის; ეროვნული ეკონომიკების განვითარების ტენდენციებში განსხვავებების გამო. აქციათა ეროვნული ბაზრები განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან შემდეგი პარამეტრებით:

- ბროკერებისა და დილერების როლი;
- საფონდო ბირჟების საკუთრების ფორმა და მათი საქმიანობის რეგულირება;
- საფონდო ბირჟების წევრობა და ფასების დონის დადგენის მეთოდები.

გლობალური მასშტაბით ობლიგაციათა ბაზრების აგრეგირებული საკურსო ღირებულება რამდენადმე მეტია, ვიდრე აქციათა ბაზრების ერთობლივი ღირებულება. ობლიგაციათა მსოფლიო ბაზრის სექტორი განსხვავდება ზრდის ყველაზე დიდი ტემპებით. ძირითადი მიზეზები ობლიგაციათა ბაზრებზე კაპიტალ-დაბანდებათა განხორციელებისათვის დაკავშირებულია მის დიდ, აქციათა ბაზართან შედარებით, მოცულობასთან, მოგების მიღებისა და ლიკვიდურობის რისკების შემცირების უნიკალურ შესაძლებლობებთან.

აქციათა განვითარებადი ბაზრების ქვეშ იგულისხმება, ძირითადად, მესამე მსოფლიოს ქვეყნების ბაზრები. ინფორმაციას მოცემული ბაზრების მდგომარეობის შესახებ აგროვებს და აქვეყნებს *საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია*. ზოგიერთი განვითარებადი ბაზარი დაავადებულია აქტივთა პორტფელის „შეკუმშვით“, რაც განპირობებულია ახალი აქციების გამოშვებათა უფრო დაბალი მოთხოვნითა და მიწოდებით, არასაკმარისი ლიკვიდურობით, რეგულირების არაადეკვატური მეთოდებით და ფირმების საქმიანობის შესახებ გამოქვეყნებული ცნობების მოცულობებით. მიუხედავად ამისა, ამ ბაზრებმა შეიძლება მოგვიტანონ საშუალო დონეზე მაღალი მოგება, აგრეთვე, რისკების შემცირების შესაძლებლობები.

პორტფელების საერთაშორისო დივერსიფიკაცია

საერთაშორისო დივერსიფიკაცია და ძირითადი ფონდების ღირებულება

ამ კარში ჩვენ განსაკუთრებულად მივაქცევთ ყურადღებას იმას, თუ როგორ ახდენს ზემოქმედებას საერთაშორისო დივერსიფიკაცია ძირითადი ფონდების ღირებულებაზე. ჩვენი შესწავლის გამარტივებისათვის გამოვიყენებთ ზოგიერთ დაშვებას, სახელდობრ: ჩვენ ვივარაუდებთ, რომ ვალუტის ფაქტორს აქვს

მინიმალური მნიშვნელობა (ფიქსირებული სავალუტო კურსების სისტემა უცხოური ვალუტების ბაზრებზე წონასწორობის პირობებში). ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სახელმწიფოთაშორისი ოპერაციები არ რეგულირდება და კაპიტალის ეროვნული ბაზრები ინფორმაციულად ეფექტიანია.

ორქვენიანი მოდელი

ჩვენ განვიხილავთ მოდელს, რომელიც შემუშავებულია ოთხი ფასიანი ქაღალდისათვის და ორი ქვეყნისათვის. ამ მოდელით პორტფელის აგებისათვის ჩვენ გვაქვს მთელი საჭირო ინფორმაცია. ეს ინფორმაცია წარმოდგენილია ცხრილ 19.1-ში. ინვესტორებისათვის აშშ-ში ხელმისაწვდომია ფასიანი ქაღალდები 1 და 2, რომლებზეც მითითებულია შემოსავლიანობა, რისკი და ურთიერთკავშირები. ინვესტორებისთვის დიდ ბრიტანეთში ხელმისაწვდომია ფასიანი ქაღალდები 3 და 4. აგრეთვე, წარმოდგენილია ფასისმიერი ინფორმაცია ამ ქაღალდების, საბაზრო ფასების, სუფთა მოგებასთან საბაზრო ფასის შეფარდების მნიშვნელობების შესახებ, მოგება აქციაზე გაანგარიშებით და ამ ფასიანი ქაღალდების ღირებულების მიხედვით. მატრიცა, რომელიც გვიჩვენებს ამ მაჩვენებლების კორელაციასა და კოვარიაციას, აგრეთვე, ჩართულია ცხრილ 19.1-ში

ფასიანი ქაღალდების ამ ორი პორტფელის ხარისხი ნაჩვენებია ცხრილ 19.2-ში. ამ ცხრილში ჩართულია როგორც „საშინაო“ პორტფელები (A და B), ისე საერთაშორისო პორტფელები (B, Г, Д და E). ფასიანი ქაღალდების წონის თანაფარდობა თოთოეული პორტფელის შიგნით – 50X50. დომინირებადი აღმოჩნდება ორი პორტფელი, სახელდობრ B და E. ჩვენ შეგვიძლია ეს ვამტკიცოთ ნახ. 19.1-ის საფუძველზე.

ცხრილი 19.1. შემოსავლიანობა, რისკი და ურთიერთკავშირები მოდელში, რომელიც შემუშავებულია ორი ქვეყნისათვის და ოთხი ფასიანი ქაღალდისთვის

მონაცემები პორტფელში შემაჯავალი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის შესახებ	რისკი	ძირითადი ფონდები		
		მონაცემები ფასების შესახებ საბაზრო ფასის შეფარდება სუფთა მოგებასთან	ფასი	მოგება ერთ აქციაზე
აშშ				

ფასიანი ქაღალდი 1	20	6	10	\$200	\$20
ფასიანი ქაღალდი 2	10	4	10	\$100	\$10
დიდი ბრიტანეთი					
ფასიანი ქაღალდი 3	20	6	5	£200	£40
ფასიანი ქაღალდი 4				£50	£10
კორელაციისა და კოვარიაციის მატრიცა					
	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	
1	–	0,70	0,60	0,20	
2	16,8	–	0,30	0,80	
3	21,6	7,2	–	0	
4	6,0	16,0	0	–	

**ცხრილი 19.2. შემოსავლიანობა და რისკი ორი სახის ფასიანი
ქაღალდებისაგან შედგენილ ყოველგვარ პორტფელზე**

პორტფელი	შემადგენლობა	შემოსავალი	რისკი	საბაზრო ფასის შეფარდება სუფთა მოგებასთან
A	1&2	15	4,62	10
Б	3&4	15	3,9	5
B	1&3	20	5,37	7,5
Г	1&4	15	4,27	7,5
Д	2&3	15	4,1	7,5
E	2&4	10	4,27	7,5

შენიშვნა: პორტფელური რისკის (სტანდარტული გადახრის) შეფასების მეთოდი აღწერილია ამ თავის დანართში. სტუდენტები მუდმივად უნდა მიმართავენ დანართის მასალას ამ კარისა და ამ თავის შემდგომი კარების შესწავლისას, რომლებშიც ნაჩვენებია პორტფელური რისკი.

ძირითადი ფონდების ღირებულება

საერთაშორისო საინვესტიციო ოპერაციების ჩატარების წინ ძირითადი ფონდების ღირებულებები ერთიანდება ცხრილ 19.1-ში მოყვანილის მსგავს

ცხრილებში. საბაზრო ფასის შეფარდება სუფთა მოგებასთან, ჩვეულებრივ, შეადგენს 10-ს აშშ-თვის და 5-ს დიდი ბრიტანეთისათვის. თუ ჩვენ დაგვუშვებთ საერთაშორისო პორტფელების შესაძლებლობებს, მაშინ საჭიროა მივუთითოთ საერთაშორისო საინვესტიციო ნაკადები. ორი ფასიანი ქაღალდისათვის შედგენილი და ცხრილ 19.2.-ში ნაჩვენებ ექვსივე შესაძლო პორტფელთან დომინირებადია B და E პორტფელები.

B და E პორტფელების დომინირება (უპირატესობა) გავლენას ახდენს ამ ორ პორტფელში ჩართულ ან არჩართულ ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნის შეფარდებით „ძალაზე“. ფასიანი ქაღალდები 1 და 2 ჩართულია პორტფელში B, ხოლო ფასიანი ქაღალდები 3 და 4 ჩართულია პორტფელში E. ფასიანი ქაღალდები 2 არ შედის არც ერთ ამ პორტფელში.

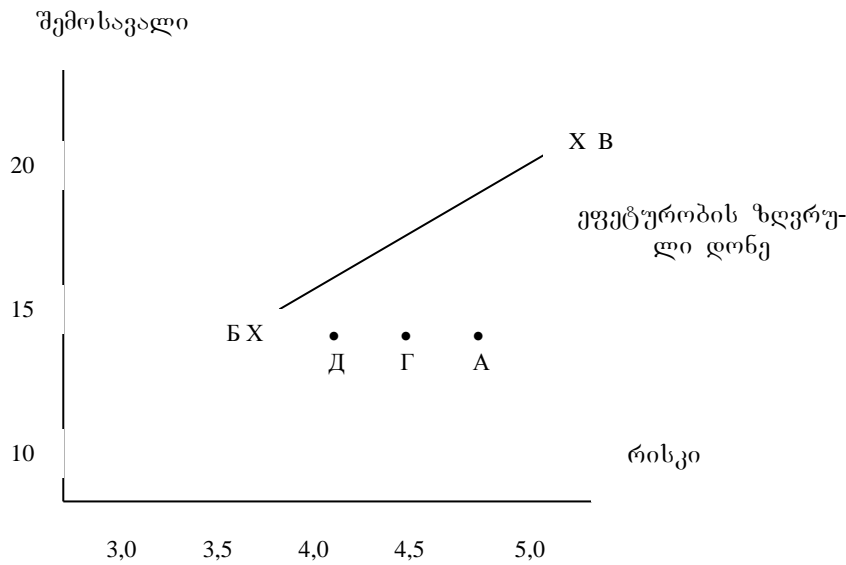
ყოველივე ზემოთქმულის საფუძველზე შეიძლება გავაკეთოთ რამდენიმე განმაზოგადებელი დასკვნა. ფასიან ქაღალდებზე 3 აღინიშნება მნიშვნელოვანი მზარდი მოთხოვნა, რადგან ისინი ჩართულია B და E პორტფელებში. მოთხოვნის ამ ზრდამ უნდა მიგვიყვანოს ფასიან ქაღალდებზე 3 ფასების ზრდამდე, აგრეთვე, სუფთა მოგებასთან საბაზრო ფასის შეფარდების მაჩვენებელთა ზრდამდე.

ფასიან ქაღალდებზე 1 და 4 აღინიშნებოდეს იქნება ზომიერად მზარდი მოთხოვნა, რადგან თითოეული მათგანი ჩართულია ერთ-ერთ ე.წ. დომინირებად პორტფელში. ამ მოთხოვნამ შეიძლება მიგვიყვანოს ფასიან ქაღალდებზე 1 და 4 ფასების და მათთან ურთიერთდაკავშირებული საბაზრო ფასის სუფთა მოგებასთან შეფარდების მაჩვენებლების ზომიერ ზრდამდე.

ფასიან ქაღალდებზე 2 აღინიშნებოდეს იქნება მოთხოვნის გარკვეული ვარდნა, რადგან ინვესტორები ეცდებიან გადაიყვანონ თავიანთი ფულადი სახსრები პორტფელებში, რომლებიც არ მოიცავენ ფასიან ქაღალდებს 2. ეს ვარდნა მიგვიყვანს ფასიანი ქაღალდები 2-ის ღირებულების შემცირებამდე, აგრეთვე, საბაზრო ფასის სუფთა მოგებასთან შეფარდების მაჩვენებელთა შემცირებამდე.

ყველა ცვლილება ფასებში ფასიანი ქაღალდების ამ ოთხ ჯგუფზე, რომლებზეც ჩვენ ზემოთ გვქონდა საუბარი, მიგვიყვანს ამ ფასიან ქაღალდებზე მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შემდგომ კორექტირებამდე. აღინიშნებოდეს იქნება მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შემცირება იმ ფასიან ქაღალდებზე, რომელთა ფასები გაიზრდება. და პირიქით, მოსალოდნელი შემოსავლის ზრდა, აღინიშნებოდეს იქნება იმ ფასიან ქაღალდებზე, რომელთა ფასები ეცემა. ფასიან ქაღალდებზე ფასებისა და მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ყველა ეს ცვლილება

გაგრძელება მანამ, სანამ არ იქნება მიღწეული ახალი ფასისმიერი წონასწორობა კაპიტალთა ბაზარზე.



აღნიშვნები: X – დომინირებადი პორტფელი

• – მეორეხარისხიანი პორტფელი

ნახ. 19.1. ორი ქვეყნისათვის და ოთხი ფასიანი ქაღალდისათვის აგებული მოდელი: დომინირებადი და მეორეხარისხიანი პორტფელები.

წყარო: ცხრილი 19.2.

მრავალქვეყნიანი მოდელი

ამ კარში ჩვენ განვიხილავთ კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის¹ (CAPM) ძირითად დებულებებს, აგრეთვე, შევისწავლით მრავალქვეყნიან მოდელს, რომელიც წარმოადგენს სრულყოფილ CAPM-ს. ბოლოს ჩვენ ვისაუბრებთ საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის მოდელის შესახებ.

კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი

კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი წარმოადგენს საბაზრო წონასწორობის მოდელს. ამ მოდელის წყალობით ჩვენ გვაქვს შესაძლებლობა განვიხილოთ ფასიანი ქაღალდების მსოფლიო ბაზრები გამარტივებული სახით და ამავე დროს არ დავივიწყოთ მათი ძირითადი კომპონენტების შესახებ. ამრიგად ჩვენ შევძლებთ უკეთესად გავიგოთ ამ ბაზრებზე ჩატარებული ოპერაციები.

¹ მოსალოდნელი რისკისა და შემოსავლის საფუძველზე (რედ.შენიშვნა).

კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის აგებისათვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი ვარაუდები:

1. ინვესტორები განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობენ რისკებსა და შემოსავლებს. თითოეული ინვესტორი მეტ-ნაკლები ხარისხით განიცდის რისკს და ცდილობს შეამციროს რისკი მიღებული შემოსავლების ერთეულზე გაანგარიშებით.
2. ამ ბაზრებზე წარმოებულ ოპერაციებში მონაწილე ინვესტორებს აქვთ რაღაც თვალსაზრისი სავაჭრო ოპერაციებში მონაწილე ყველა აქტივზე მოსალოდნელი შემოსავლიანობისა და რისკის თაობაზე.
3. ინვესტორები ახორციელებენ ოპერაციებს ნომინალური შემოსავლების საფუძველზე, რომლებიც დენომინირებულია მათი წარმოშობის ქვეყნის ვალუტაში.
4. ყველა ინვესტორს აქვს შესაძლებლობა მიიღოს კრედიტები და გასცეს სესხები შემოსავლიანობის ურისკო განაკვეთით.
5. ინვესტორები არ აწყდებიან ტრანსაქციურ დანახარჯებსა და გადასახადებს.

CAPM-ს მიყვებართ დასკვნამდე იმის შესახებ, რომ არსებობს სარისკო აქტივების საბაზრო პორტფელი. ეს პორტფელი მოიცავს ყველა აქტივს, რომლებითაც ტარდება სავაჭრო ოპერაციები. წონასწორობის პირობებში ინვესტორებს თავიანთ განკარგულებაში აქვთ უფრო სარისკო და ნაკლებად სარისკო აქტივების ნაკრები. ამ ნაკრებში შეიძლება შედიოდეს, აგრეთვე, რისკისაგან თავისუფალი ზოგიერთი აქტივი. წონასწორობის არსებობისას მოსალოდნელი შემოსავალი თითოეულ აქტივზე უნდა უდრიდეს ურისკო განაკვეთისა და პრემიის ჯამს. ეს სარისკო პრემია მოცემულ აქტივზე შემოსავლის კოვარიაციისა და საბაზრო პორტფელზე მიღებული შემოსავლიანობის პროპორციულია („ბეტა“). ყველა ეს გამოანგარიშება წარმოდგენილია ქვემოთ, განტოლება (1)-ში, რომელშიც E_i - საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალია ფასიან ქაღალდზე, RFR - ურისკო განაკვეთი, B - „ბეტა“ (რისკის სიდიდე), გამოანგარიშებული მოცემული ფასიანი ქაღალდისათვის, M - საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი ფასიანი ქაღალდების საბაზრო პორტფელზე.

$$E_i = RFR + (B \times M)^1 \quad (1)$$

¹ უზუსტობა პირველწყაროში: M არის არა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა საბაზრო პორტფელზე, არამედ - მოსალოდნელი პრემია (დამატებითი შემოსავლიანობა) საბაზრო რისკისთვის (რედ.შენიშვნა).

ვთქვათ, რომ ინვესტორს შეუძლია მიიღოს 5%-ის ტოლი ურისკო განაკვეთი, მაშინ მოსალოდნელი განაკვეთი საბაზრო პორტფელზე უდრის 10%-ს, ხოლო „ბეტა“ სარისკო ფასიან ქაღალდზე შეადგენს 1,2. თუ ჩვენ გამოვიყენებთ წარმოდგენილ ფორმულას, მაშინ მივიღებთ იმას, რომ საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი მოცემულ სარისკო აქტივზე უდრის $5\% - 1,2(10) = 17\%$.

ძირითადი პრობლემა, რომელიც წარმოიქმნება CAPM გამოყენებისას, მდგომარეობს იმაში, რომ ჩნდება საბაზრო პორტფელის (აქტივებისა და მათი წონის) ზუსტი განსაზღვრის აუცილებლობა. ეს მოდელი, აგრეთვე, არ ითვალისწინებს იმ ფაქტს, რომ ინვესტორებს სხვადასხვა ქვეყანაში შეუძლიათ გამოიყენონ თავიანთ ოპერაციებში სხვადასხვა ვალუტა და ჰქონდეთ სხვადასხვა საინვესტიციო უპირატესობა (რომელიც შეეხება აქტივების ფლობას).

საერთაშორისო ინვესტიციების განხორციელების რეალურ პირობებში CAPM გამოყენებისათვის საჭიროა დავეთანხმოთ ორ რთულ ვარაუდს. ჯერ ერთი, ინვესტორებს მთელ მსოფლიოში აქვთ იდენტური უპირატესობები, მეორეც, ყველა ქვეყანაში არსებობს ვალუტების მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი (სავალუტო კურსები ზუსტად ასახავენ განსხვავებებს ინფლაციის ტემპებში).

საერთაშორისო დივერსიფიკაციაში CAPM მოდელის გამოსაყენებლად საჭიროა „ბეტა“ კოეფიციენტის გამოყენება, რომელიც ზომავს რისკის ხარისხს მსოფლიო საბაზრო პორტფელთან მიმართებაში, ასახავს რა აქტივების ცვალებადობას ბაზრის მსოფლიო ინდექსთან შედარებით. თუმცა წარმოიქმნება გარკვეული სირთულე, რომელიც დაკავშირებულია იმასთან, რომ შემოსავალი ყველაზე სარისკო აქტივებზე, პირველ რიგში, არის შიდა ბაზარზე მოქმედი ფაქტორების გავლენის ქვეშ. სოლნიკმა¹ იპოვა ამ პრობლემის გადაჭრის საშუალება, შეიმუშავა რა მრავალქვეყნიანი მოდელი.

მრავალქვეყნიანი მოდელი

ბ. სოლნიკის (B.Solnic) მიერ ჩატარებული კვლევის შესაბამისად, თითოეული ფასიანი ქაღალდი იმყოფება ქვეყნის შიდა ბაზარზე მოქმედი ფაქტორის გავლენის ქვეშ, რომელზეც, თავის მხრივ, გავლენას ახდენს მსოფლიო ბაზარზე მოქმედი ფაქტორი. მაშასადამე, ეროვნულ ბაზარზე არსებული რისკი შეიძლება დავეოთ შემდეგ შემადგენლებზე:

- ა) რისკი, რომელიც გამოწვეულია მსოფლიო საბაზრო ფაქტორის მოქმედებით;
- ბ) რისკი, რომელიც სპეციფიკურია ყოველი ცალკეული ქვეყნისათვის.

¹ B. Solnic. International Investments (Reading, MA: Addison-Wesley, 1991): 134-137.

ქვეყნის მგრძობელობა მსოფლიო საბაზრო ფაქტორისადმი დაკავშირებულია მრავალი სხვა ფაქტორის ზემოქმედებასთან, რომლებიც მოიცავენ საგარეო ვაჭრობის მნიშვნელობას, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკას, ეკონომიკის სამთავრობო რეგულირებასა და კაპიტალთა საერთაშორისო ნაკადებს.

მსოფლიო კოეფიციენტი „ბეტა“ ფასიან ქაღალდებზე (B_{iw}) დამოკიდებულია შიდა კოეფიციენტ „ბეტაზე“ (B_i), აგრეთვე, ფასიან ქაღალდზე ზემოქმედი შიდა ფაქტორის მგრძობელობაზე მსოფლიო ბაზარზე მოქმედი ფაქტორისადმი (B_{iw}). მაშასადამე, საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი თითოეულ ფასიან ქაღალდზე მსოფლიო კოეფიციენტ „ბეტას“ (B_{iw}) და შიდა კოეფიციენტ „ბეტას“ (B_i) პროპორციულია. არსებობს ყველა საფუძველი, რათა ვისაუბროთ იმის შესახებ, რომ ეს ურთიერთკავშირები სრულად შეესაბამებიან CAPM-ის ძირითად მოდელს.

რამდენიმე ქვეყნის საფუძველზე შემუშავებულ მოდელს მივყავართ საერთაშორისო საინვესტიციო ოპერაციებში გამოყენებული „ტოპ-დაუნის“ მიდგომის შესწავლის აუცილებლობამდე. ამ მიდგომის შესაბამისად, პორტფელის მენეჯერი თანმიმდევრობით ანალიზებს ზოგად ტენდენციებს ეკონომიკაში, ხოლო შემდეგ არჩევს პერსპექტიულ დარგს ან კომპანიას. ეს მიდგომა გულისხმობს შემდეგი მოქმედებების განხორციელებას:

1. პროგნოზირდება შემოსავლები და სავალუტო კურსების დინამიკა ეროვნულ ბაზრებზე;
2. მუშავდება საერთაშორისო აქტივების განთავსების ვარიანტები უფრო მნიშვნელოვანი და ნაკლებად მნიშვნელოვანი ქვეყნების ან სექტორების გათვალისწინებით, რომელთა შესახებ მონაცემებიც მიღებულ იქნა 1 ეტაპზე.
3. ფასდება ინდივიდუალური ფასიანი ქაღალდები ეროვნული ბაზრების ჩარჩოებში.
4. ისაზღვრება „ბეტა“ კოეფიციენტი.
5. შეირჩევა აქციები „ბეტა“ კოეფიციენტებისა და იმ პროგნოზების საფუძველზე, რომლებიც შეესება შემოსავლებს ეროვნულ ბაზრებზე. თუ საფონდო ბაზარზე მიმდინარეობს თამაში მომატებაზე, მაშინ ასეთი ბაზრისათვის უნდა აირჩეს მაღალი „ბეტა“ კოეფიციენტები. თუ მოსალოდნელია ვალუტის კურსის ზრდა (მაგრამ არ არის რწმენა მთელ ბაზარში), მაშინ ასეთი ბაზრებისათვის უკეთესია შეირჩეს აქციები დაბალი „ბეტა“ კოეფიციენტით.

იმისათვის, რომ ავსნათ მრავალქვეყნიანი მოდელის გამოყენება, ჩვენ შეგვიძლია შევადგინოთ შემდეგი ცხრილი. ჩვენს განკარგულებაშია პროგნოზები, რომლებიც შეესება ურისკო საპროცენტო განაკვეთს, შემოსავლიანობას შიდა

საფონდო ბაზარზე და, აგრეთვე, სავალუტო კურსების ცვლილებებს (დოლართან მიმართებაში). რაც შეეხება უფრო მნიშვნელოვან და ნაკლებად მნიშვნელოვან ბაზრებს, აქ სიტუაცია ნათელია. პროგნოზირება შემოსავლებზე, რომლებიც შეეხება ისეთ ბაზრებს, რომლებზეც მოსალოდნელია მომატება, მიეკუთვნება, უპირველეს ყოვლისა, ნიდერლანდებს, მაშასადამე, ამ ბაზარს ჩვენს პორტფელში უნდა მიენიჭოს ყველაზე დიდი მნიშვნელობა და ჩართულ უნდა იქნეს ობლიგაციები მაღალი „ბეტა“ კოეფიციენტით. პროგნოზების მონაცემებით საფრანგეთი წარმოადგენს ისეთ ქვეყანას, რომლის ბაზრებზეც მომატება მიდის ნაკლებად აქტიურად. თუმცა, სავალუტო მოლოდინი მიუთითებს ბაზრის კონიუნქტურის ზომიერ მომატებაზე. ასეთ შემთხვევაში ფონდის მმართველი უნდა ანიჭებდეს საფრანგეთს ნაკლებ მნიშვნელობას პორტფელში და არჩევდეს ობლიგაციებს დაბალი „ბეტა“ კოეფიციენტით. იტალიის შემთხვევაში, რომელზეც გაკეთებული პროგნოზები მიუთითებენ ბაზრის კონიუნქტურის მნიშვნელოვან მომატებაზე, მაგრამ არ არის რწმენა მთლიანობაში ყველა ვალუტაზე, ფონდის მმართველი მზად უნდა იყოს სავალუტო ჰეჯირების განხორციელებისათვის იმ შემთხვევებში, სადაც ეს შესაძლებელია.

რამდენიმე ქვეყნის საფუძველზე შემუშავებული მოდელის ილუსტრაცია: „ტოპ-დაუნის“ მიდგომა

	ურისკო განაკვეთი	შემოსავლიანობა შიდა საფონდო ბირჟაზე	ვალუტის ღირებუ- ლების ცვლილება დოლართან მიმართებაში
აშშ	5	10	-
ნიდერლანდები	6	14	+5
საფრანგეთი	9	2	+4
იტალია	12	12	-2

თუმცა მრავალფაქტორიან მოდელს, აგრეთვე, აქვს თავისი სპეციფიკური შეზღუდვები. ჯერ ერთი, თეორიული პოზიციიდან CAPM მსოფლიო მოდელის დაცვა არც ისე ადვილია. მეორეც, მსოფლიო საბაზრო პორტფელის განსაზღვრისას წარმოიქმნება პრაქტიკული ხასიათის მრავალრიცხოვანი პრობლემა. და ბოლოს, მოდელი, რომელიც ითვალისწინებს მხოლოდ მსოფლიო

ფაქტორს, არ ასახავს აქციებზე ფასების საერთაშორისო ქცევას. მრავალქვეყნიანი მოდელი წარმოადგენს სრულყოფას, რადგან ყოველ ცალკეულ შემთხვევაში ეროვნულ ბაზარზე მომქმედი ფაქტორი ასახავს რეალურ და ფულად ზემოქმედებას ეროვნულ ბაზარზე ბრუნვაში არსებულ აქტივებზე. ეს მოდელი წარმოადგენს კიდევ ერთ ეტაპს, რომელიც გვაახლოებს აქციებზე ფასების საერთაშორისო ქცევის უფრო სრულ და კომპლექსურ შესწავლასთან. თუმცა ეს მოდელიც საჭიროებს შემდგომ დამუშავებასა და სრულყოფას. და სწორედ ამ მოდელის ლოგიკურ გაგრძელებად იქცა საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის თეორიული (APT) შემუშავება.

საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის თეორია (APT)

საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის შესწავლას ჩვენს დავიწყებთ იქიდან, რომ განვიხილავთ მარტივ აღწერით მოდელს, რომელშიც შემოსავალი სარისკო აქტივზე განისაზღვრება რამდენიმე ზოგადი ფაქტორით. საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის თეორია შეეხება, ძირითადად, ფასიანი ქაღალდების შეფარდებითი ღირებულების და არა მსოფლიო საბაზრო პორტფელის განსაზღვრას. ზოგადი ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ შემოსავლებზე, საკმაოდ მრავალფეროვანია.

APT-ში არსებობს რამდენიმე ფაქტორი, რომელიც საერთოა ყველა ფასიანი ქაღალდისთვის და რომელიც გავლენას ახდენს ამ ფასიანი ქაღალდების შეფარდებით შემოსავლებზე (და ფასებზე). ფასიან ქაღალდებზე შემოსავლიანობის საჭირო დონეს გააჩნია მგრძნობელობა თითოეული ფაქტორის ცვლილებებისადმი. თითოეული კონკრეტული ფაქტორისათვის ეს მგრძნობელობა („ბეტა“) შეიძლება იყოს მეტი ან ნაკლები თითოეული ფასიან ქაღალდზე, რაც დამოკიდებულია ამ მგრძნობელობების ურთიერთკავშირზე.

მოსალოდნელი შემოსავალი ფასიან ქაღალდებზე წარმოადგენს ამ „ბეტა“ კოეფიციენტების ხაზოვან (წრფივ) ფუნქციას:

$$E(R) = R_0 + B_1RP_1 + B_2RP_2 + \dots + B_kRP_k$$

სადაც RP_i – i ფაქტორთან დაკავშირებული სარისკო პრემიაა, R_0 – ურისკო განაკვეთია.

საჭიროა იმ ფაქტორების შეფასება, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფასიან ქაღალდებზე მიღებულ შემოსავლებზე. მარტივი თეორიული მოდელი, რომლის შესაბამისად შეიძლება განგვეხორციელებინა ფაქტორების არჩევა, ჯერ არ არის

შემუშავებული. თუმცა ანალიტიკოსები თავიანთ ნაშრომებში ყველაზე ხშირად იყენებენ ფაქტორთა რამდენიმე ნაკრებს.

1. *რეალური ეკონომიკური ფაქტორები.* ისინი ზომავენ ეკონომიკურ ზრდას, სამრეწველო წარმოებასა და ენერჯის გამოყენებას.

2. *ფულადი ფაქტორები.* ისინი შეიძლება მოიცავდნენ ცვლილებებს საპროცენტო განაკვეთებში ან ცვლილებებს ინფლაციის დონეში.

3. *შიდა ფაქტორები.* ისინი შეიძლება მოიცავდნენ ცვლად სიდიდეებს, რომლებიც ასახავენ ქვეყნის შიდა ეკონომიკის გადახრას იმ ტენდენციებიდან, რომლებიც დომინირებს მსოფლიო მასშტაბით.

4. *სამრეწველო ფაქტორები.* ეს ფაქტორები მოიცავენ იმ ფაქტორთა ნაკრებს, რომლებიც საერთოა ერთ დარგში მომქმედი ყველა კომპანიისათვის (ზოგადსამრეწველო ფაქტორები).

საბაზრო ეფექტიანობა საერთაშორისო კონტექსტში

ბაზრის ეფექტიანობა და არასრულყოფილება

ბაზრის ეფექტიანობა წარმოადგენს მნიშვნელოვან საკითხს, რომელიც გავლენას ახდენს პოტენციურ სარგებელზე, რომელსაც ღებულობენ საერთაშორისო დივერსიფიკაციისაგან. თუ საერთაშორისო აქტივების ღირებულებას ადგენენ ეფექტიანი ფინანსური ბაზრის კანონების მიხედვით, მაშინ ასეთი ფასების ჩამოყალიბებისას უკვე გამოყენებულ იქნა მთელი ხელმისაწვდომი ინფორმაცია. შედეგად ეს ფასები ეყრდნობა ინვესტორების რაციონალურ მოლოდინს და ინვესტორები ასეთ სიტუაციაში განიცდიდნენ იქნება სირთულეებს არასათანადოდ შეფასებული ფასიანი ქაღალდების ძებნისას. მაშასადამე, ისინი ვერ შეძლებენ უკეთესი შედეგების მიღწევას, ვიდრე ამას გვიჩვენებს ბაზრის ინდექსი.

თუ ჩვენ ვივარაუდებთ იმას, რომ მრავალი ინსტიტუციური ინვესტორი, რომელიც ორიენტირებულია საერთაშორისო ბაზარზე, თავისი პორტფელის მართვაში იყენებს ინდექსურ მიდგომას (იხ. შემდეგი თავი ინდექსური მეთოდის განხილვისთვის), მაშინ ჩვენ შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ამ ინვესტორების ნდობა ჰიპოთეზისადმი საბაზრო ეფექტიანობის შესახებ საკმაოდ დიდია. ალტერნატიული ინტერპრეტაციის სახით ჩვენ შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ინვესტიციების ეს მმართველები ახდენენ თავიანთი პორტფელური ოპერაციების კრიტიკის

შესაძლებლობების მინიმიზაციას განსაზღვრული საბაზრო ინდექსის საფუძველზე მართვად პორტფელში მათი ხელმძღვანელობის ქვეშ მყოფი პორტფელური საშუალებების მნიშვნელოვანი ნაწილის გაერთიანების წყალობით.

ოფიციალური კვლევების ჩატარების შედეგად მიღებულ იქნა მონაცემები, რომლებიც ადასტურებენ იმას, რომ ცალკეული მსხვილი ფინანსური ბაზრის (ნიუ-იორკი, ლონდონი, ტოკიო და სხვა). ტესტირებამ მიუთითა ამ ბაზრების ეფექტიანობაზე. ეს ნიშნავს, რომ ფასების დინამიკა ამ ბაზრებზე სრულად შეესაბამება შემთხვევითი ხეტიალის თეორიას. ჰავაინი თავის ნაშრომებში უფრო შორს წავიდა, აღნიშნა, რა რომ მხოლოდ ზოგიერთი ჩატარებული კვლევა იყო მიმართული იმაზე, რომ დაადასტუროს ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ბაზრების ეფექტიანობა.

და მიუხედავად იმისა, რომ ცალკეული ეროვნული საფონდო ბაზრები ახდენენ ეფექტიანობის დემონსტრირებას, რაზეც მიუთითებს სტატისტიკურად განსაზღვრული და გაზომილი ფასთა დინამიკა, რომელიც აღწერილია როგორც შემთხვევითი ხეტიალი, იგივე ბაზრები მაინც ავლენენ გარკვეულ ნაკლოვანებებსა და განსხვავებებს ოპერაციებსა და სტრუქტურებში.

საფონდო ბაზარი ითვლება ინფორმაციულად ეფექტიანდ, თუ ფასიანი ქაღალდების (აქტივების) ღირებულების განსაზღვრისას, რომლებიც ბრუნვაში არიან ამ ბაზარზე, გამოიყენება მთელი ხელმისაწვდომი ინფორმაცია. თუმცა არსებობს მნიშვნელოვანი განსხვავებები ხელმისაწვდომ ინფორმაციასა და სრულ ინფორმაციას შორის. მარეგულირებელი ორგანოები, ისეთები, როგორებიცაა აშშ-ში ფასიანი ქაღალდების და ბირჟების კომისია და ანალოგიური სამსახურები სხვა ქვეყნებში, ცდილობენ შეამცირონ განსხვავება ხელმისაწვდომ ინფორმაციასა და სრულ ინფორმაციას შორის. ისინი, აგრეთვე, ცდილობენ თავიდან აიცილონ დახურული¹ ინფორმაციის უკანონო გამოყენება. ის ფაქტი, რომ იტალიის ან ნორვეგიის მარეგულირებელი ორგანოები აწოდებენ აშშ-ს მთელ საჭირო ღია ინფორმაციას, ჯერ კიდევ არ ნიშნავს იმას, რომ იტალიისა და ნორვეგიის საფონდო ბაზრები ნაკლებად ეფექტიანია, ვიდრე აშშ-ს ბაზრები. და თუ ინვესტორები იტალიისა და ნორვეგიაში სრულად იყენებენ ინფორმაციას, რომელსაც აძლევენ მათ აქტივებზე ფასების განსაზღვრისათვის, მაშინ ჩვენ შეგვიძლია ვამტკიცოთ, რომ ამ ქვეყნების ბაზრები ასევე ეფექტიანია.

¹ დახურული (შიდა) ინფორმაცია – ინფორმაციაა კორპორაციის თანამდებობის პირებისთვის, რომელიც არ ექვემდებარება გამოყენებას ბაზარზე.

როგორც ჩვენ დავამტკიცეთ, არასრულყოფილებას საფონდო ბაზრებზე წარმოებულ ოპერაციებზე ყოველთვის არ მივყევართ იქამდე, რომ ეს ბაზრები ითვლებიან ნაკლებად ეფექტიანად. მიუხედავად ამისა, ეს არასრულყოფილება ძალზე მნიშვნელოვანია ინვესტორისათვის. ამ ნაკლოვანებებში ჩვენ შეგვიძლია ჩაერთოთ შემდეგი:

1. უწყვეტი ვაჭრობის ჩატარების დონე. როგორც უკვე აღინიშნა მე-18 თავში, ზოგიერთ საფონდო ბაზარზე ფასწარმოქმნა შეიძლება წარმოებდეს მხოლოდ ერთხელ, ხოლო შემდეგ სავაჭრო ოპერაციები გრძელდება ერთიანი ფასის საფუძველზე, რომელიც განისაზღვრება საბირჟო გარიგებების მონაწილეების მიერ ბირჟის სავაჭრო დარბაზში ხმით ან ქუსტით. მაშასადამე, სავაჭრო ოპერაციების მოცულობა ამ ბაზრებზე შეზღუდულია, და ეს ოპერაციები შეიძლება ხორციელდებოდეს მხოლოდ „ბაზრის განსაზღვრული მკეთებლების“¹ მიერ.
2. სავაჭრო ოპერაციების კონცენტრაცია შეიძლება იყოს საკმაოდ მაღალი. ზოგიერთ საფონდო ბაზარზე სავაჭრო ოპერაციები ხუთ ან ათ ყველაზე აქტიურ აქციაზე შეიძლება შეადგენდეს საბაზრო ოპერაციების მთელი მოცულობის ნახევარზე მეტს. ამის შედეგად გარიგებების მოცულობა, რომლებიც დადებულია რეგისტრირებულ და სავაჭრო ოპერაციებში მონაწილე აქციათა გამოშვებების უმრავლესობაზე, უმნიშვნელოა, რის გამოც ფასები ამ აქციებზე განიცდიან მკვეთრ და ხშირ ცვლილებებს.
3. ბაზრის სიდიდე და ძირითადი აქციების კაპიტალიზაციის ხარისხი შეიძლება იყოს შედარებით დაბალი. ზოგიერთ საფონდო ბაზარზე შეიძლება იყოს აქციების მხოლოდ რამოდენიმე გამოშვება, რომლებზეც საბაზრო ოპერაციების მოცულობა საკმაოდ დიდია, რაც საშუალებას გვაძლევს ჩავატაროთ ინსტიტუციური სავაჭრო ოპერაციები და არ გვეშინოდეს ბაზრის დესტაბილიზაციისა.

ვალუტის ფაქტორი

ვალუტის ფაქტორს უკავია მნიშვნელოვანი ადგილი საკითხში, რომელიც შეეხება საერთაშორისო ბაზრების ეფექტიანობას. სავალუტო ბაზარი აკავშირებს ერთმანეთთან კაპიტალთა ეროვნულ ბაზრებს და გამოდის ისეთი მექანიზმების

¹ საბროკერო ფირმა, რომელიც მუდმივად ახდენს ფასიანი ქაღალდების ან საქონლის კოტირებას.

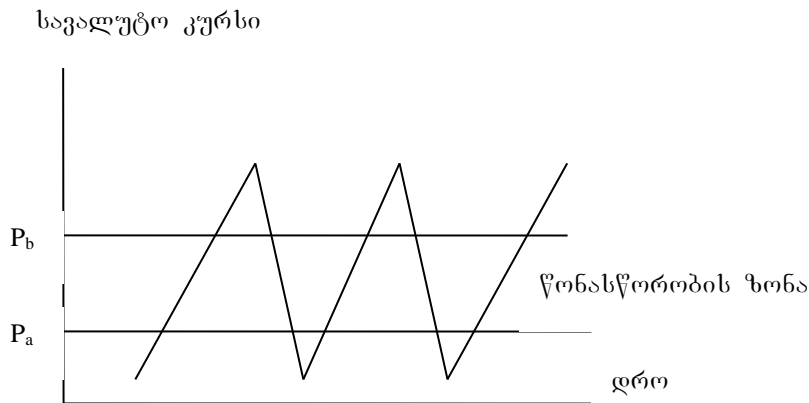
სახით, რომელიც ხელს უწყობს საინვესტიციო ფულადი საშუალებების გადაადგილებას ერთი ქვეყნის კაპიტალის ბაზრიდან სხვა ქვეყნების კაპიტალის ბაზრებზე.

არსებობს ორი საწინააღმდეგო თვალსაზრისი, რომლებიც არც ისე ადვილი შესარიგებელია იმ საკითხების შესწავლისას, რომლებიც შეეხება იმას, თუ როგორაა დამოკიდებული ვალუტის ფაქტორი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობაზე. ეს თვალსაზრისები შეიძლება შემდგენაირად ჩამოვაცალიოთ:

1. განსხვავებები ქვეყნების მიხედვით აქციებსა და ობლიგაციებზე მიღებულ შემოსავლებში ასახავენ სავალუტო კურსების სავარაუდო ცვლილებებს. მაშასადამე, შეიძლება ჩაითვალოს ის, რომ ისინი შეესაბამებიან *ფიშერის საერთაშორისო ეფექტის* პირობებს, რომელიც შეეხება იმ ინვესტორებს, რომლებიც ახორციელებენ თავიანთ ოპერაციებს ეფექტიან ბაზრებზე. ასეთ შემთხვევაში ჩვენ შეგვიძლია გავაკეთოთ დასკვნა იმის შესახებ, რომ კაპიტალთა საერთაშორისო ბაზრებისადმი გამოყენებადია წონასწორობისა და ეფექტიანობის პირობები.

2. სავალუტო ბაზრები, თავიანთი ბუნებით, საკმაოდ არასტაბილური არიან და განიცდიან სავალუტო კურსების გადიდების ხანგრძლივ პერიოდებს. სწორედ ამიტომ ჩვენ შეგვიძლია ვისაუბროთ იმის შესახებ, რომ საერთაშორისო ინვესტორები ახორციელებენ თავიანთ ოპერაციებს იმ სიტუაციებში, რომლებიც არ შეესაბამება ეფექტიანი ბაზრების პირობებს. ძალზე მნიშვნელოვანია ისიც, რომ ინვესტორები მუშაობენ ისეთ პირობებში, როდესაც საბაზრო წონასწორობა არ არსებობს, რის გამოც პროგნოზირებას გააჩნია ძალზე მაღალი პრიორიტეტი.

პირველი თვალსაზრისის თანახმად, სავალუტო ბაზრებზე ღირებულებათა ნებისმიერი ცვლილება უნდა განიხილებოდეს მხოლოდ როგორც დროებითი გადახრა ეფექტიანობიდან. ამავე დროს კაპიტალთა ბაზრების გლობალური ეფექტიანობა განიხილება უმთავრესად წონასწორობის საკითხთან კავშირში. წონასწორობის არსებობა არ ეწინააღმდეგება წონასწორობის ამ პირობებიდან დროებითი (სავარაუდო) გადახრების წარმოქმნას. თუმცა ითვლება, რომ წონასწორობა ყოველთვის ძალზე სწრაფად აღდგება, თუ კაპიტალის ბაზრის აქტივთა ფასწარმოქმნის პროცესში ჩაირთვება ინფორმაციის ახალი ნაკადები და მოლოდინი რომლებიც შეეხება სავალუტო შეფასებებს.



ნახ. 19.2. სავალუტო კურსების ცვლილებები, რომლებიც გადიან წონასწორობის ზონის როგორც ზემოთ ისე ქვემოთ.

მეორე თვალსაზრისი აქცენტს აკეთებს იმ ფაქტზე, რომ პირობები საზღვარგარეთის სავალუტო ბაზრებზე ხასიათდებიან წონასწორობის არარსებობით, ხოლო ვალუტების კურსებს განიხილავთ ტენდენცია მერყეობდნენ არა მარტო წონასწორობის დონეების ფარგლებში, არამედ ამ დონეების ფარგლებს გარეთაც. ეს ტენდენცია აშკარად აღინიშნება ნახ. 19.2-ზე, რომელზეც ჩვენ ვხედავთ, რომ სავალუტო კურსი იზრდება და გადის თავდაპირველად წონასწორობის ზონას (რომელიც აღნიშნულია $P_a P_b$), ხოლო შემდეგ გადის წონასწორობის მითითებულ ზონაზე ბევრად უფრო ზემოთ. შემდგომში სავალუტო კურსი მცირდება, ისევ გადის რა წონასწორობის ზონას და ეშვება რა ამ ზონაზე ქვემოთ. სავალუტო კურსების გაზრდის ან შემცირების სწორედ ასეთი საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდები ყველაზე ხშირად აბნევენ ამ კურსების დინამიკის პროგნოზთა შემდგენლებს.

რაციონალური მოლოდინი და საერთაშორისო აქტივების შეფასება

საინვესტიციო პორტფელების საერთაშორისო მართვის ერთ-ერთ ყველაზე ნათელ არათანმიმდევრულ მახასიათებელს წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის აქტივთა დიფერენცირებული შეფასება. ეს დიფერენცირებულობა ხდება განსაკუთრებით ნათელი, თუ ჩვენ მოვახდენთ აქციათა სხვადასხვა ეროვნულ ბაზარზე აქციის საბაზრო ფასის სუფთა მოგებასთან შეფარდების მაჩვენებელთა შედარებას, და თუ ჩვენ შევაჯერებთ შემოსავლიანობას გრძელვადიან ობ-

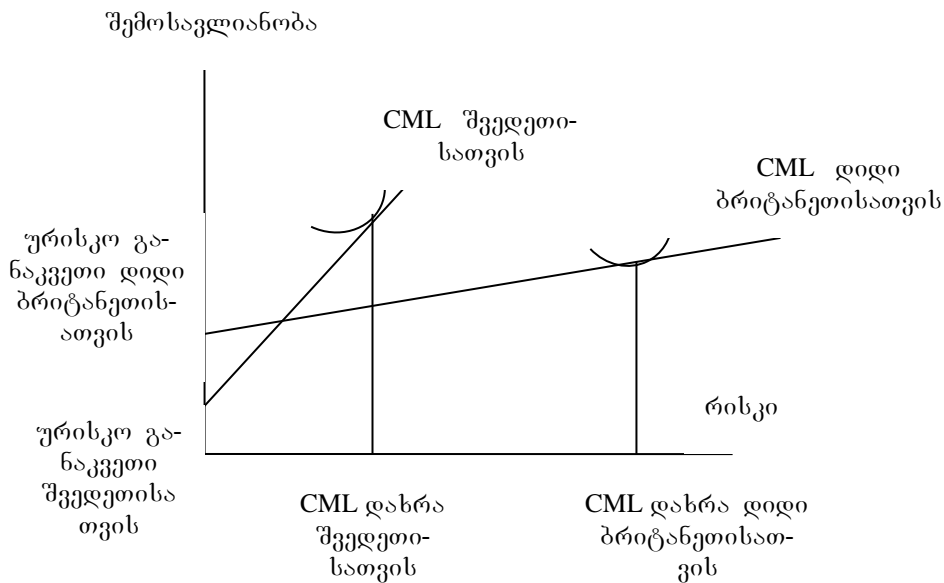
ლიგაციებზე ობლიგაციათა სხვადასხვა ეროვნულ ბაზარზე. არსებობს რამდენიმე მიზეზი, რომელიც განაპირობებს ამ დიფერენცირებულ შეფასებას.

კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრებზე აქტივების ღირებულების დიფერენცირებული შეფასების აუცილებლობის გამომწვევ ერთ-ერთ შესაძლო მიზეზს წარმოადგენს მოლოდინი, რომელიც შეეხება სავალუტო კურსების ცვლილებებს. თვლიან, რომ ინვესტორების ქცევა უნდა იყოს რაციონალური. მაშასადამე, ეს ინვესტორები ადგენენ უცხოური ვალუტების კურსების, ობლიგაციათა ღირებულებებისა და საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებებთან დაკავშირებულ ფინანსური აქტივების ღირებულებათა მომავალი დინამიკის გონივრულ შეფასებებს. ეს რაციონალური მოლოდინი განსაზღვრულ ზემოქმედებას უნდა ახდენდეს საბაზრო ოპერაციებსა და საბაზრო არბიტრაჟზე, რომელთა შესაბამისად მყარდება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ღირებულებები, რომ შეუძლებელი ხდება მოგების მიღება შემდგომი არბიტრაჟის შედეგად. ასეთ შემთხვევაში ჩვენ ველოთ იმას, რომ წარმოიქმნება **ფიშერის საერთაშორისო ეფექტი**. აქტივების ღირებულების განსაზღვრის ნებისმიერი საერთაშორისო დიფერენციაცია შეიძლება დაკავშირებული იყოს მოსალოდნელ სავალუტო რისკთან. მაშასადამე, ფასების დადგენის ეს საფუძველი, აგრეთვე, არის რაციონალური.

კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრებზე აქტივების ღირებულების დიფერენცირებული შეფასების მეორე მიზეზი განპირობებულია განსხვავებებით კაპიტალთა ცალკეულ სეგმენტირებულ ბაზრებში რისკის მიუღებლობაში.¹ ინვესტორები ერთ ქვეყანაში (შვედეთში) დებულობენ უფრო მაღალ პრემიას აქტივებზე რისკის დაბალი ხარისხით, ისეთებზე, როგორებიცაა სამთავრობო ობლიგაციები, ვიდრე ინვესტორები სხვა ქვეყანაში (დიდ ბრიტანეთში). ამის შედეგად ინვესტორები შვედეთში, რომლებიც არ დებულობენ რისკს, ზრდიან ფასებს ობლიგაციებზე, ამცირებენ რა ამავე დროს ამ ობლიგაციების შემოსავლიანობას. დიდ ბრიტანეთში აღინიშნება საპირისპირო სიტუაცია, რადგან ინვესტორები, რომლებიც მზად არიან მიიღონ უფრო მაღალი ხარისხის რისკი, უარს ამბობენ სამთავრობო ობლიგაციებზე. ამიტომ სამთავრობო ღირებულება რჩება დაბალი, რაც ინვესტორებს დიდ ბრიტანეთში აძლევს შესაძლებლობას მიიღონ უფრო მაღალი დონის შემოსავლიანობა. ეს ურთიერთკავშირები ჩვენ შეგვიძლია დავინახოთ ნახ. 19.3-ზე, სადაც წონასწორობის მდგომარეობის ასახვისთვის შევედეთსა და დიდ ბრიტანეთში, შესაბამისად, გამოიყენება

¹ ინვესტორის მხრიდან საკუთარ თავზე რისკის მიღების სურვილის არქონა.

კაპიტალთა ბაზრების სხვადასხვა ხაზები (CML). შემდეგ კარში ჩვენ განვიხილავთ კაპიტალთა ბაზრების ამ ხაზთა აუცილებლობასა და მათ გამოყენებას.



ნახ. 19.3. საბაზრო წონასწორობის პოზიციების შედარება, რომელთა დროს ინვესტორები მზად არიან მიიღონ სხვადასხვა ხარისხის რისკი

ჩვენ უნდა აღვნიშნოთ ის ფაქტი, რომ CML დიდი ბრიტანეთისთვის გადაკვეთს ვერტიკალურ ღერძს შვედეთის CML-ზე ზემოთ. ეს ნიშნავს იმას, რომ დიდ ბრიტანეთში ურისკო განაკვეთი უფრო მაღალია შვედეთის განაკვეთთან შედარებით, რაც მიუთითებს ინვესტორების მიერ დიდ ბრიტანეთში მიღებულ უფრო მაღალ სარისკო პრემიაზე. აგრეთვე, დიდი ბრიტანეთის CML დახრა განსხვავდება შვედეთის CML დახრისაგან, რაც გვაძლევს შესაძლებლობას ვივარაუდოთ, რომ შვედი ინვესტორები მზად არიან უარი განაცხადონ დამატებით შემოსავალზე, თუ ის დაკავშირებულია უფრო მაღალი ხარისხის რისკთან და თუ რისკთან დაკავშირებული მოგების ზრდა საკმაოდ უმნიშვნელოა. ამრიგად, ჩვენ ვაჩვენებთ საბაზრო წონასწორობა, რომლის დროს შვედი ინვესტორები ღებულობენ საკუთარ თავზე უფრო დაბალი დონის რისკს, ვიდრე ინვესტორები დიდ ბრიტანეთში.

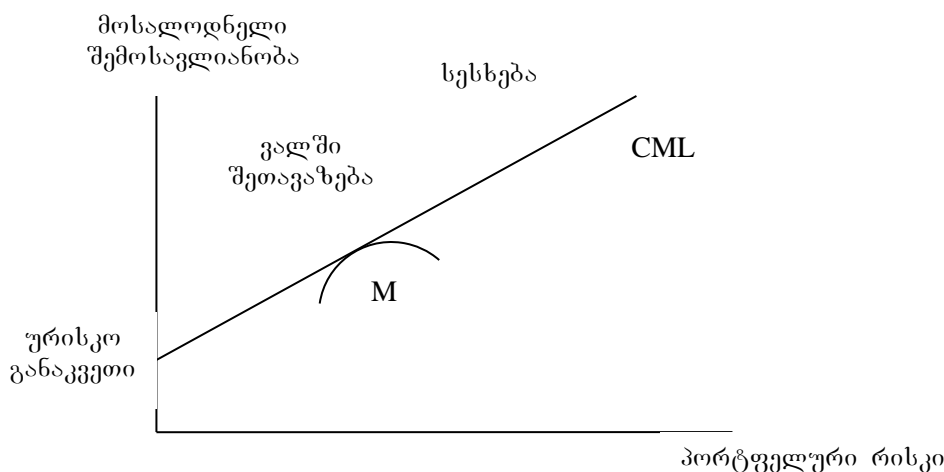
კაპიტალთა ბაზრის ხაზი (CML).

კაპიტალთა ბაზრების თეორია დაფუძნებულია მარკოვიცის (Markowitz) პორტფელურ მოდელზე. ამ მოდელის შესაბამისად: 1) ყველა ინვესტორი ცდილობს,

რომ მათი პორტფელები იმყოფებოდეს მარკოვიცის ეფექტიანობის ზღვრული დონის რომელიმე წერტილზე; 2) ინვესტორებს აქვთ შესაძლებლობა მიიღონ სესხი და გასცენ სასესხო საშუალებები შემოსავლიანობის ურისკო განაკვეთით; 3) ინვესტორებს გააჩნიათ ერთგვაროვანი მოლოდინები (რომლებიც შეესება შემოსავლის მომავალ განაკვეთებს) და ატარებენ დროის ცალკეული პერიოდების მსგავს ანალიზებს; 4) ინვესტიციები და საინვესტიციო ფასიანი ქაღალდები გაყოფადია (უწყვეტი მრუდები); 5) არ არსებობს არავითარი გადასახადი ან ტრანსაქციული დანახარჯები აქტივების ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების დროს; 6) არ არსებობს ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებები; 7) კაპიტალთა ბაზრები იმყოფებიან წონასწორობაში.

რისკისაგან თავისუფალი აქტივები

ინვესტორებს შესაძლებლობა აქვთ შეიძინონ სარისკო აქტივები ან რისკისაგან თავისუფალი აქტივები. აქტივი ითვლება ურისკოდ, თუ ინვესტორებს არ უჩნდებათ არავითარი ეჭვი შემოსავლის მოსალოდნელი განაკვეთის თაობაზე, ხოლო შემოსავლების სტანდარტული გადახრა უდრის ნულს. ეს შემოსავლიანობა შეიძლება იყოს ეროვნული ეკონომიკის ზრდის გრძელვადიანი რეალური განაკვეთის ანალოგიური. რისკისაგან თავისუფალი აქტივების პორტფელი ნაჩვენებია ნახ. 19.4-ზე RFR წერტილში, რომელშიც მოსალოდნელი შემოსავალი უდრის RFR, ხოლო შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრა უდრის ნულს.



ნახ. 19.4. CML და შესაბამისი პორტფელების ილუსტრაცია

რადგან კოვარიაცია ორ აქტივს შორის უდრის მათი შემოსავლიანობის კორელაციის კოეფიციენტს (Correl), გამრავლებულს ორ ფასინ ქაღალდზე

მიღებული შემოსავლების სტანდარტულ გადახრაზე (SD), ამიტომ ურისკო აქტივების კოვარიაცია, ნებისმიერ სარისკო აქტივთან ან აქტივების პორტფელთან უნდა უდრიდეს ნულს, რაც მტკიცდება სწორედ შემდეგი განტოლებით:

$$\text{Cov}_{i,\text{rfr}} = \text{Correl}_{i,\text{rfr}} \times \text{SD}_i \times \text{SD}_{\text{rfr}} \quad (2)$$

თუ ჩვენ განვახორციელებთ ურისკო აქტივის კომბინირებას სარისკო პორტფელთან, მაშინ მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უდრიდეს იქნება ორ აქტივზე მიღებული შემოსავლიანობის შეწონილ საშუალო მნიშვნელობებს.

თუ ჩვენ ვაწარმოებთ ურისკო აქტივის კომბინირებას სარისკო აქტივების პორტფელთან, მაშინ ურისკო აქტივებზე მიღებული შემოსავლიანობის დისპერსია უდრიდეს იქნება ნულს. კორელაცია რისკისაგან თავისუფალ აქტივებსა და სარისკო აქტივებს შორის, აგრეთვე, უდრის ნულს. მაშასადამე, პორტფელის საშუალოკვადრატული გადახრა, რომელიც შეიცავს სარისკო და ურისკო აქტივებს, დამოკიდებულია პორტფელის სტანდარტულ გადახრაზე და ხაზოვნადაა დამოკიდებული ხვედრით წონაზე, რომელიც აქვს სარისკო პორტფელს საერთო პორტფელში. ამრიგად CML გრაფიკზე წარმოადგენს სწორ ხაზს, რომელიც გამოდის RFR წერტილიდან.

საბაზრო პორტფელი

საბაზრო პორტფელში ჩართულია ყველა სარისკო აქტივი (ობლიგაციები, აქციები, უძრავი ქონება, ოქრო და ა.შ.) თავიანთი საბაზრო ღირებულების პროპორციულად. ამ პორტფელში ნებისმიერი არაორგანული რისკი მთლიანად დივერსიფიცირდება. ყოველი ცალკეული აქტივისათვის დამახასიათებელი რისკი კომპენსირდება პორტფელში სხვა აქტივების შემოსავალთა ცვალებადობით. რჩება მხოლოდ ერთი რისკი – ორგანული.¹ ეს ორგანული რისკი იზომება საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის სტანდარტული გადახრით.

ინვესტორებს აქვთ შესაძლებლობა განახორციელონ ყველა თავისი რესურსის ინვესტირება საბაზრო პორტფელში (წერტილი M ნახ. 19.4). ალტერნატიული ვარიანტის სახით მათ შეუძლიათ თავიანთი რესურსების გარკვეული ნაწილი გასცენ კრედიტში (მოახდინონ ინვესტირება) ურისკო განაკვეთით, ხოლო შემდეგ მოახდინონ რესურსების დარჩენილი ნაწილის ინვესტირება საბაზრო პორტფელში. ამ შემთხვევაში ინვესტორები შეიძლება ელოდონ საინვესტიციო შემოსავლის მიღებას, რომელიც განლაგებულია სადღაც RFR და M წერილებს შორის. ან მათ

¹ მოცემული სისტემისათვის დამახასიათებელი რისკი (რედ. შენიშვნა)

შეუძლიათ ყველა რესურსის ინვესტირება საბაზრო პორტფელში და მიიღონ სესხი ურისკო განაკვეთით, მოახდენენ რა მთელი შემოსავლის ინვესტირებას სარისკო საბაზრო პორტფელში. შემოსავალი და რისკი ხაზოვნად გაიზრდება CML-თან ერთად. ამის შედეგად CML იქცევა ეფექტიანობის ახალ (დომინირებად) ზღვრულ დონედ. CML ხაზზე განლაგებული ყველა პორტფელი შემოსავლიანობის ცვალებადობის დონის მიხედვით სრულად კორელირებს ბაზართან.

კვლევები, რომლებიც ადასტურებენ აქციათა საერთაშორისო

დივერსიფიკაციის აუცილებლობას

ჰერი მარკოვიცისა და ჯეიმს ტობინის (James Tobin) მიერ შემუშავებული პორტფელური ინვესტიციების არჩევის მოდელები წარმოადგენენ სარისკო აქტივების დივერსიფიკაციის თეორიულ საფუძველს. როგორც ჩვენ უკვე აღვნიშნეთ ამ თავში, დივერსიფიკაციის წყალობით რისკის შემცირების ხარისხი დამოკიდებულია, კერძოდ, პორტფელში ფასიან ქაღალდებზე მიღებული შემოსავლების კორელაციაზე. შემოსავლების მაღალ კორელაციას მივეყვართ რისკის მინიმალურ შემცირებამდე იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც პორტფელში დივერსიფიკაციის მიზნით ჩართულია ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი რაოდენობა.

დივერსიფიკაციის პირველი კვლევები

ერთი სახელმწიფოს ფარგლებში ეკონომიკური მოვლენები და ეკონომიკური ცვლადი სიდიდეები იცვლება, უმთავრესად, პარალელურად. მაშასადამე, საერთაშორისო შემოსავლებს აქციებზე შეიძლება ჰქონდეს მაღალი ხარისხის კორელაცია. ემპირიული კვლევები გვიჩვენებენ, რომ აქციათა შემოსავლიანობის კორელაცია შეადგენს 0,5-0,6 შიდა ფასიანი ქაღალდებისთვის ყოველ ცალკეულ ეროვნულ საფონდო ბაზარზე. ცალკეულ ეროვნულ საფონდო ბაზარზე შიდა ფასიან ქაღალდებს შორის დადებითი კორელაციის შედარებით მაღალი ხარისხი გვაძლევს საფუძველს ვივარაუდოთ, რომ არსებობს რისკის შემცირების ზღვარი. თუმცა, რისკის შემცირების ხარისხი შეიძლება იყოს მნიშვნელოვნად გაზრდილი, თუ დივერსიფიკაცია ხორციელდება საერთაშორისო დონეზე. 1968 წელს გამოქვეყნებული პირველ კვლევებში ჰ.გ. გრუბელმა (H.G. Grubel) ააგო ეფექტიანობის ზღვრული დონის მრუდი 13 ქვეყნისათვის ინდექსირებულ ეროვნულ

საფონდო ბაზრებზე შემოსავლიანობის, რისკისა და შემოსავლების კორელაციის შესახებ არსებული მონაცემების საფუძველზე.¹ ორი წლის შემდეგ ჰ. ლევიმ (H. Levy) და მ. სარნატმა (M. Sarnat) გააფართოვეს ეს მიდგომა, გაანალიზეს რა 28 ქვეყანა 1951-დან 1967 წლამდე პერიოდში. ლევიმ და სარნატმა გამოიანგარიშეს შემოსავლისა და რისკის საშუალო დონეები (სტანდარტული გადახრები) დოლარებში. აგრეთვე, აგებულ იქნა კორელაციური მატრიცა. შემოსავლების დონე მერყეობდა საკმაოდ მაღლიდან (17,8% იაპონიისათვის) დაბალ მნიშვნელობამდე (1,5% ესპანეთისთვის). ოთხი ქვეყნისათვის სტანდარტული გადახრები აღემატებოდა 30%-ს, მაშინ როდესაც შვიდი ქვეყნისათვის სტანდარტული გადახრები აღმოჩნდა 13%-ზე ნაკლები.

შარპ-ლინტნერის (Sharpe-Lintner) მოდელის გამოყენებით შერჩეულ იქნა ოპტიმალური პორტფელები, რომლებიც მოიცავენ შესაბამისად 2, 3, 4 და 6%-ის ტოლ შემოსავლიანობის ურისკო განაკვეთს (ცხრილი 19.3). უნდა აღნიშნოს, რომ ცხრილ 19.3-ში მითითებულ ოთხ ოპტიმალურ პორტფელში ჩართულ იქნა მხოლოდ ცხრა ქვეყნის საფონდო ბაზრების ინდექსები. ნაწილობრივ ეს აიხსნება ამ ცხრა ქვეყანას შორის შემოსავლების დაბალი ან უარყოფითი კორელაციით (ქვეყანაში 36 წყვილი კორელაციიდან 14 ცნობილ იქნა უარყოფითად). ინვესტიციები აშშ-სა და იაპონიაში შეადგენდნენ ოპტიმალური პორტფელების ძირითად ნაწილს (50-დან 70%-მდე). ავსტრიის გარდა, ეს პორტფელები ფაქტიურად არ მოიცავენ დასავლეთ ევროპის არცერთ განვითარებულ ქვეყანას. ალბათ, დივერსიფიცირებული საერთაშორისო პორტფელების შემადგენლობის ყველაზე საოცარ მახასიათებელს წარმოადგენს ინვესტიციების მაღალი პროცენტი განვითარებად ქვეყნებში ან იმ ქვეყნებში, რომლებიც იმყოფებიან შემოსავლიანობის საზღვრებზე, ისეთებში, როგორებიცაა ვენესუელა, სამხრეთ აფრიკა, ახალი ზელანდია და მექსიკა.

ცხრილ 19.3-ში წარმოდგენილი ოთხი პორტფელი შედგენილ იქნა საპროცენტო განაკვეთების ალტერნატიული ვარაუდის საფუძველზე. ნახ. 19.5-ზე ოპტიმალური პორტფელები ასახულია a და b წერტილებში, რომლებიც აჩვენებენ შესაბამისად 3% და 5%-ს ტოლ საპროცენტო განაკვეთებს.

ინვესტიციური შესაძლებლობების წრფე (გრაფიკი) r_1 , რომელიც კვეთს y დერძს 3%-ის დონეზე, ასახავს ჩვენს ვარაუდს იმის შესახებ, რომ კრედიტის შეთავაზება და სესხების მიღება შეიძლება ხდებოდეს მითითებული განაკვეთით. ანალოგიურად, ინვესტიციური შესაძლებლობების წრფე (გრაფიკი) r_2 ასახავს ჩვენს

¹ H.G. Grubel "International Diversified Portfolios" Welfare Gains and Gains and Capital Flows", American Economic Review (December 1968): 1299-1314.

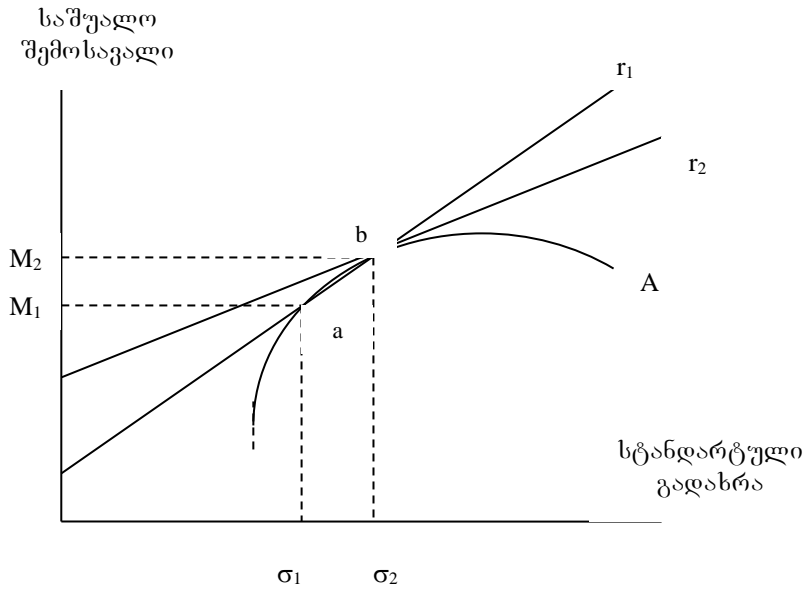
ვარაუდს იმის შესახებ, რომ სესხების მიღება და კრედიტების შეთავაზება შეიძლება ხდებოდეს მოცემული 6%-იანი განაკვეთით. ოპტიმალური პორტფელი სასესხო საშუალებების მცირე წილით მოცემული საპროცენტო განაკვეთისთვის არის იმ წერტილში, რომელშიც მისი შესაბამისი ინვესტიციური შესაძლებლობების გრაფიკი ეხება ეფექტიანობის საზღვრებს (წერტილები a და b ნახ. 19.5-ზე). ჩვენ უნდა აღვნიშნოთ, რომ ინვესტიციური შესაძლებლობების გრაფიკის დახრილობა განსაზღვრავს თანაფარდობას მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკს შორის ყველა ინვესტორისათვის და ამიტომ მხოლოდ ეს დახრილობა ადგენს აქციების ოპტიმალურ პორტფელს სასესხო საშუალებების მცირე წილით ყველა ინვესტორისათვის, რომელიც ახორციელებს ოპერაციებს ურისკო საპროცენტო განაკვეთის გამოყენებით.

ცხრილი 19.3. შერჩეული საპროცენტო განაკვეთებით აგებული ოპტიმალური პორტფელების შემადგენლობა

ქვეყანა	საპროცენტო განაკვეთები (%-ში)			
	2	3	4	6
ავსტრია	3,43	6,99	9,03	12,06
დანია	–	2,06	0,01	–
იაპონია	114,68	16,71	17,65	20,86
მექსიკა	4,03	4,32	4,53	–
ახალი ზელანდია	13,16	6,27	2,59	–
სამხრეთ აფრიკა	10,37	12,51	13,83	12,86
დიდი ბრიტანეთი	0,18	–	–	–
აშშ	36,57	40,99	42,79	51,06
ვენესუელა	15,51	11,72	9,57	3,16
სულ	100,00	100,00	100,00	100,00
პორტფელზე მიღებული შემოსავლის საშუალო განაკვეთი	9,5	10,5	11,0	12,5
პორტფელზე სტანდარტული გადასხრა	5,72	6,41	6,82	8,39

დანარჩენი ცხრა ქვეყანა არ შევიდა არცერთ ოპტიმალურ პორტფელში.

წყარო: H. Levy and M. Sarnat " International Diversification of Investment Portfolio", American Economic Review (September 1970)



ნახ. 19.5. 3% და 6% ტოლი საპროცენტო განაკვეთებით აგებული ოპტიმალური პორტფელები

წყარო: Ibid, 675.

ლევინ და სარნატმა დაამტკიცეს, რომ საერთაშორისო დივერსიფიკაციის წყალობით შეიძლება მივაღწიოთ მნიშვნელოვან სარგებელს. ცხრილ 19.4-ში მითითებულია ამ კვლევების ძირითადი შედეგები, აგრეთვე, შემოსავლების საშუალო განაკვეთები და სტანდარტული გადახრები ოპტიმალურ პორტფელებზე აქციათა თითოეული კონკრეტული ბაზრისათვის.¹

იმ შემთხვევაში, თუ პორტფელი შედგება მხოლოდ განვითარებადი ქვეყნების აქციებისაგან, ინვესტორები მიიღებენ შემოსავლის მხოლოდ 5%-ს 26,5%-ის ტოლი სტანდარტული გადახრით (წერტილი e ნახ. 19.6-ზე), 12% შემოსავლისა და 8%-ის ტოლი სტანდარტული გადახრისაგან განსხვავებით ისეთი პორტფელისათვის, რომელიც მოიცავს ყველა ქვეყნის აქციებს (წერტილი a ნახ. 19.6-ზე). და მიუხედავად იმისა, რომ ამერიკელ ინვესტორს ყოველთვის არ მოუნდება თავისი პორტფელის შემოფარგვა მხოლოდ განვითარებადი ქვეყნების აქციებით, ამ ქვეყნების აქციათა ჩართვა ინვესტიციური შესაძლებლობების ნაკრებში მნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს პოზიციას შემოსავლებსა და რისკებზე.

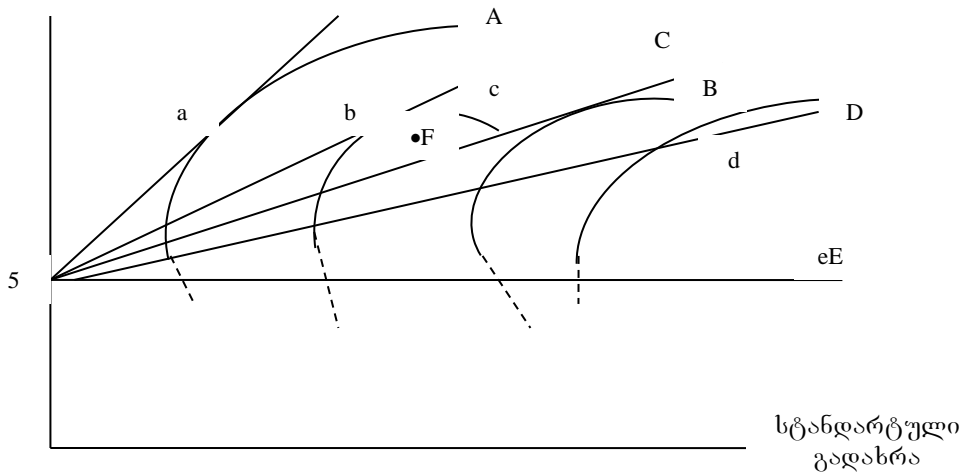
ლევინსა და სარნატის კვლევების შესაბამისად, საერთო ბაზრის ქვეყნებისა და კანადის გამორიცხვა ოპტიმალური პორტფელიდან ამერიკელი ინვესტორისთვის

¹ H. Levy and M. Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolio", American Economic Review (September 1970): 674

აიხსნება აშშ-ს საფონდო ბაზრებთან ამ ბაზრებზე მიღებული შემოსავლების საკმაოდ მაღალი კორელაციებით. აქციათა ამ ბაზრებს შორის მაღალი კორელაციების მიზეზთა განხილვისათვის თქვენ შეგიძლიათ მიმართოთ დამატებას 19.1.

ლევინ და სარნატმა დაასრულეს თავიანთი სტატია კომენტარით საკითხზე კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრებზე ნაკლოვანებებისა და შეუთანხმებლობის შესაძლო დონის შესახებ. მათ აღნიშნეს, აგრეთვე ის, რომ ხელოვნური ბარიერების არარსებობის პირობებში ოპტიმალური პორტფელები უნდა შეიცავდნენ ყველა ქვეყნის ფასიან ქაღალდებს. ე.ი. თუ ქვეყანა არ არის ჩართული ოპტიმალურ პორტფელში, მაშინ მისი აქციების ღირებულება უნდა შემცირდეს (ხოლო შემოსავლების განაკვეთები გაიზარდოს) ისეთ დონემდე, რომლის დროსაც ამ ქვეყნის აქციები შეიძლება უკვე ჩავრთოთ ოპტიმალურ პორტფელში. ამ კვლევის რეალური შედეგი გთავაზობს აქციების სხვა შეუღლებებსაც, რომლებიც შეიძლება იყოს დომინირებადი, რაც გვაძლევს საფუძველს ვივარაუდოთ, რომ შეზღუდვები, რომლებიც ეკისრება საერთაშორისო ვაჭრობას და/ან კაპიტალის ნაკადებს, სერიოზულ გავლენას ახდენენ ფასიან ქაღალდებზე მიღებული შემოსავლების სტრუქტურაზე და ხელს უწყობენ არაეფექტიანი ბაზრების შემდგომ შენარჩუნებასა და ფუნქციონირებას.¹

საშუალო შემოსავლიანობა



A - 28 ქვეყანა; B - 16 ქვეყანა მაღალი შემოსავლით; C - 11 დასავლეთ ევროპული ქვეყანა; D - საერთო ბაზრის 5 ქვეყანა; E - 9 განვითარებადი ქვეყანა; F - აშშ.

ნახ. 19.6. ექვსი ოპტიმალური პორტფელის შეფარდებითი მდგომარეობა 5%-ის ტოლი საპროცენტო განაკვეთით

¹ Ibid, 675

**ცხრილი 19.4. შემოსავლებისა და სტანდარტული გადახრების საშუალო
განაკვეთები (პროცენტებში) ოპტიმალურ პორტფელზე 5%-ის ტოლი
საპროცენტო განაკვეთისთვის**

	შემოსავლის საშუალო განაკვეთი	სტანდარტული გადახრა
განვითარებადი ქვეყნები	5,0	26,5
საერთო ბაზარი	15,5	25,0
დასავლეთ ევროპა	15,5	23,5
ქვეყნები შემოსავლების მაღალი დონით	13,0	12,5
ყველა ქვეყანა	12,0	8,0

რიპლიმ (Ripley) გამოთქვა სხვა აზრი ეროვნულ ბაზრებს შორის შემოსავლების კორელაციისა და რისკის შემცირების შესაძლებლობის თაობაზე (დამატება 19.1). სხვადასხვა ქვეყნებს შორის შემოსავლების კორელაციის გაზრდის ტენდენცია შეიძლება აიხსნას რამდენიმე მიზეზით. ასეთ მიზეზებად შეიძლება დასახელდეს: ვრცელი სავაჭრო კავშირები, კაპიტალთა ნაკადები ერთი დარგის ფარგლებში და დომინირებადი ფინანსური ცენტრები. სტატისტიკური კვლევების შედეგად მიღებული მონაცემების საფუძველზე რიპლიმ გამოყო სამი მთავარი ფაქტორი, რომლებიც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ საფონდო ბაზრებს შორის გამავალ საერთო ნაკადებზე. ეს ფაქტორები მოიცავენ:

1. საფონდო ბაზრებს, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების მაღალ დონეზე და რომლებიც ღიაა კაპიტალთა ნაკადებისათვის. ამ ბაზრებზე ხორციელდება სავაჭრო ოპერაციები, დაკავშირებული მრავალეროვანი კომპანიების აქციებთან;
2. ურთიერთკავშირებს ლონდონის ფინანსურ ბაზართან;
3. ზოგად ცვლილებებს ჩრდილოეთ ამერიკაში (აშშ-სა და კანადაში);
4. ამ სამი ფაქტორის გავლენით შეიძლება ავსსნათ პრაქტიკულად აქციათა ბაზრებზე მომხდარი ზოგადი ცვლილებების 80%.

რისკის შემცირება საერთაშორისო დივერსიფიკაციის წყალობით

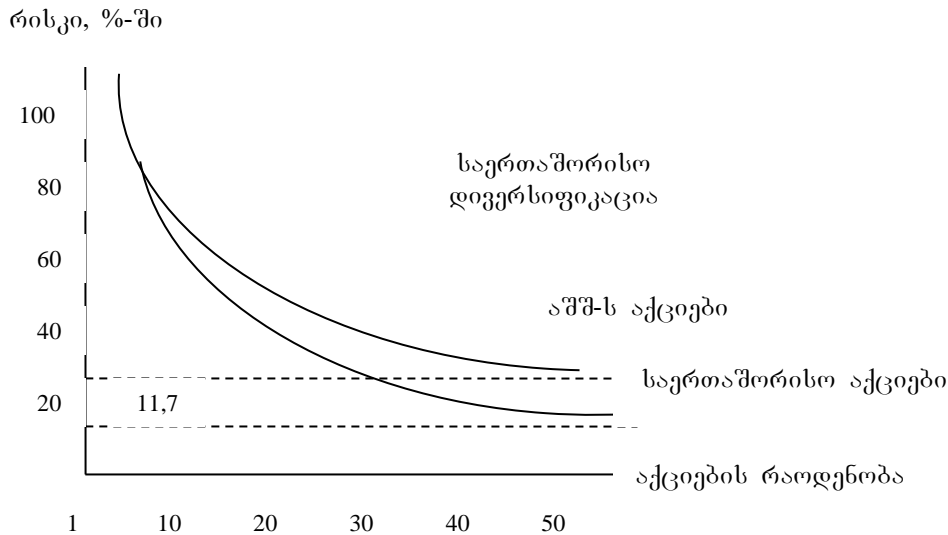
1974 წელს ბრუნო სოლნიკმა (Bruno Solnik) თვალნათლივ დაამტკიცა, რომ ორგანული რისკი შეიძლება შემცირებულ იქნეს საერთაშორისო დივერსიფიკაციის

წყალობით. სოლნიკმა შეიმუშავა რამოდენიმე შიდა და საერთაშორისო პორტფელი. მან აჩვენა, თუ როგორ მივყავართ ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის გაზრდას პორტფელში დივერსიფიცირებადი რისკის აღმოფხვრამდე, რის შედეგადაც ნარჩუნდება ნარჩენი (ორგანული) რისკი შიდა ინვესტორისათვის. მან დაამტკიცა, რომ თითოეულ შიდა საფონდო ბაზარს გააჩნია ორგანული რისკის საკუთარი სპეციფიკური დონე. ზოგიერთ ქვეყანაში ეს დონე უფრო მაღალია (შვეიცარია, გერმანია), ზოგიერთ ქვეყანაში კი ეს დონე მნიშვნელოვნად დაბალია (ნიდერლანდები, ბელგია, დიდ ბრიტანეთი).

სოლნიკის კვლევაში წარმოდგენილი ერთი დიაგრამა განსაკუთრებით ფართოდ გამოიყენება როგორც საერთაშორისო დივერსიფიკაციის წყალობით მიღებული სარგებლობის მტკიცებულება (ნახ. 19.7).

აშშ-ს ბაზრის მრუდი ასახავს შიდა ინვესტორების უნარს შეამცირონ რისკი პორტფელში დიდ რაოდენობის ფასიანი ქაღალდების გამოყენების საშუალებით. სოლნიკის გამოთვლების თანახმად, არადივერსიფიცირებადი რისკი აშშ-ს ბაზრისთვის შეადგენს მხოლოდ 27%-ს მაშინ, როდესაც გერმანიაში ის უდრის 44%-ს. რისკის ხარისხი სწორად დივერსიფიცირებულ საერთაშორისო პორტფელზე, იქნება 2-ჯერ დაბალი, ვიდრე მხოლოდ აშშ-ს ობლიგაციებისაგან შემდგარი დივერსიფიცირებული პორტფელისათვის.

ბ. სოლნიკი ატარებდა თავის კვლევებს 1974 წელს, ე.ი. მალე 1971 და 1973 წლებში დოლარის ღირებულების შემცირების შემდეგ, და ამიტომ აღნიშნავდა, რომ უცხოური აქციების ამერიკელ მფლობელებს შესაძლებლობა აქვთ მიიღონ მნიშვნელოვანი სარგებელი დოლარის ღირებულების ასეთი შემცირებისაგან. დამაჯერებლად შეიძლება ვისაუბროთ იმის შესახებ, რომ დაუფარავი საერთაშორისო პორტფელი წარმოადგენს დოლარის ღირებულების შემცირებისაგან ჰეჯირების კარგ ხერხს. მიუხედავად ამისა, ბ. სოლნიკმა სწორად აღნიშნა, რომ რისკის ხარისხი სავალუტო რისკისაგან დაუცველ პორტფელებზე ბევრად უფრო მაღალია, ვიდრე შეჯერებადი შიდა პორტფელისთვის. ეს ფაქტი აიხსნება დაბალი ან უარყოფითი კორელაციით შიდა და საზღვარგარეთულ საფონდო ბაზრებს შორის.



ნახ. 19.7 რისკის შემცირების ხარისხის შედარება – პორტფელი, რომელიც შეიცავს აშშ-ს აქციებს და პორტფელი, რომელიც შეიცავს საერთაშორისო აქციებს

დამატება 19.1. მიზეზები, რომლებიც განმარტავენ მაღალ კორელაციას აქციათა ბაზრებს შორის

ჩვენ უკვე ვისაუბრეთ იმის შესახებ, რომ საერთაშორისო დივერსიფიკაციის წყალობით შეიძლება მივაღწიოთ პორტფელური რისკის შემცირებას იმ შემთხვევებში, როდესაც ეროვნულ საფონდო ბაზრებს შორის აღინიშნება დაბალი დადებითი ან უარყოფითი კორელაცია. ახლა კი მოდით მივმართოთ ამ საკითხის უკანა მხარეს და შევეცადოთ ავხსნათ, თუ რატომ გვაქვს ჩვენ შესაძლებლობა აღვნიშნოთ ნებისმიერი, ზოგჯერ კი საკმაოდ მაღალი დონის კორელაცია ეროვნულ საფონდო ბაზრებს შორის.

საფონდო ბაზრებს შორის კორელაციის არსებობა შეიძლება ავხსნათ რამდენიმე მიზეზით. ეს კორელაცია შეიძლება ასახავდეს ეკონომიკური სტრუქტურების გარკვეულ მსგავსებას, რომელიც არსებობს ეროვნულ ეკონომიკებს შორის. ან კორელაცია შეიძლება მიუთითებდეს ორი საფონდო ბაზრის სტრუქტურების ურთიერთდაკავშირებულობაზე.

შეიძლება ველოდოთ იმას, რომ იმ ქვეყნებს შორის, რომლებიც ახორციელებენ დიდი მოცულობის სავაჭრო ოპერაციებს ერთმანეთთან, არსებობს ძლიერი ეკონომიკური კავშირები. სავალუტო ოპერაციები შეიძლება აძლიერებდნენ კავშირებს ცალკეული ქვეყნების საფონდო ბაზრებს შორის, შიდა ეკონომიკურ ცვლად სიდიდეებს შორის ურთიერთკავშირების დამყარებისა და სავალუტო კურსების მსგავსი მოლოდინის წარმოშობისათვის ხელშეწყობის საშუალებით იმ ქვეყნებში, რომლებიც იმყოფებიან მოცემული ვალუტის ბრუნვის საზღვრებში.

რიპლის აზრით, „დომინირებადი ფინანსური ცენტრის არსებობამ ერთი რეგიონის ფარგლებში, რომელიც აერთიანებს რამდენიმე ქვეყანას, შეიძლება მოახდინოს კორელაციის სტიმულირება, ხელს უწყობს რა კაპიტალის ნაკადების გასვლას ამ რეგიონის ფარგლებში, აგრეთვე, კაპიტალის მოდინებასა და გადინებას ამ რეგიონიდან“.¹ ეს ტენდენცია შეიძლება გამოვლინდეს საპროცენტო განაკვეთების პარალელური დინამიკის საშუალებით და/ან აქციათა ფასების არბიტრაჟის საშუალებით.

მეორე ფაქტორს, რომელიც განმარტავს კოვარიაციას, წარმოადგენს ორი ქვეყნისათვის ერთი საფონდო ბაზრის არსებობა, რომელზეც ხორციელდება მარავალეროვნული კომპანიების ერთი და იგივე ჯგუფების ან მსგავსი ჯგუფების აქციებთან დაკავშირებული სავაჭრო ოპერაციები. და თუ არ წარმოიქმნება არავითარი დაბრკოლება ამ ნაკადების გზაზე, მაშინ მოლოდინი და ფასიანი ქაღალდების ღირებულების განსაზღვრა ამ ბაზარზე შეიძლება ეფექტურად იქნეს გაწონასწორებული კაპიტალის ამ ნაკადებით.

1973 წელს რიპლიმ გამოაქვეყნა ეროვნულ საფონდო ბაზრებს შორის არსებული კავშირების საკუთარი კვლევების შედეგები. იყენებდა რა ფაქტორულ ანალიზს, მან შეისწავლა მონაცემები თვეების მიხედვით განვითარებული ქვეყნების 19 საფონდო ბაზრისთვის, რომლებიც მიეკუთვნებიან 1960-1970 წლების პერიოდს. რიპლის მთავარი მიზანი იყო „ზოგადი დინამიკის წყაროების“ განსაზღვრა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ეროვნული საფონდო ბაზრების ინდექსებზე. მან ააგო ეს „ფაქტორები“, გამოიყენა რა თავდაპირველი ცვლადი სიდიდეების შეწონილი ჯამები. თავის ნაშრომში რიპლიმ გამოყო სამი „ფაქტორი“, რომელთა გავლენით აიხსნება საფონდო ბაზრებზე აღნიშნული ზოგადი დინამიკის (კოვარიაციის) მნიშვნელოვანი ნაწილი.

¹ Duncan M. Ripley. "Systemic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices". The Review of Economics and Statistics (1973): 357

პირველი ფაქტორის გავლენით ახსნილ იქნა მთელი ზოგადი დინამიკის ნახევარზე მეტი. ქვეყნებს, რომლებსაც მინიჭებული ჰქონდათ ძირითადი წონა ამ ფაქტორის გამოანგარიშებაში, წარმოადგენდნენ ისინი, რომელთა საფონდო ბაზრები იმყოფებიან განვითარების მაღალ სტადიაზე და ითვლებიან გონივრულად ღიად კაპიტალის ნაკადებისათვის“. ეს სწორედ ის ბაზრებია, რომლებზეც ხორციელდება მრავალეროვნული კომპანიების აქციებთან დაკავშირებული სავაჭრო ოპერაციები, ე.ი. ნიდერლანდების, კანადის, შვეიცარიისა და აშშ-ს ბაზრები. რიპლის კვლევის შესაბამისად, ბაზრების ასეთი დაჯგუფება აისახება კაპიტალთა საერთაშორისო ნაკადებით და სავაჭრო ოპერაციებში მონაწილე აქციების შემადგენლობით.

მეორე ფაქტორს აქვს ყველაზე დიდი მნიშვნელობა დიდ ბრიტანეთში, ირლანდიასა და ახალ ზელანდიაში, სადაც მას მიენიჭა მნიშვნელოვანი წონა. მაგრამ მისი გავლენა, მართალია, ნაკლები ხარისხით, ვრცელდება სამხრეთ აფრიკასა და ავსტრალიაზე. რიპლის აზრით, ეს ქვეყნები გაერთიანებული არიან ერთმანეთთან ფინანსური კავშირებით, რომელთა ცენტრია ლონდონის ფინანსური ბაზარი“.

დამატება 19.1. მიზეზები, რომლებიც განმარტავენ მაღალ კორელაციას აქციათა ბაზრებს შორის (გაგრძელება)

მესამე ფაქტორი განპირობებულია კოვარიაციით ამერიკისა და კანადის ბაზრებზე აქციების ფასების ინდექსებს შორის. ამ ფაქტორის გავლენით შეიძლება ავსხნათ ამერიკული ინდექსის დინამიკის 26%-ზე მეტი და კანადური ინდექსის დინამიკის 21%. თუმცა, სხვა ქვეყნების უმრავლესობის საფონდო ბაზრების ინდექსები არ განიცდიან ამ ფაქტორის ასე მნიშვნელოვან ზემოქმედებას, რაც ამტკიცებს იმას, რომ ეს კოვარიაცია სპეციფიკურია მხოლოდ ჩრდილოეთ ამერიკის საფონდო ბაზრისათვის. აღინიშნება უმნიშვნელო უარყოფითი კოვარიაცია გერმანიისა და იტალიის საფონდო ბაზრების დინამიკასა და აშშ-ს და კანადის საფონდო ბაზრების დინამიკას შორის.

რიპლიმ აღმოაჩინა, რომ აღწერილი პირველი სამი ფაქტორის გავლენით „შეიძლება ავსხნათ ზოგადი დინამიკის 80%-ზე მეტი“. ამ მაგალითში დასახელებული ოთხი ქვეყნის სახით მაღალი დონის ზოგადი დინამიკის ქვეყნებად გამოდიან აშშ, კანადა, შვეიცარია და ნიდერლანდები. განსაკუთრებით დაბალი დონის ზოგადი დინამიკის მქონე ქვეყნებს მიეკუთვნება ფინეთი, სამხრეთ აფრიკა

და დანია. დიდი ბრიტანეთისა და გერმანიის საფონდო ბაზრებს უკავიათ შუალედური პოზიცია ქვეყნების ორ ზემოთ მითითებულ ჯგუფებს შორის.

ურთიერთკავშირები დარგის, ქვეყნისა და მთლიანობაში მსოფლიოს დონეზე

1976 წელს გამოქვეყნებულ სტატიაში დ. ლეზარდმა (D. Lessard) გამოავლინა განსხვავებები დარგის, ქვეყნისა და მთლიანობაში მსოფლიოს დონეზე მომქმედ ფაქტორებს შორის, რომლებიც გავლენას ახდენენ საერთაშორისო დივერსიფიკაციის განხორციელებასა და პორტფელური რისკის შემცირებაზე.¹

ლეზარდს მიაჩნია, რომ საერთაშორისო ინვესტიციები აქციებში განსხვავდებიან შიდა ინვესტიციებისაგან სამი მნიშვნელოვანი პუნქტით:

1. კოვარიაცია ფასიან ქაღალდებს შორის ეროვნული ბაზრების ფარგლებში ბევრად უფრო მაღალია, ვიდრე ფასიან ქაღალდებს შორის სხვადასხვა სახელმწიფოების ბაზრებზე. ეროვნული ფაქტორები უფრო ძლიერ გავლენას ახდენენ ფასიანი ქაღალდებით მიღებულ შემოსავლებზე, ვიდრე ნებისმიერი მსოფლიო ფაქტორი.
2. ბარიერებმა, რომლებიც აბრკოლებენ საერთაშორისო ინვესტიციების განხორციელებას (გადასახადებით დაბევვრა, სავალუტო ანგარიშების გაყინვა), შეიძლება მიგვიყვანოს იქამდე, რომ ეროვნული ბაზრები გაყოფილი იქნებიან სეგმენტებად ისეთნაირად, რომ ისინი შეესაბამებოდნენ იქნება უფრო შიდა, ვიდრე საერთაშორისო სტანდარტებს.
3. ვალუტების გაცვლის კურსები მუდმივად მერყეობს, რაც იწვევს საერთაშორისო ინვესტიციებში სავალუტო რისკის პრობლემას.

ლეზარდი ცდილობს მონახოს პასუხი სამ ძირითად კითხვაზე:

ა) რომელი ელემენტია ყველაზე მნიშვნელოვანი აქციებზე მიღებული შემოსავლების კოვარიაციულ სტრუქტურაში საერთაშორისო მასშტაბით?

ბ) დარგის, ქვეყნისა და მთლიანობაში მსოფლიოს დონეზე მომქმედი ფაქტორებიდან რომელია დომინირებადი?

გ) როგორ შეიძლება გამოვიყენოთ კოვარიაციული სტრუქტურა საერთაშორისო დივერსიფიკაციიდან დიდი სარგებლის მისაღებად, თუ ალტერნატიული ვარიანტის სახით ვივარაუდებთ, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრები ინტეგრირებული და სეგმენტირებულია?

¹ D. Lessard, "World, Country and Industry Relationships in Equity Returns: Implications for Risk Reduction Through International Diversification". Financial Analysts Journal (January-February 1976): 2-8.

ლეზარდმა ჩაატარა სტატისტიკური ტესტების სერია მსოფლიო, ეროვნულ და დარგობრივ ელემენტებზე. მან აღნიშნა, რომ წინა კვლევებმა დაამტკიცეს, რომ ეროვნული საბაზრო ინდექსები, რომლებიც ზომავენ ორგანულ (ერთი ქვეყნის ფარგლებში არადივერსიფიცირებად) რისკს, გვეხმარება ინდივიდუალურ აქციებზე შემოსავლების ცვლილებათა მნიშვნელოვანი ნაწილის ახსნაში. უმთავრესად, ცვალებადობის დაბალი ხარისხი განპირობებულია მსოფლიო საბაზრო ფაქტორების გავლენით ლეზარდის კვლევაში ჩართული სახელმწიფოების საფონდო ბაზრებზე.

დარგობრივი ელემენტების ტესტირების განხორციელებისათვის ჩატარებულ იქნა შემოსავლიანობის რეგრესია 205 ინდივიდუალურ აქციაზე მსოფლიო ინდექსთან მიმართებაში, ხოლო ინდექსების დანარჩენი სიდიდეები ქვეყნის ან დარგების მიხედვით მიღებულ იქნა განმეორებითი რეგრესიის საშუალებით მსოფლიო ინდექსთან მიმართებაში. შედეგებმა გვიჩვენა, რომ მსოფლიო ფაქტორები ზემოქმედებენ შემოსავლიანობაზე. თუმცა, გარკვეულ იქნა, აგრეთვე ის, რომ აქციებით მიღებულ შემოსავლებზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ქვეყნის დონეზე მომქმედ ფაქტორთა ერთობლიობა. აგრეთვე, მნიშვნელოვან, მაგრამ შედარებით სუსტ გავლენას ახდენენ დარგობრივი ელემენტები. ლეზარდმა აღმოაჩინა, რომ დარგობრივი ფაქტორები ბევრად არიან დამოკიდებულნი ქვეყნის დონეზე მომქმედ ფაქტორებზე, მხოლოდ ავსტრალიაში, იაპონიასა და დიდ ბრიტანეთში, და ნაწილობრივ ახსნა ეს ფაქტი ზოგად სამრეწველო კაპიტალიზაციაში მრავალეროვნული კომპანიების აქციათა დიდი მნიშვნელობა.

ლეზარდმა გამოავლინა განსხვავებები სეგმენტირებულ და ინტეგრირებულ საბაზრო პირობებს შორის. საერთაშორისო დივერსიფიკაციიდან მიღებული მოგების მოცულობა ბევრად იქნება დამოკიდებული იმაზე, თუ ამ ორი პირობიდან რომელი იქნება დომინირებადი. სეგმენტირებული ბაზრების პირობებში კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის სავარაუდო ქმედითობისას ფასიანი ქაღალდების კურსები და საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი ყველა ინვესტიციაზე განისაზღვრებოდა იქნება არადივერსიფიცირებადი (ორგანული) რისკით თითოეულ ფასიან ქაღალდზე შესაბამის ეროვნულ პორტფელში. ინტეგრირებული ბაზრების პირობებში ღირებულებები და საშუალო მოსალოდნელი შემოსავალი ყველა ინვესტიციაზე განისაზღვრებოდა იქნება არადივერსიფიცირებადი რისკით თითოეულ ფასიან ქაღალდზე მსოფლიო საბაზრო პორტფელში.

კაპიტალთა ინტეგრირებული ბაზრების პირობებში დაბალმა კორელაციამ შემოსავლებს შორის ეროვნულ საფონდო ბაზრებზე შეიძლება მიგვიყვანოს

იქამდე, რომ გაზრდილი იქნება საერთაშორისო დივერსიფიკაციიდან მოგების მიღების შესაძლებლობა. იმის მიზეზით, რომ მსოფლიო საბაზრო ღირებულების ძირითადი ნაწილი მოდის რამდენიმე მსხვილ ქვეყანაზე (მაგალითად, იაპონიაზე, აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთზე), ამ ქვეყნებისათვის რისკის ელემენტების მასხასიათებლები დომინირებდნენ იქნება მსოფლიო პორტფელში. რადგან აქტივების ფასები ინტეგრირებულ მსოფლიო ბაზარში კორექტირებული იქნებიან იმისათვის, რომ აიძულონ ინვესტორები შეიძინონ მსოფლიო საბაზრო პორტფელის აქციები, ამიტომ ალტერნატიული პორტფელები ამ ქვეყნების ელემენტთა უფრო სრული დივერსიფიკაციით გახდებიან არაეფექტიანი ყველა ინვესტიციაზე საშუალო მოსალოდნელ შემოსავალსა და რისკს შორის ბალანსის დადგენისას.

სეგმენტირებული ბაზრებისათვის საჭირო იქნება ქვეყნების ელემენტთა უფრო სრული დივერსიფიკაცია, თუმცა ამერიკელი ინვესტორები შეაფასებენ საზღვარგარეთული ფასიანი ქაღალდების პორტფელებს კაპიტალთა სეგმენტირებული ბაზრებისთვის აშშ-ს ბაზრის კონტექსტში. შემოსავალი, რომელიც საჭირო იქნება ამერიკელი ინვესტორებისთვის, დამოკიდებული იქნება საზღვარგარეთული პორტფელის ორგანულ რისკზე აშშ-ს ბაზრის კონტექსტში.

ლეზარდმა დაასრულა თავის კვლევა, შენიშნა რა, რომ ფაქტიური საბაზრო შედეგები „უფრო მეტად ეთანხმებიან სეგმენტირებული ბაზრების კონცეფციას, ვიდრე ინტეგრირებული ბაზრების კონცეფციას“.¹

უმრავლეს ეროვნულ საფონდო ბაზარში არსებობს მაღალი შემოსავლის მიღების შესაძლებლობები, ვიდრე აშშ-ს ბაზარზე. თუმცა ბაზრები ფაქტიურად არ შეიძლება განვიხილოთ, როგორც სრულიად სეგმენტირებული, რადგან არსებობს საერთაშორისო ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნაკადი. ეს ფაქტი მეტყველებს იმაზე, რომ რეალური დასკვნა არის ამ ორი კონცეფციის სადღაც შუაში.

აქციებისა და ობლიგაციების პორტფელები

მე-18 თავში აღვნიშნავდით, რომ ობლიგაციებში საერთაშორისო ინვესტიციების განხორციელება ავლენს ეფექტიანი დივერსიფიკაციის ჩატარების შესაძლებლობებს. ობლიგაციათა ძირითადი ბაზრების საბაზრო კაპიტალიზაციის ხარისხი აღემატება აქციათა ძირითადი ბაზრების კაპიტალიზაციის ხარისხს. ობლიგაციები წარმოადგენენ ქვეყნის შიგნით ფულადი და ფინანსური

¹ Lessard, op. cit. p. 37.

ინსტრუმენტების შემდგომი ქცევის განუსაზღვრელობით განპირობებული პოტენციური ზარალის რისკის დივერსიფიკაციის ეფექტიან საშუალებას. თავიანთ ანგარიშში 1986 წელს ჩოლერტონი (Cholerton), პაირერტსი (Pieraerts) და სოლნიკი (Solnik) (CPS) აღნიშნავენ, რომ საზღვარგარეთულ ობლიგაციებში აშშ-ს საკენსიო ფონდების საშუალებების დაბანდებები შეადგენენ 2 მლრდ. დოლარზე ნაკლებს საზღვარგარეთულ აქციებში დაბანდებულ თითქმის 15 მლრდ დოლართან შედარებით. ობლიგაციების არადოლარიანი ბაზრები სწრაფად ვითარდება, ხოლო ახალი ევროობლიგაციების გამოშვებათა მოცულობა უკვე შეჯერებადია აშშ-ს შიდა ბაზარზე ობლიგაციების გამოშვებათა მოცულობასთან.

CPS-ს კვლევა, რომელიც ჩვენ ადრე ვახსენეთ, წარმოადგენს ისეთი დეტალური ინფორმაციის შეგროვებისადმი და შესწავლისადმი მიძღვნილ ერთ-ერთ პირველ ნაშრომს, რომელიც შეეხება საფონდო ბაზარზე შემოსავლების კორელაციებს. ჩვენს შემდგომ შესწავლაში ჩვენ განვიხილავთ ძირითად არგუმენტებს უცხოურ ვალუტაში განხორციელებული, ობლიგაციებში ინვესტირების სასარგებლოდ, რომლებიც მოყვანილია CPS კვლევაში. CPS კვლევაში განხილულ იქნა ინვესტიციები სავალუტო ობლიგაციებში, რომლებიც განხორციელებული იყო 1983 წლიდან 1985 წლამდე, აგრეთვე, უფრო ხანგრძლივ პერიოდში (1971-1984 წწ).

1983 წლიდან 1985 წლამდე პერიოდში ობლიგაციათა ექვს ძირითად ბაზარს შორის აღნიშნებოდა დადებითი, მაგრამ სუსტი კორელაციები (ცხრილი 19.5). ობლიგაციათა ამ ბაზრებს შორის კორელაციის დონე მერყეობს მაღლიდან (0,72 გერმანულ მარკასა და გულდენს შორის) დაბალ დონემდე (0,17 შვეიცარიის ფრანკსა და სტერლინგს შორის). როგორც თვეების მიხედვით მონაცემებმა გვიჩვენა, ყველაზე მაღალი სავალუტო შემოსავლები და რისკი შიდა ბაზრებზე დაკავშირებულია დიდი ბრიტანეთის სამთავრობო ობლიგაციებთან (შემოსავალი 0,92% და რისკი 2,32%).

უკლებლივ ყველა შიდა ბაზარი და ევროობლიგაციების ბაზრები ერთ ვალუტაში ახდენენ მაღალი ხარისხის კორელაციის დემონსტრირებას (CPS კვლევის მონაცემებით სამთავრობო და ევროდოლარიანი ობლიგაციების ბაზრებისათვის კორელაციამ შეადგინა 0,84).

თუმცა კორელაცია სხვადასხვა ვალუტას შორის ყველაზე ხშირად დაბალია და შეადგენს უმრავლეს შემთხვევაში 0,5-ზე ნაკლებს. მაგალითად R^2 გირვანქა სტერლინგებში შიდა ობლიგაციებსა და ჰოლანდიურ გულდენებში ობლიგაციებს შორის უდრის 0,23 რაც ნიშნავს, იმას, რომ ამ ორ ბაზარზე აღინიშნება ფასთა

ზოგადი დინამიკის 25%-ზე ნაკლები. CPS კვლევაში, აგრეთვე, გვიჩვენა, რომ სამთავრობო ობლიგაციების ცვალებადობა არაამერიკულ ბაზრებზე გაცილებით ნაკლებია სამთავრობო ობლიგაციების ცვალებადობაზე ამერიკულ ბაზრებზე, დიდი ბრიტანეთის გამოკლებით (ცხრილი 19.5).

ცხრილი 19.5. შემოსავლის ყოველთვიური განაკვეთების კორექცია და ცვალებადობა – 1983 წლის 1 იანვარი – 1985 წლის 30 აპრილი

	(შიდა სამთავრობო ობლიგაციების ინდექსები მოქმედების ქვეყნების ვალუტებში)							
	აშშ-ს დოლარი	შვეიცარიული ფრანკი	გერმანული მარკა	ფუნტი	ჰოლანდიური გულდენი	იენა	საშუალო შემოსავალი, %-ში	ცვალებადობა %-ში თვეში
აშშ-ს დოლარი	1	0,28	0,44	0,39	0,38	0,47	0,63	2,18
შვეიცარიული ფრანკი		1	0,54	0,17	0,27	0,54	0,13	0,61
გერმანული მარკა			1	0,38	0,72	0,59	0,63	0,94
გირვანქა სტერლინგი				1	0,23	0,49	0,92	2,32
ჰოლანდიური გულდენი					1	0,55	0,57	1,10
იაპონური იენა						1	0,73	0,81

წყარო: K. Cholerton, P. Pieraerts and B. Solnik, "Why Invest in Foreign Currency Bonds?" Journal of Portfolio Management Summer 1986):5

საერთო ვალუტაში (აშშ-ს დოლარებში) შემოსავლის ყველა განაკვეთის გამოყენებით CPS კვლევაში გამოანგარიშებულ იქნა კორექციის კოეფიციენტები ხანმოკლე (1983-1985) და ხანგრძლივი (1971-1984) პერიოდებისთვის. ეს კოეფიციენტები წარმოდგენილია ცხრილ 19.6-ში. კორექციის ეს კოეფიციენტები კიდევ უფრო საოცარია, ვიდრე მოქმედების ქვეყნების ვალუტებში გამოანგარიშებული კოეფიციენტები. ცხადია ის, რომ კორექციები ობლიგაციათა სხვადასხვა ბაზარს შორის საკმაოდ დაბალია, ხოლო გრძელვადიანი საპროცენტო

განაკვეთები პრაქტიკულად არ ეთანხმებიან ერთმანეთს დროში, რაც ავლენს მნიშვნელოვან შესაძლებლობებს რისკის შესამცირებლად.

ეს შედეგები არ არის განსაზღვრული მხოლოდ კვლევის ჩატარების პერიოდით. CPS კვლევა გაფართოებულ იქნა ხანგრძლივ პერიოდებზე (1971-1984 წწ.). ამ გრძელვადიანი კვლევის შედეგები წარმოდგენილია ცხრილ 19.6-ში. თუმცა ყველა შემთხვევაში ობლიგაციათა ყოველი საზღვარგარეთული ბაზრისა და აშშ-ს ბაზრის ზოგადი დინამიკა საკმაოდ დაბალია (R^2 შეადგენს 0,33-ზე ნაკლებს).

ამ ნაშრომის ავტორებმა აღმოაჩინეს, აგრეთვე, საოცრად სუსტი დადებითი და უარყოფითი კორელაციებიც კი საზღვარგარეთულ ობლიგაციებსა და აშშ-ს აქციათა ბაზრებს შორის (ცხრილი 19.6, სვეტები 3-4). კორელაციის ასეთი დაბალი დონე არ არის მოულოდნელობა ეროვნული ეკონომიკური და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის არსებული დამოუკიდებლობისას. სხვა ქვეყნების ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა უმნიშვნელო გავლენას ახდენს აშშ-ს ეკონომიკურ ზრდაზე და აშშ-ს აქციათა კურსზე. მაშასადამე, საზღვარგარეთული ობლიგაციები აძლევს აქციათა პორტფელის მმართველს დივერსიფიკაციის განხორციელების მნიშვნელოვან პოტენციურ შესაძლებლობებს.

ცხრილ 19.7-ში წარმოდგენილია სამთავრობო ობლიგაციათა წამყვანი ბაზრების გრძელვადიანი მახასიათებლები. ჩვენ შეგვიძლია ჩავატაროთ შემდეგი ძირითადი დაკვირვებები CPS კვლევაზე:

1. 1971 წლიდან 1984 წლამდე პერიოდში ობლიგაციათა საზღვარგარეთული ბაზრების დოლარული მახასიათებლები გაცილებით უკეთესია აშშ-ს ობლიგაციათა ბაზრის ანალოგიურ მახასიათებლებზე.
2. მართალია, ობლიგაციათა საზღვარგარეთული ბაზრები ნაკლებად განიცდიან ცვლილებებს ქვეყნის შიდა ვალუტაში ოპერაციების განხორციელებისას, მაგრამ სავალუტო კურსების ცვალებადობა მნიშვნელოვნად ზრდის აშშ-ში პოტენციურ რისკს ინვესტორისათვის (სვეტები 5-6, ცხრილი 19.7).
3. თუ გავითვალისწინებთ ცვალებადობას, რომელიც წარმოადგენს სავალუტო კურსების ცვლილებების შედეგს, მაშინ ჩვენ აღმოვაჩინებთ, რომ ობლიგაციათა თითოეული საზღვარგარეთული ბაზარი ცალ-ცალკე უფრო ცვალებადია, ვიდრე აშშ-ს ობლიგაციათა ბაზარი (სვეტები 5-6).

4. მიუხედავად ამისა, უცხოური ობლიგაციების დამატება აშშ-ს ობლიგაციებისაგან შემდგარ პორტფელში მიგვიყვანს ერთიანი რისკის შემცირებამდე და გააუმჯობესებს სხვა მაჩვენებლებს. ეს სარგებელი აიხსნება ბაზრებს შორის დაბალი კორელაციის არსებობით.

ობლიგაციათა საერთაშორისო დივერსიფიცირებული პორტფელის აგების საერთო შედეგების ილუსტრაციას შეიძლება წარმოადგენდეს ნახ. 19.8. CPS უმატებენ არადოლარიან ობლიგაციებს 10% გაზრდით, ხოლო საზღვარგარეთული ობლიგაციები თანაბრად ნაწილდებიან ხუთ ძირითად არადოლარიან ბაზარს შორის. გრაფიკზე თვალსაჩინოდაა ნაჩვენები ცვლილებები თითოეული პორტფელის შემოსავლიანობისა და სტანდარტულ გადახრაში. ჩვენ ვიწყებთ მრუდის ყველაზე დაბალი წერტილიდან (ნახ. 19.8), ვმოძრაობთ რა 100%-ით აშშ-ს ობლიგაციებიდან შემდგარი მხოლოდ და მხოლოდ „შიდა“ პორტფელიდან. თუ ჩვენ შევცვლით ამ პორტფელის 10%-ს არადოლარიანი ობლიგაციებით, მაშინ მივიღებთ შემოსავლიანობის ზრდას 6,80%-დან 7,18%-მდე და რისკის შემცირებას 8,92%-დან 8,47%-მდე. პორტფელი რისკის მინიმალური დონით განლაგებულია საზღვარგარეთული ობლიგაციების 30% და 40%-ს შორის.

ცხრილი 19.7. სამთავრობო ობლიგაციების ბაზართა გრძელვადიანი მახასიათებლები, 1871 წლის იანვრიდან 1984 წლის დეკემბრამდე. დოლარებზე ორიენტირებული ინვესტორი

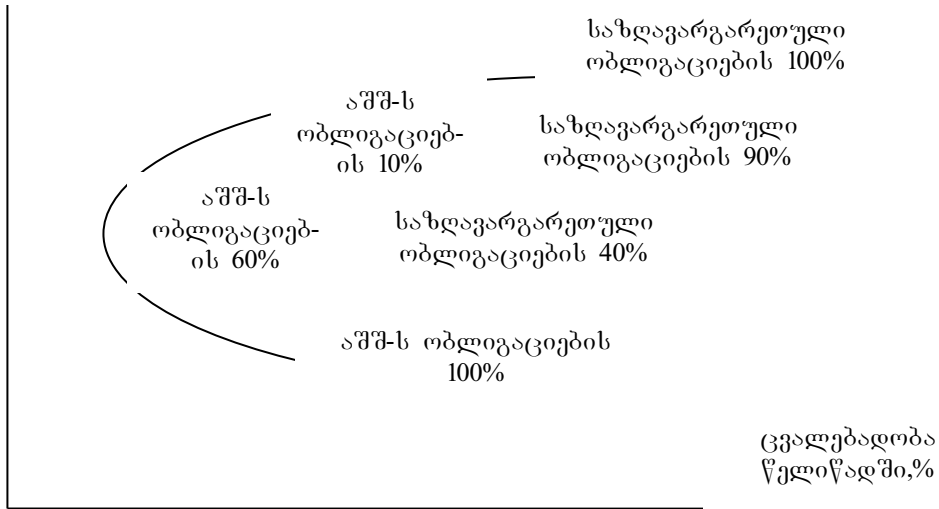
	საშუალო ერთიანი შემოსავალი %-ში წელიწადში	შემოსავლი კაპიტალის ნამატისგან, ¹ %-ში წელიწადში	შემოსავლიანობა %-ში წელიწადში	სარგებლობა სავალუტო კურსების ცვლილებისაგან, %-ში წელიწადში	ცვალებადობა დოლარებში %-ში წელიწადში	ცვალებადობა თითოეული ქვეყნის შიდა ვალუტაში, %-ში წელიწადში
	1	2	3	4	5	6
ობლიგაციები						
აშშ-დოლარი	6,80	-2,70	9,50	0	8,92	8,92

შვეიცარიული ფრანკი	9,41	0,41	5,10	3,89	14,90	4,48
გერმანული მარკა	9,77	0,09	8,56	1,12	14,46	7,02
გირვანქა სტერლინგი	6,33	-0,45	12,54	-5,76	11,78	9,38
ჰოლანდიური გულდენი	9,29	0,01	9,18	0,10	13,57	7,11
იაპონური იენა	12,60	0,86	8,91	2,82	14,48	6,15
აშშ-ს აქციები	7,96	3,18	4,478	0	15,43	15,43
ჰეჯირებული ობლიგაციები						
შვეიცარიული ფრანკი	11,42	0,41	11,01	0	4,48	4,48
გერმანული მარკა	12,56	0,09	12,47	0	7,02	7,02
გირვანქა სტერლინგი	9,86	-0,45	10,31	0	9,38	9,38
ჰოლანდიური გულდენი	12,09	0,01	12,08	0	7,11	7,11
იაპონური იენა	12,54	0,86	11,68	0	6,15	6,15

წყარო: K. Cholerton, and B. Solnik, "Why Invest in Foreign Currency Bonds?" Journal of Portfolio Management, Summer 1986, p.6.

¹ როგორც საბაზრო ღირებულების ზრდის შედეგი.

მასსიათებლები წლიური
გამონაგარიშებით



ამ ნახატში გამოყენებული ინდექსები მიღებულ იქნა სხვადასხვა ქვეყნის ადგილობრივი პუბლიკაციებიდან. ისინი წარმოადგენენ ან სამთავრობო ობლიგაციების ინდექსებს, რომლებიც გამონაგარიშებულია სპეციალისტების მიერ ქვეყნის შიგნით, ან აგებულია გამოქვეყნებული მონაცემების საფუძველზე სამთავრობო ფასიან ქაღალდებზე შემოსავლიანობისა და ვადების თანაფარდობის მიხედვით.

წყარო: იგივე, რაც ცხრილ 19.5-ში.

**ნახ. 19.8. რისკისა და შემოსავლიანობის თანაფარდობა ობლიგაციების
საერთაშორისო პორფელებისათვის**

**საერთაშორისო ივესტირებიდან მიღებული
მოგება**

ფინანსების თეორიაში განხილულია საკითხი იმის შესახებ, თუ როგორ შეიძლება გამოითვალოს ჩვეულებრივი აქციის შიდა ღირებულება მოსალოდნელი დივიდენდის დისკონტირების გზით რისკის მოცემული დონის შესაბამისი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის ტარიფის მიხედვით. ჩვეულებრივი აქციის შიდა შემოსავლიანობა, თავის მხრივ, განისაზღვრება როგორც დისკონტირების ტარიფი, რომელიც ყველა მოსალოდნელი დივიდენდის ნამდვილ ღირებულებას აქციების მიმდინარე საბაზრო კურსთან ათანაბრებს. ნებისმიერ შემთხვევაში აუცილებელია დივიდენდის სიდიდის პროგნოზირება ერთ აქციაზე გაანგარიშებით. რადგან აქციაზე დივიდენდი უტოლდება აქციაზე მოგებას, გამრავლებულს გადახდის

კოეფიციენტზე, ამიტომ დივიდენდის ზომა შეიძლება განისაზღვროს აქციაზე შემოსავლის პროგნოზული სიდიდისა და გადახდის კოეფიციენტის საფუძველზე. ფინანსური ანალიტიკოსები დივიდენდებისა და მოგების შესაფასებლად სხვადასხვა მეთოდებით სარგებლობენ. მოცემულ თავში საუბარია დივიდენდებისა და მოგების ზოგიერთ მნიშვნელოვან მახასიათებლებზე, რომლებიც ანალიტიკოსმა უნდა გაითვალისწინოს პროგნოზების შედგენისას. იგი იწყება მოგების, დივიდენდებისა და ინვესტიციების ურთიერთკავშირის განხილვით.

19.1. აქციის ღირებულების შეფასება მოგების საფუძველზე

დღემდე ინვესტორებს შორის არ წყდება დისკუსია იმაზე, თუ რომელი მაჩვენებლის გამოყენება ჯობია ჩვეულებრივი აქციის ღირებულების შესაფასებლად: დივიდენდის თუ მოგების. აშკარაა, რომ აქციონერებისათვის მოგებას დიდი მნიშვნელობა აქვს, რადგან იგი დივიდენდების გადახდის წყაროს წარმოადგენს. ამასთან ერთად, დივიდენდებიც მნიშვნელოვან როლს თამაშობს, რადგან სწორედ ისინი წარმოადგენენ იმას, რასაც აქციონერები რეალურად იღებენ კომპანიისაგან და სწორედ ისინი უდევს საფუძველად დივიდენდების დისკონტირების იმ მოდელებს, რომლებიც განიხილებოდა მე-18 თავში. მართლაც, შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ თუ მენეჯერი გაზრდის მოგების წილს, რომელიც ნაწილდება აქციონერებში დივიდენდების სახით, ეს აქციონერს უფრო გაამდიდრებს. მოცემული ფაქტი მოწმობს იმაზე, რომ **გადაწყვეტილება გადასახდელი დივიდენდების (dividend decision) ზომის შესახებ** ძალიან მნიშვნელოვანია.

ეს საკითხი მერტონ მილერმა და ფრანკო მოდილიანიმ მნიშვნელოვანწილად გამოარკვიეს. 1961 წელს მათ გამოაქვეყნეს ნაშრომი, რომელშიც ამტკიცებდნენ, ჩვეულებრივი აქციის ღირებულებას საფუძველად უდევს არა დივიდენდი, არამედ მოგება. მათი დასკვნის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ გადაწყვეტილება გადასახდელი დივიდენდების ზომის შესახებ აქციონერებისათვის ნაკლებად მნიშვნელოვანია, რადგან იგი არ ეხება მოცემულ კომპანიაში მათ მიერ გაკეთებული ინვესტიციების ღირებულებას.

მთელი წლის განმავლობაში ნებისმიერი კომპანიას აქვს შემოსავლებიც და ხარჯებიც. ნაღდი ფულის საფუძველზე ბუღალტრული აღრიცხვის შესაბამისად, სხვაობა შემოსავალსა და ხარჯებს შორის განიხილება როგორც **ფულადი სახსრების ნაკადი (cash flow)**. ისეთი ბუღალტრული აღრიცხვისას, რომელიც იყენებს ზრდის პრინციპს და კომპანიათა უმეტესობა სარგებლობს, შემოსავლებიც და დანახარჯებიც მოიცავენ შეფასებით სიდიდეებს აქტივებისა, რომლებიც არაფულად ფორმაში არსებობენ. იმისათვის, რომ მოგება მიიღოს, ნაღდი ფულადი სახსრებიდან (ნაღდი ფულის ნაკადი) აკლებენ ისეთ სტატიებს, როგორცაა დანახარჯი გაუფასურების გამო. გარდა ამისა, ყოველწლიურად სახსრების ნაწილი ბიზნესის განვითარებას ხმარდება. ინვესტიციების ზოგადი ერთობლივი სიდიდიდან ღირებულების მიხედვით ნაწილი სხვადასხვა რეალური აქტივების გაუფასურების ტოლი იქნება (მანქანები და შენობები), დარჩენილი ნაწილი კი – ახალი (სუფთა) ინვესტიციები.

ყოველწლიური ახალი ინვესტიციების ღირებულებითმა სიდიდემ უნდა გაითვალისწინოს ფირმის საინვესტიციო შესაძლებლობანი და მასზე გავლევას არ უნდა ახდენდეს გადასახდელი დივიდენდების ზომა. კერძოდ, გამოყენებულ უნდა

იქნას ნებისმიერი საინვესტიციო ვარიანტი, რომელსაც აქვს დადებითი სუფთა მოცემული ღირებულება (NPV). ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანიის პერსპექტივები შეიძლება აღწერილ იქნას მოსალოდნელი მოგების ნაკადის (E_1, E_2, E_3, \dots) და მოსალოდნელი სუფთა ინვესტიციების (I_1, I_2, I_3, \dots) დახმარებით. იმ პირობით, რომ ეს ორი ნაკადი განსაზღვრულია, რთული არ არის ჩვენება, რომ მენეჯერს შეუძლია დაადგინოს მიმდინარე დივიდენდის ნებისმიერი დონე (D_0) ისე, რომ ამავე დროს გავლენა არ მოახდინოს აქციონერების მდგომარეობაზე არც ცუდი და არც კარგი მხრიდან. მოცემულ საკითხს ჩვენ განვიხილავთ ქვემოთ, და აქცენტს გავაკეთებთ მოგებაზე და იმაზეც, თუ როგორ შეიძლება მისი გამოყენება ახალი ინვესტიციების ფინანსირებისა და დივიდენდების გადახდისათვის.

19.1.1. მოგება, დივიდენდები და ინვესტიციები

ნახ. 19.1 (ა)-ზე წარმოდგენილია ფირმის მიერ მიმდინარე წლის მთელი მოგების (E_0) განაწილების ერთ-ერთი ვარიანტი. ამ ვარიანტის დროს ახალი ინვესტიციები (I_0) ფინანსდება მოგებიდან, ხოლო მოგების დანარჩენ ნაწილს (D_0) ფირმა აქციონერებისათვის დივიდენდების გადასახდელად იყენებს. მაგალითად, თუ ფირმა Plum-მა მიიღო \$5000 მოგება, მაშინ მას ინვესტიციებისათვის შეუძლია გამოყოს \$3000 და დივიდენდებისათვის კი – \$2000.

აქციების გამოშვება

ნახ. 19.1 (ა)-ზე მოგება ზუსტად უტოლდება დივიდენდებისა და ინვესტიციების ჯამს ($E_0 = D_0 + I_0$), თუმცა ეს ყოველთვის ასე არ ხდება. ნახ. 19.1 (ბ)-ზე მოგება ნაკლებია დივიდენდებისა და ინვესტიციების თანხაზე ($E_0 < D_0 + I_0$). იმის გამო, რომ ინვესტიციების მოცულობა განსაზღვრული იყო დადებითი NPV რიგი პროექტების საფუძველზე, ამიტომ მოცემული შეუსაბამობა წარმოიქმნა იმის გამო, რომ ფირმამ გადაწყვიტა თავისი აქციონერებისათვის უფრო მაღალი დივიდენდების გადახდა, ვიდრე ნახ. 19.1 (ა)-ზეა ნაჩვენები. თუმცა უფრო მაღალი დივიდენდების გადასახდელად აუცილებელია დამატებითი სახსრების მიღება გარედან. ეს მიიღწევა ჩვეულებრივი აქციების ახალი გაყიდვების ხარჯზე (ვარაუდობენ, რომ ახალი აქციების გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები უმნიშვნელოა).

სახსრების მოზიდვის მიზეზი ჩვეულებრივი ახალი აქციების გაყიდვის და არა სავალო ქაღალდების ხარჯზე მდგომარეობს ფირმის საკუთარი კაპიტალის საერთო მოცულობასთან მისი სავალო თანხის დამოკიდებულების არასასურველი ცვლილებების თავიდან ასაცილებლად. ანუ თუ ფინანსირება ხდება ახალი სესხის ხარჯზე, მაშინ ერთდროულად იცვლება ფირმის საქმიანობის ორი მაჩვენებელი – დივიდენდის ზომა და ფირმის კაპიტალში სასესხო თანხების ხვედრითი წილი. ამის შედეგად, როცა გვეონია, რომ აქციონერების მდგომარეობა გაუმჯობესდა და დივიდენდების ზომა გაიზარდა, ფაქტიურად ეს გაუმჯობესება, დიდწილად ფირმის კაპიტალში სასესხო თანხების ხვედრითი წილის ცვლილებების ხარჯზე მოხდა. როცა ფირმა უარს ამბობს ახალი სესხების მოზიდვაზე, მაშინ კაპიტალში სასესხო თანხების ხვედრითი წილი იგივე რჩება და მხოლოდ დივიდენდის ზომა

შეიძლება შეიცვალოს. ანუ საკუთარი კაპიტალის თითოეული დამატებითი დოლარი, მიღებული ახალი აქციების ემისიის ხარჯზე, კომპენსირდება დივიდენდის სახით ერთი დოლარის გადახდით. ამგვარად, თუ აქციონერების მდგომარეობა გაუმჯობესდება, ეს მოხდება მხოლოდ დივიდენდების ზომის ცვლილებების შედეგად, რადგან ყველა დანარჩენი პირობა (უფრო ზუსტად კი ინვესტიციების ზომა და კაპიტალში სასესხო თანხების ხვედრითი წილი) იგივე დარჩება.

ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ თუ ინვესტიციების წყარო არის მოგება, როგორც ეს ნაჩვენებია ნახ. 19.1 (ა)-ზე, მაშინ იგი ფინანსდება საკუთარი კაპიტალის შიდა წყაროების ზრდის ხარჯზე. ნახ. 19.1 (ბ)-ზე ინვესტიციები ასევე ფინანსირდება საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე, მაგრამ ამ დროს საკუთარი კაპიტალის ნაწილი მიღებულია გარე წყაროებიდან. შედეგად, ფირმის კაპიტალში სასესხო თანხების ხვედრითი წილი ორივე შემთხვევაში უცვლელი რჩება.

ფირმა Plum-ის შემთხვევაში მას დივიდენდების \$2000 რაოდენობის გადახდის ნაცვლად, შეეძლო გადაეხადა \$3000. იმის გამო, რომ ინვესტიციები 3000 დოლარის ტოლია, ამიტომ კომპანიისათვის სასესრების გამოყოფა შეიძლებოდა \$6000 მოცულობით (\$3000 + \$3000), ხოლო მოგება მხოლოდ \$5000-ის ტოლი იქნებოდა. ეს იმას ნიშნავს, რომ Plum-ს მოუწევს \$1000 ახალი ჩვეულებრივი აქციების გაყიდვა (\$6000-\$5000).

აქციების გამოსყიდვა

ნახ. 19.1 (გ)-ზე წარმოდგენილია ნახ. 19.1 (ბ)-ს საპირისპირო სიტუაცია; მოცემულ შემთხვევაში მოგება აღემატება დივიდენდებისა და ინვესტიციების ჯამს ($E_0 > D_0 + I_0$). იმის გამო, რომ ინვესტიციების მოცულობა განსაზღვრული იყო დადებითი NPV რიგი პროექტების საფუძველზე, ამიტომ შეუსაბამობის მიზეზი იმაში მდგომარეობს, ფირმამ გადაწყვიტა აქციონერებისათვის უფრო დაბალი დივიდენდების გადახდა, ვიდრე ეს ნაჩვენებია ნახ. 19.1 (ა)-ზე. უფრო ნაკლები მოცულობის დივიდენდების გადახდის შემდეგ ფირმას დარჩება თავისუფალი სახსრები. ვარაუდობენ, რომ ფირმა მათ გამოიყენებს თავისი აქციების ნაწილის გამოსყიდვისათვის (ასევე აქციების გამოყიდვასთან დაკავშირებული ტრანსაქციული ხარჯები უმნიშვნელოა).

ასეთი დაშვება გამოხატავს სწრაფვას იმისაკენ, რომ მოცემული სიტუაცია გახადოს ზემოთ აღწერილი ორი შემთხვევის მსგავსი. ფირმის გადაწყვეტილება შეინარჩუნოს თავისუფალი სახსრები, მისი ინვესტირების გადაწყვეტილების ტოლფასია, მაგრამ მოცემული გადაწყვეტილება არ არსებობდა ადრე მოყვანილ ორ შემთხვევაში და ამიტომ არ აქვს დადებითი NPV (არ უნდა დავივიწყოთ ისიც, რომ I_0 –ში შედის პროექტები, რომლებსაც დადებითი NPV აქვთ). ფირმის გადაწყვეტილება შეინარჩუნოს თავისუფალი სახსრები ასევე ნიშნავს, რომ მას სურს კაპიტალში სასესხო სახსრების ხვედრითი წონის შემცირება, რადგან თავისუფალი სახსრები გაზრდიან ფირმის საკუთარი კაპიტალის მოცულობას და ამის შედეგად, შეამცირებენ სესხის მოცულობას საკუთარი კაპიტალის მოცულობასთან მიმართებაში.

ფირმა Plum-ის შემთხვევაში, მას დივიდენდები შეიძლება დაეწესებინა \$1000, ნაცვლად \$2000 ან \$3000-სა. მაშინ ფირმის ხარჯები დივიდენდებისა და ინვესტიციების გადასახდელად იქნებოდა \$4000 (\$1000 + \$3000). თუ მოგება იქნებოდა \$5000, მაშინ \$1000 (\$5000-\$4000) დარჩებოდა ფირმისათვის საკუთარი აქციების გამოსასყიდად.

გადაწყვეტილება გადასახდელი დივიდენდების ზომის შესახებ

ფირმამ უნდა მიიღოს გადაწყვეტილება მიმდინარე დივიდენდების ზომის შესახებ. მოგების ზომა E_0 და ახალი ინვესტიციების მოცულობა I_0 განსაზღვრულია. დარჩა დივიდენდების ზომის D_0 გამოთვლა. მისი შეიძლება იყოს მოგებასა და ინვესტიციებს შორის სხვაობის ტოლი [როგორც ნახ. 19.1 (ა)], ამ სიდიდეზე დიდი [როგორც ნახ. 19.1 (ბ)] ან ამ სიდიდეზე ნაკლები [როგორც ნახ. 19.1 (ვ)]. დაგვრჩა მხოლოდ პასუხი გავცეთ კითხვაზე: გაამჯობესებს თუ არა ამ დივიდენდების სამი ზომიდან ერთ-ერთი სიდიდე აქციონერთა მდგომარეობას ორ სხვა ვარიანტთან შედარებით? ანუ, დივიდენდის რომელი ზომა \$1000, \$2000 თუ \$3000 – გაამჯობესებს აქციონერების მდგომარეობას?

მოცემულ კითხვაზე ყველაზე უფრო მარტივი პასუხი იქნებოდა ის, რომ განსაზღვრულიყო იმ აქციონერის მდგომარეობა, რომელიც ფლობს ფირმის ჩვეულებრივი აქციების 1%-ს, თანაც როცა ცნობილია, რომ მომავალში მისი საკუთრების წილი შეიცვლება. თუ ფირმა დაიწყებს დივიდენდების გადახდის ისეთი პოლიტიკის გატარებას, რომელიც ნაჩვენებია ნახ. 19.1. (ა)-ში, მაშინ აქციონერის მიმდინარე დივიდენდების ზომა იქნება $0,01 D_0$, ანუ იგივე რაც $0,01 (E_0 - I_0)$. ანალოგიურად, აქციონერის დივიდენდი მომავალში იქნება $0,01 D_t$ ან შესაბამისად $0,01 (E_t - I_t)$.

თუ ფირმა დაიწყებს დივიდენდების გადახდის ისეთი პოლიტიკის გატარებას, რომელიც ნაჩვენებია ნახ. 19.1. (ბ)-ში, მაშინ აქციონერმა უნდა მოახდინოს ჩვეულებრივ აქციებში დამატებითი სახსრების ინვესტირება იმისათვის, რომ ფირმის კაპიტალში საკუთარი წილის შემცირება თავიდან აიცილოს. რატომ? იმიტომ რომ ამ შემთხვევაში ფირმამ უნდა მოიზიდოს სახსრები დამატებითი აქციების გაყიდვის ხარჯზე რათა უფრო მაღალი დივიდენდები გადაიხადოს. ვინაიდან $E_0 < D_0 + I_0$, ამიტომ ფირმას ესაჭიროება დამატებით სახსრების მოზიდვა F_0 მოცულობით, თანაც:

$$E_0 + F_0 = D_0 + I_0 \quad (19.1)$$

ან

$$F_0 = D_0 + I_0 - E_0. \quad (19.2)$$

დამატებითი ინვესტიციების სიდიდე, რომელიც მოეთხოვება აქციონერს ფირმის საკუთრების 1% -ის შესანარჩუნებლად, $0,01 F_0$ ტოლია. განტოლებიდან (19.2) ეს სიდიდე უდრის $0,01(D_0 + I_0 - E_0)$. ვინაიდან აქციონერი იღებს 1% დივიდენდს, მაშინ ნული დროის მომენტში აქციონერი მიიღებს თანხას, რომელიც ტოლი იქნება $0,01D_0 - 0,01F_0$, ან:

$$0,01 D_0 - 0,01(D_0 + I_0 - E_0) = 0,01 E_0 - 0,01 I_0. \quad (19.3)$$

საინტერესოა იმის აღნიშვნა, რომ თანხა, რომელსაც იღებს აქციონერი ($0,01 E_0 - 0,01 I_0$), ტოლია იმ თანხისა, რომელიც მიიღება ჩვენს მიერ განხილულ პირველ სიტუაციაში. ასე იმიტომ ხდება, რომ მიღებული დამატებითი დივიდენდები ზუსტად ტოლია იმ თანხისა, რომლის ინვესტირებაც აუცილებლად უნდა მოახდინოს აქციონერმა ფირმის კაპიტალში საკუთარი წილის შესანარჩუნებლად.

თუ ფირმა დაიწყებს დივიდენდების გადახდის ისეთი პოლიტიკის გატარებას, რომელიც ნაჩვენებია ნახ. 19.1. (ე)-ში, მაშინ იგი დაიწყებს საკუთარი აქციების გამოსყიდვას. შესაბამისად, აქციონერმა აქციების ნაწილი ფირმას უნდა მიჰყიდოს, რათა თავიდან აიცილოს მის კაპიტალში საკუთარი წილის გაზრდა. ვინაიდან $E_0 > D_0 + I_0$, ამიტომ სახსრების საერთო თანხა, რომელსაც ფირმა მიმართავს თავისი აქციების გამოსასყიდად, უნდა იყოს R_0 -ის ტოლი, რათა:

$$E_0 = D_0 + I_0 + R_0, \quad (19.4)$$

ან

$$R_0 = E_0 - D_0 - I_0. \quad (19.5)$$

რაოდენობა აქციებისა, რომელიც აქციონერმა უნდა მიჰყიდოს ფირმას მისი 1% საკუთრების შესანარჩუნებლად, ტოლია $0,01R_0$. განტოლებიდან (19.5) იგი შეადგენს $0,01 (E_0 - D_0 - I_0)$. რადგან აქციონერი იღებს ფირმისაგან გადახდილი დივიდენდების 1%-ს, მაშინ თანხა, რომელსაც აქციონერი იღებს ნულოვან დროში, ტოლია $0,01D_0 + 0,01R_0$, ან:

$$0,01D_0 + 0,01 (E_0 - D_0 - I_0) = 0,01E_0 - 0,01I_0. \quad (19.6)$$

მიღებული ახალი თანხა ($0,01E_0 - 0,01I_0$) პირველ შემთხვევაში მიღებული თანხის ტოლია. მესამე შემთხვევაში ასე იმიტომ გამოდის, რომ დივიდენდების მცირე რაოდენობა სრულიად კომპენსირდება იმ თანხით, რომელსაც აქციონერი იღებს ფირმის მიერ საკუთარი აქციების გამოსყიდვის შედეგად.

ამგვარად, ფირმის მიერ დივიდენდების გადახდის პოლიტიკის წარმოებისაგან დამოუკიდებლად, აქციონერი, რომელიც მიისწრაფის იმისკენ, რომ ფირმის კაპიტალში საკუთრების მუდმივი წილი ჰქონდეს, ნულოვანი დროის მომენტში მოხმარებისათვის ერთი და იგივე რაოდენობის თანხა ექნება. მოცემული თანხა იქნება ფირმის კაპიტალში საკუთრების წილის ტოლი, გამრავლებული $E_0 - I_0$ სიდიდეზე. მეტიც, ეს მომავალშიც ასე იქნება. ანუ ნებისმიერ t წელში აქციონერი შეძლებს მოხმარებისათვის გამოიყენოს თანხა, რომელიც ტოლია ფირმაში საკუთრების წილისა, გამრავლებული სიდიდეზე $\epsilon_t - I_t$.

19.1.2 აქციების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრა მოგების საშუალებით

1% აქციათა ღირებულების განსაზღვრისას უნდა გვახსოვდეს, რომ ფირმა აცხადებს და იხდის მიმდინარე დივიდენდებს. მოცემული დივიდენდების ზომისაგან დამოუკიდებლად, აქციონერს შეუძლია მოხმარებისათვის გამოიყენოს მხოლოდ ის თანხა, რომელიც 0,01-ის ტოლია. გარდა ამისა, მომავალში აქციონერი შეძლებს მოხმარებისათვის ნებისმიერ t წელში 0,01 რაოდენობის თანხა. თუ მოვახდენთ მოსალოდნელი თანხის მონაცემების დისკონტირებას k (მუდმივი) განაკვეთით, მივიღებთ 1% აქციების მიმდინარე ღირებულებას (V):

$$0,01V = \frac{0,01(E_0 - I_0)}{(1+k)^0} + \frac{0,01(E_1 - I_1)}{(1+k)^1} + \frac{0,01(E_2 - I_2)}{(1+k)^2} + \dots$$

თუ განტოლების ორივე ნაწილს გავამრავლებთ 100-ზე, მივიღებთ ფირმის იმ აქციების საერთო საბაზრო ღირებულების გამოთვლის ფორმულას, რომელიც მიმოქცევაში არსებობს:

$$V = \frac{(E_0 - I_0)}{(1+k)^0} + \frac{(E_1 - I_1)}{(1+k)^1} + \frac{(E_2 - I_2)}{(1+k)^2} + \dots \quad (19.7)$$

განტოლება (19.7) გვიჩვენებს, რომ საკუთარი კაპიტალის ერთიანი საბაზრო ღირებულება მომავალი მოგების ფულად ნაკადს მინუს ინვესტირებაზე დანახარჯების მოყვანილი (მიმდინარე) ღირებულების ტოლია. ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ ფორმულა არ შეიცავს დივიდენდების სიდიდის მაჩვენებელს. ეს იმაზე ლაპარაკობს, რომ აქციების საბაზრო ღირებულება არ არის დამოკიდებული ფირმის გადაწყვეტილებაზე დივიდენდის სიდიდესთან მიმართებაში, ანუ გადაწყვეტილებას გადასახდელი დივიდენდების ზომის შესახებ არანაირი დამოკიდებულება არ აქვს აქციების ღირებულების შეფასებასთან. პირიქით, ფირმის საბაზრო ღირებულება დაკავშირებულია მოგების მიღების პერსპექტივებსა და იმ ახალი ინვესტიციების სიდიდესთან, რომელიც აუცილებელია ამ მოგების მისაღებად.

დივიდენდების დისკონტირების მოდელები

მე-18 თავში ნაჩვენებია იყო, რომ ჩვეულებრივი აქციების ღირებულება ყველა მომავალი მოსალოდნელი დივიდენდების მოყვანილი ღირებულების ტოლია. ამაზე დაყრდნობით, თითქოს აშკარა ხდება, რომ მიუხედავად ზემოთ მოყვანილი მტკიცებისა, ფირმის აქციების საბაზრო ღირებულება დამოკიდებულია გადაწყვეტილებაზე გადასახდელი დივიდენდების სიდიდის შესახებ. მაგრამ, სინამდვილეში, არანაირი წინააღმდეგობა არ არსებობს დივიდენდების

დისკონტირების მოდელების საფუძველზე ღირებულების შეფასებასა და ფირმის სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულებაზე დივიდენდის სიდიდის შესახებ გადაწყვეტილების გავლენის არარსებობას შორის.

მტკიცებულება სააქციო კაპიტალის ღირებულებაზე დივიდენდის სიდიდის გავლენის არარსებობაზე დაფუძნებულია წინადადებაზე, რომ თუ ფირმა აპირებს მიმდინარე დივიდენდების ზომის გადიდებას, მაშინ მან ახალი აქციები უნდა გამოუშვას. ეს, თავის მხრივ, ნიშნავს, რომ მომავალი დივიდენდები აღმოჩნდება ნაკლები, რადგან აუცილებელი გახდება მათი ერთობლივი სიდიდის გაყოფა აქციების მომატებულ რაოდენობაზე. და ბოლოს, არსებული აქციონერების მდგომარეობა არც გაუმჯობესდება და არც გაუარესდება, რადგან მიმდინარე დივიდენდების სიდიდის გაზრდა ზუსტად ტოლი იქნება მისი შემცირებისა მომავალში. პირიქით, თუ ფირმა იღებს გადაწყვეტილებას მიმდინარე დივიდენდების სიდიდის შემცირებაზე, იგი გამოისყიდის თავისი აქციების ნაწილს და მაშინ მომავალი დივიდენდები გაიზრდება მიმოქცევაში აქციების რიცხვის შემცირების გამო. საბოლოოდ კი მოხდება შემცირებული მიმდინარე დივიდენდების სრულად კომპენსირება გაზრდილი დივიდენდებით მომავალში და არსებული აქციონერების მდგომარეობა კვლავ არ შეიცვლება არც ერთი მიმართულებით.

მაგალითი

ზემოთ ნათქვამის ილუსტრირება შეიძლება მოხდეს ადრე მოყვანილ ფირმა Plum-ის მაგალითზე. Plum-მა გამოაცხადა მოგება \$5000 და ინვესტიციები \$3000. თუ გადასახდელი დივიდენდების საერთო თანხა შეადგენს \$2000, მაშინ აქციონერი, რომელიც ფლობს ფირმის აქციების 1%-ს, მიიღებს \$20 ($0,01 \times \2000). პირიქით, თუ აპირებენ \$3000 რაოდენობის დივიდენდების გადახდას, Plum-მა უნდა \$1000 მოიზიდოს ახალი ჩვეულებრივი აქციების გამოშვების ხარჯზე. მაშინ აქციონერი მიიღებს \$30 ($0,01 \times \3000) დივიდენდის სახით, მაგრამ მოუწევს \$30 გადახდა 1% ახალი აქციების შესაძენად, რათა შეინარჩუნოს ფირმის საკუთრებაში თავისი 1%. საბოლოო ჯამში ნაღდი თანხა, რასაც მიიღებს აქციონერი, შეადგენს \$20 ($\$30 - \10) ანუ იმავე სიდიდეს, როგორცაა წინა სიტუაციაში.

და ბოლოს, თუ დივიდენდები უნდა გადაიხადონ \$1000 მოცულობით, მაშინ ფირმა Plum-ი შეძლებს თავისი ჩვეულებრივი აქციების გამოსასყიდად გამოყოს \$1000. მაშინ აქციონერი, რომელსაც სურს შეინარჩუნოს საკუთარი წილი 1%-ის მოცულობით, გაყიდის \$10 თანხის აქციებს ($0,01 \times \1000). ამის შედეგად აქციონერი მიიღებს საერთო ჯამში \$20 ($\$10 + \10), ანუ კვლავ იმავე თანხას, როგორც წინა ორ შემთხვევაში.

ყველა სამივე განხილულ შემთხვევაში აქციონერი, რომელსაც სურს, რომ ფლობდეს ფირმის აქციების 1%-ს, მოცემულ მომენტში მიიღებს ერთნაირ თანხას (\$20) და ექნება ერთნაირი პერსპექტივები კომპანია Plum-ის მომავალ მოგებებთან მიმართებაში. ანუ ყველა სამივე შემთხვევაში აქციონერი ფირმის 1% აქციების მფლობელი იქნება და ამიტომ მომავალში ერთნაირ დივიდენდებს მიიღებს. შესაბამისად, 1% აქციების მფლობელი აქციონერების (და ყველა სხვისა) მდგომარეობა არ შეიცვლება არც კარგი და არც ცუდი მხრისაკენ, თუ კომპანია Plum-ი გადაიხდის \$1000, \$2000, \$3000 თანხის დივიდენდებს. ამგვარად, გადაწყვეტილება გადასახდელი დივიდენდების ზომის შესახებ გავლენას არ

ახდენს არსებული აქციონერების მდგომარეობაზე; დივიდენდების დონისაგან დამოუკიდებლად, იგი არ იცვლება არც ცუდი და არც კარგი მხრისაკენ. მოცემულ დასკვნას ხშირად უწოდებენ “დივიდენდების ნეიტრალურობის თეორიას”.

19.2 დივიდენდების ზომის განმსაზღვრელი ფაქტორები

მხოლოდ ზოგიერთი ფირმა ცდილობს დივიდენდებისა და მოგების მუდმივი თანაფარდობის შენარჩუნებას, რადგან ეს იწვევს აბსოლუტურ გამოსახვაში დივიდენდების სიდიდის რყევებს. ასეთი რყევების მიზეზი არის ცვალებადობა იმ მოგების სიდიდისა, რომელსაც იღებს ფირმა მოცემულ წელს გასულ წელთან შედარებით. ფირმების უმეტესობა ცდილობს, რომ მოგების საერთო თანხაში გადასახდელი დივიდენდების განსაზღვრული წილი შედარებით ხანგრძლივი დროის განმავლობაში შეინარჩუნოს. ეს ნიშნავს მიზნის სახით დივიდენდების განსაზღვრული კოეფიციენტის არსებობას ხანგრძლივი დროისათვის ან ფირმის მოგების შედარებით სტაბილური სიდიდისათვის. ამის შედეგად ფირმის მიერ გადასახდელი დივიდენდების სიდიდის შენარჩუნება აბსოლუტურ გამოსახვაში, ჩვეულებრივ, მუდმივ დონეზე ხდება და იზრდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მენეჯერი დარწმუნებულია, რომ ფირმისათვის ამ მზარდი თანხების გადახდა არც მომავალში იქნება რთული. მიუხედავად ამისა, მოგების გაზრდილ სიდიდეს, როგორც ნაჩვენებია ეს ცხრილი 19.1, ჩვეულებრივ, თან ახლავს გადასახდელი დივიდენდების გარკვეული ზრდა.

19.2.1 ფირმის მოგების სიდიდისა და მის მიერ გადასახდელი დივიდენდების ცვლილებები

ცხრილი 19.1 პირველი ორი სტრიქონი აჩვენებს, რომ შემთხვევათა 59,3%-ში გამოკითხული ფირმების მოგება გაიზარდა, ხოლო დანარჩენ 40,7%-ში – შემცირდა. უმეტეს შემთხვევაში, მოგების ზრდის დროს ფირმები ზრდიდნენ მიმდინარე დივიდენდებს. თუმცა, მოგების სიდიდის შემცირების დროს ფირმები დივიდენდებს ისეთივე სიხშირით ზრდიდნენ, როგორითაც ამცირებდნენ (ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ 42,8% საკმაოდ ახლოს არის 39,5%-თან).

ცხრილის შემდეგი ორი სტრიქონი იმაზე მიუთითებს, რომ უმეტესად, ფირმები მზად არიან გაზარდონ მიმდინარე დივიდენდები მაშინ, როცა ორი წელი ზედიზედ მოგება მატულობდა, ვიდრე მაშინ, როცა მოგება ჯერ კლებულობდა, შემდეგ წელს კი იზრდებოდა (74,8% < 54,1%). ბოლო ორი სტრიქონი კი მოწმობს იმაზე, რომ ფირმები უმეტესად მზად არიან შეამცირონ მიმდინარე დივიდენდები მაშინ, როცა ორი წლის ნამზილზე ზედიზედ მოგება მცირდებოდა, ვიდრე იმ შემთხვევაში, როცა მოგება ჯერ იზრდებოდა, ხოლო მომდევნო წელს კვლავ ეცემოდა (46,8% > 33,4%). მთლიანობაში, ცხრილი აჩვენებს, რომ ფირმები, როგორც წესი, უფრო მიდრეკილნი არიან დივიდენდების გაზრდისაკენ, ვიდრე შემცირებისაკენ.

19.3 დივიდენდების ინფორმაციული შემადგენელი

გონივრული იქნება თუ ვივარაუდებთ, რომ მმართველებს ფირმის მოსალოდნელი სიდიდის შესახებ უფრო მეტი ინფორმაცია აქვთ, ვიდრე საზოგადოების დანარჩენ წევრებს (მათ შორის აქციონერებს). **ასიმეტრიული ინფორმაციის** (asymmetric information) ასეთ სიტუაციებში ივარაუდება, რომ მენეჯერები ინფორმაციას საზოგადოებისათვის ხელმისაწვდომად გახდიან მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ისინი ამაში დაინტერესებულნი იქნებიან. დავუშვათ, რომ ეს ასეა. მაშინ მსგავსი ინფორმაციის გავრცელების ერთ-ერთი ხერხი იქნება ფირმის დივიდენდების სიდიდის ცვლილების გამოცხადება. ამ შემთხვევაში ამბობენ, რომ დივიდენდების ზომის გამოცხადება სასიგნალო მექანიზმის სახით მოქმედებს.

19.3.1 სასიგნალო ეფექტი

შედარებით მარტივი შეხედულება დივიდენდის სიდიდის ცვლილებაზე გამოიხატება იმაში, რომ გამოცხადებული ზრდა მიუთითებს მენეჯერების მიერ ფირმის მოსალოდნელი მოგების გაზრდილ შეფასებას. ამიტომ გამოცხადებული დივიდენდების ზრდა წარმოადგენს “კარგ ახალ ამბავს” და თავის მხრივ, ზრდის ინვესტორების მოლოდინს მოსალოდნელ მოგებასთან მიმართებაში. პირიქით, გამოცხადება დივიდენდების შემცირების შესახებ წარმოადგენს სიგნალს მმართველის მიერ მოსალოდნელი მოგების სიდიდის მცირედ შეფასებაზე. ამიტომაც გამოცხადებული დივიდენდების შემცირება არის “ცუდი ახალი ამბავი” და თავის მხრივ, ინვესტორებს მომავალში მოსალოდნელი მოგების იმედს უკარგავს. არსი იმაში მდგომარეობს, რომ გამოცხადებული დივიდენდების მომატება გამოიწვევს ფირმის აქციებზე ფასების ზრდას, ხოლო გამოცხადებული შემცირება – გამოიწვევს აქციების ფასების დაცემას.

დივიდენდების სიდიდის ცვლილების ეს მარტივი მოდელი შეიძლება განვიხილოთ როგორც მოდელის კერძო შემთხვევა, წარმოდგენილი განტოლების (19.2) სახით, სადაც კორექტირების სიჩქარე (α) ნულის ტოლია. ამ მოდელში დივიდენდების მოსალოდნელი ცვლილება ($D_t - D_{t-1}$) ნულის ტოლია; თანაც ივარაუდება, რომ დივიდენდების უბრალო მატება განიხილება როგორც “კარგი ახალი ამბავი”. პირიქით, დივიდენდების სიდიდის უბრალო შემცირება განიხილება როგორც “ცუდი ახალი ამბავი”.

ერთ-ერთი ხერხი იმის შესამოწმებლად, წარმოადგენს თუ არა დივიდენდების სიდიდის ცვლილების ფაქტი ინვესტორებისათვის ინფორმაციის მიღების წყაროს, არის აქციების ფასების რეაქციის შესწავლა დივიდენდების ცვლილებების შეტყობინებაზე. თუმცა, ამ დროს საჭიროა განსაკუთრებული ყურადღების გამოჩენა, ვინაიდან ფირმა განცხადებას დივიდენდების ზომის შესახებ ხშირად აკეთებს მოგების სიდიდის გამოცხადებასთან ერთდროულად. ამიტომ, როცა ასეთი განცხადებები ერთდროულად კეთდება, ფირმის ჩვეულებრივი აქციების ფასის ნებისმიერი ცვლილება უნდა მივაკუთვნოთ ან ერთ ან მეორე (ანდა ორივე) შეტყობინებას.

ერთ-ერთ გამოკვლევაში იყო მოცემული პრობლემის გადაწყვეტის მცდელობა, რისთვისაც ითვალისწინებდნენ მხოლოდ იმ შემთხვევებს, როცა ფირმა მოგების სიდიდის შესახებ შეტყობინებას აკეთებდა დროის დიდი, სულ ცოტა 11 სავაჭრო დღის სხვაობით დივიდენდების დონის შესახებ შეტყობინებიდან. ნახ. 19.2-

ზე წარმოდგენილია ინფორმაცია საშუალო, ნორმალურისაგან განსხვავებული შემოსავლიანობის შესახებ, რომელიც დაკავშირებულია შეტყობინებასთან დივიდენდების ზომის შესახებ იმ ფირმებისათვის, რომლებმაც საკუთარი დივიდენდების შესახებ გამოაცხადეს 11 და მეტი დღის მერე საკუთარი მოგების გამოცხადებიდან (ანალოგიური შედეგები იქნა მიღებული ავტორების მიერ იმ შემთხვევების შესწავლის დროს, როცა შეტყობინება გამოცხადების შესახებ წინ უსწრებდა შეტყობინებას მოგების შესახებ).

იმ შემთხვევებში, როცა ფირმები აცხადებდნენ თავისი დივიდენდების გაზრდის შესახებ, აღინიშნებოდა მათ აქციებზე ფასების მნიშვნელოვანი ზრდა. პირიქით, იმ შემთხვევებში, როცა ფირმები აცხადებდნენ თავისი დივიდენდების შემცირების შესახებ, აქციებზე ფასების რეაქცია უარყოფითი იყო. მოცემული შედეგები გარკვეულწილად ადასტურებენ **ჰიპოთეზას დივიდენდების ინფორმაციული შემადგენელის** შესახებ (information content of dividends hypothesis), რომლის თანახმადაც, გამოცხადება დივიდენდების სიდიდის შესახებ ირიბი მნიშვნელობით შეიცავს ინფორმაციას ფირმის მდგომარეობისა და პერსპექტივების შესახებ.

უნდა აღინიშნოს, რომ ამ დროს არანაირი შეუსაბამობა არ არის ფირმის მდგომარეობის მაჩვენებლის სახით დივიდენდების დონის განხილვასა და ზემოთ ნათქვამი მიღებისა და მოდილიანის არგუმენტებს შორის აქციონერებისათვის გადასახდელი დივიდენდების გადაწყვეტილების ნაკლები მნიშვნელობის შესახებ. კერძოდ, აქციონერების მდგომარეობა არც გაუმჯობესდება და არც გაუარესდება, თუ დივიდენდების დონე მოგებასთან მიმართებაში, დაბალი ან მაღალი იქნება. თუმცა, გადასახდელი დივიდენდების სიდიდის ცვლილებამ შეიძლება დიდი როლი ითამაშოს, რადგან იგი შეიცავს ინვესტორებისათვის ინფორმაციას მომავალში მოგების პერსპექტივების შესახებ.

19.3.2 დივიდენდების გადახდის დაწყება და შეწყვეტა

ერთ-ერთ გამოკვლევაში სწავლობენ დამოკიდებულებას გადასახდელი დივიდენდების სიდიდისა და მოგების სიდიდის ცვლილებებს შორის, რომელსაც ადგილი ჰქონდა გასულ, მიმდინარე და მომდევნო პერიოდებში. კერძოდ კი, მასში ყურადღება ექცევა დივიდენდების გამოცხადების ყველაზე უფრო მნიშვნელოვან მომენტებს – შეტყობინებას დივიდენდების გადახდის დაწყებაზე და დივიდენდების გადახდის შეწყვეტაზე – რადგან ის ინფორმაცია, რომელსაც ისინი შეიცავენ, აბსოლუტურად ცალსახაა.

თუ ჰიპოთეზა დივიდენდების ინფორმაციული შემადგენელის შესახებ სწორია, მაშინ არის საფუძველი ჩავთვალოთ, რომ ფირმები, რომლებმაც უკანასკნელი 10 წლის მანძილზე პირველად დაიწყეს დივიდენდების გადახდა, დარწმუნებულნი არიან იმაში, რომ მათმა მოგებამ მიაღწია სტაბილურ მაღალ დონეს და უახლოეს დროში შეიძლება მოიმატოს კიდევ. კითხვა, რომელიც აუცილებლად უნდა დაისვას ამ დროს, შემდეგია: ფირმები დივიდენდების გადახდის მომენტისათვის და ამ მომენტიდან უახლოეს დროში ნამდვილად იღებდნენ თუ არა მნიშვნელოვნად მეტ მოგებებს, ვიდრე ჩვეულებრივ?

პირიქით, ის ფირმები, რომლებიც დივიდენდებს იხდიდნენ სულ მცირე, გასული 10 წლის მანძილზე და უეცრად შეწყვიტეს გადახდა, უნდა ჩაითვალოს,

რომ მათი მოგება შემცირდა სტაბილურად დაბალ დონემდე და უახლოეს მომავალში კიდევ უფრო შემცირდება. მათთან მიმართებაში ჩვენს მიერ ნახსენები კითხვა შემდეგნაირად ფორმულირება: დივიდენდების გადახდის შეწყვეტის მომენტისათვის და ამ მომენტის შემდეგ ნამდვილად განიცადეს ფირმებმა მოგების მნიშვნელოვანი დაქვეითება?

პასუხი სავსებით შეესაბამება ჰიპოთეზას დივიდენდების ინფორმაციული შემადგენელის შესახებ. კერძოდ კი: გამოკვლევის შესაბამისად დივიდენდების გადახდის დაწყების წინ მოგება იზრდებოდა, სულ მცირე, ამ მომენტამდე, ხოლო დივიდენდის გადახდის შეწყვეტის შემთხვევაში მოგება მცირდებოდა სულ ცოტა, ორი გასული წლის მანძილზე. მეტიც, მოგება იზრდებოდა სულ მცირე, კიდევ ერთი წლის განმავლობაში გადახდის დაწყებიდან და განაგრძობდა ვარდნას ერთი წლის განმავლობაში გადახდის შეწყვეტიდან, თანაც ასეთი ცვლილებები სტაბილური ხასიათის იყო. საინტერესოა იმის აღნიშვნა, რომ რაც უფრო მეტად იცვლებოდა ფირმის აქციების ფასი დივიდენდების გადახდის დაწყების ან შეწყვეტის გამოცხადებიდან, ფირმის მოგების სიდიდის მით უფრო მეტი ცვლილება აღინიშნებოდა როგორც გამოცხადების წელს, ასევე მომდევნო წელსაც. ამგვარად, სავსებით აშკარაა, რომ დივიდენდები ნამდვილად შეიცავენ ინფორმაციას ფირმის მოგების ზომასა და მისი ცვლილებების ტენდენციებზე.

19.3.3 დივიდენდები და ზარალი

მოცემულ შემთხვევაში, ისევე როგორც დივიდენდების გადახდის დაწყებისა და გადახდის შეწყვეტის დროს, საინტერესოა ისეთი სიტუაციების განხილვა, როცა ფირმებმა, რომლებსაც სულ მცირე, 10 წლის მანძილზე ჰქონდა დადებითი მოგება და იხდიდა დივიდენდებს, უეცრად მიიღეს უარყოფითი ფინანსური შედეგები. ამ შემთხვევაში შეიცავენ თუ არა დივიდენდები ინფორმაციას მომავალი მოგების შესახებ?

ერთ-ერთ გამოკვლევაში განიხილება ისეთი ფირმები, რომლებსაც სულ მცირე, ერთი წლის მანძილზე 1980 წლიდან 1985 წლის განმავლობაში უარყოფითი ფინანსური შედეგები ჰქონდა, მაგრამ მანამდე, მინიმუმ 10 წლის განმავლობაში ზედიზედ იღებდა დადებით მოგებას და იხდიდა დივიდენდებს. ამასთან, აღმოჩენილ იქნა 167 ფირმა (დავარქვათ მათ “უიღბლო ფირმები”), რომლებიც მოცემულ კრიტერიუმს პასუხობდნენ. ასევე შედარებითი ანალიზი გაკეთდა იმ 440 ფირმის (დავარქვათ “იღბლიანი ფირმები”) მაგალითზე, რომლებსაც დადებითი მოგება ჰქონდათ როგორც 1980-დან 1985 წლამდე პერიოდში, ასევე წინა 10 წლის მანძილზე.

“უიღბლო ფირმების” დაახლოებით ნახევარმა შეამცირა ან შეწყვიტა დივიდენდების გადახდა წამგებიანი ფინანსური წლის დამთავრებიდან მომდევნო ოთხ კვარტალში. შედარებისათვის, “იღბლიანი ფირმების” 1%-ზე ნაკლებმა ან შეამცირეს, ან არ გადაიხადეს დივიდენდები 6 წლის მანძილზე 1980 წლიდან 1985 წლამდე პერიოდში. შემდგომი გამოკვლევებით შესაძლებელი გახდა იმის აღმოჩენა, რომ:

1. “უიღბლო ფირმებს”, რომლებმაც არ შეამცირეს დივიდენდები საკუთარ აქციებზე, სავარაუდოდ, ჰქონდათ შემოსავლების უჩვეულო წყაროები,

რომლებიც იმის დამადასტურებელი იყო, რომ მოგებასთან დაკავშირებული მათი პრობლემები, ალბათ, დროებითი ხასიათის იყო.

2. “უიღბლო ფირმებმა”, რომლებმაც შეამცირეს დივიდენდები, უფრო მეტი ზარალი განიცადეს, ვიდრე იმ “უიღბლო ფირმებმა”, რომლებმაც არ შეამცირეს დივიდენდები.
3. “უიღბლო ფირმებს”, რომლებმაც შეამცირეს თავისი დივიდენდები, უფრო მეტია იმის ალბათობა, რომ უარყოფითი მოგება უკანასკნელი ორი მომდევნო წლის განმავლობაში, ვიდრე იმ “უიღბლო ფირმებს”, რომლებმაც არ შეამცირეს დივიდენდები.

ამგვარად, “უიღბლო ფირმების” დივიდენდების დინამიკის ცოდნა მათი მომავალი მოგების პროგნოზირების შესაძლებლობას იძლევა. ეს იმაზე მიუთითებს, რომ დივიდენდები შეიცავენ ინფორმაციულ შემადგენელს იმ შემთხვევაში, როცა ფირმა უეცრად იღებს უარყოფით მოგებას.

19.5. “ფასი – მოგება” კოეფიციენტი

მე-18 თავში ლაპარაკი იყო იმაზე, თუ როგორ შეიძლება დივიდენდების დისკონტირების მოდელის გამოყენება აქციათა ღირებულების შეფასებლობის ან გადაფასების განსაზღვრული სიტუაციისათვის. მსგავსი შეფასების ერთ-ერთი მეთოდი მდგომარეობდა კონკრეტული ფირმისათვის “ფასი – მოგების” ფაქტიური თანაფარდობის შედარებაში ანალიტიკოსის მიერ განსაზღვრულ საანგარიშსწორებო მნიშვნელობასთან. ქვემოთ წამოგიდგენთ ზოგიერთ მონაცემს მოგების, ფასებისა და “ფასი–მოგება” კოეფიციენტის საერთო დინამიკის შესახებ იმისათვის, რომ ვაჩვენოთ, თუ როგორ შეიძლება მსგავსი კოეფიციენტების პრაქტიკაში გამოყენება.

19.5.1 სტატისტიკური მონაცემები

ნახ. 19.5 (ა) ნაწილში წარმოდგენილია კოეფიციენტი “ფასი – მოგება” წლის ბოლოსათვის იმ აქციებზე, რომლებიც შედის Standard & Poor's 500 ინდექსში. შეიძლება შევნიშნოთ კოეფიციენტის ყოველწლიური მნიშვნელოვანი რყევები. ეს იმას ნიშნავს, რომ შესაბამისი ღირებულების განსაზღვრისათვის ინვესტორები მოგებასთან მიმართებაში სტანდარტულ მამრავლს არ იყენებენ.

ნახ. 19.5 (ბ) ნაწილი უჩვენებს აქციაზე მოგებას (ქვედა ტეხილი ხაზი) და აქციის ფასს (ზედა ტეხილი ხაზი), რომლებიც შედიან Standard & Poor's 500 ინდექსში. ორივე ხაზი მიმართულია მარჯვნივ ზემოთ, რაც მიუთითებს როგორც მოგების, ასევე ფასების დროში მზარდ საერთო ტენდენციას ზრდისაკენ. თუმცა ეს ორი ხაზი პარალელური არ არის. ეს კი იმის მაჩვენებელია, რომ ფასი და მოგება აქციაზე ართნაირი ტემპით არ იცვლება, რაც ასევე აშკარაა სურათის (ა) ნაწილში.

19.5.2 მოგების მუდმივი და დროებითი კომპონენტები

ცალკეული ჩვეულებრივი აქციების ანალიზის დროს ასევე აშკარა ხდება, რომ “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მნიშვნელოვანი რყევები დროში მათთვისაც არსებობს. გარდა ამისა, კოეფიციენტის მნიშვნელობები ცალკეულ აქციებზე დროის ნებისმიერი მომენტისათვის არსებითად განსხვავდება ერთმანეთისაგან. ამ მოვლენის ერთ-ერთი შესაძლო ასხნა მდგომარეობს იმაში, რომ გამოცხადებული მოგება შეიძლება განვიხილოთ როგორც შედგენილი ორი კომპონენტისაგან. **მუდმივი კომპონენტი** – ეს ის კომპონენტია, რომელიც, ალბათ მომავალში გამეორდება, მაშინ როცა იგივეს თქმა **დროებით კომპონენტზე** არ შეიძლება.

ზემოთ აღნიშნული იყო, რომ აქციის შიდა ღირებულება დამოკიდებულია ფირმის მიერ მომავალში მოგების მიღების პერსპექტივაზე. ეს იმას ნიშნავს, რომ აქციების შიდა ღირებულების და შესაბამისად აქციის ფასის ცვლილებები ურთიერთდამოკიდებულებაში იქნება მოგების მუდმივი კომპონენტის ცვლილებებთან და არ იქნება დაკავშირებული დროებითი კომპონენტის ცვლილებებთან. თუ დროებითი კომპონენტი დადებითია, მაშინ კოეფიციენტი “ფასი – მოგება” იქნება შედარებით დაბალი მისი მნიშვნელის შედარებით მაღალი მაჩვენებლის გამო. პირიქით, თუ დროებითი კომპონენტი უარყოფითია, მაშინ კოეფიციენტი “ფასი – მოგება” იქნება შედარებით მაღალი მისი მნიშვნელის შედარებით დაბალი მაჩვენებლის გამო.

მაგალითის სახით განვიხილოთ ფირმა, რომლის აქციების მიმდინარე კურსი \$30-ის ტოლია. უკანასკნელ წელს აქციაზე მოგების მუდმივმა კომპონენტმა შეადგინა \$4, ხოლო დროებითმა კომპონენტმა – \$1. ჯამში საერთო მოგება უდრის \$5 ($\$4 + \1), კოეფიციენტი “ფასი – მოგება” იქნება – 6 ($\$30/\5). ამასთან არ უნდა დავივიწყოთ, რომ აქციების მიმდინარე კურსი განისაზღვრება მომავალში ფირმის მიერ მოგების მიღების პერსპექტივებით, რომელიც თავის მხრივ დამოკიდებულია უკანასკნელ წელს აქციაზე მოგების მუდმივ კომპონენტზე. ამგვარად, ფირმას რომ ჰქონოდა ასეთივე \$4-ის ტოლი მუდმივი კომპონენტი, მაგრამ დროებითი კომპონენტი ყოფილიყო “-\$1” ნაცვლად “+\$1”-ისა, მაშინ აქციების მიმდინარე კურსი კვლავ \$30 იქნებოდა. მაგრამ მისი გამოცხადებული მოგება იქნებოდა \$3 ($\$4 - \1), ხოლო კოეფიციენტი “ფასი – მოგება” 10-ს გაუტოლდებოდა ($\$30/\3).

მომავალში მოგების მუდმივი კომპონენტი შეიცვლება და ინვესტორებს აიძულებს, თავის პროგნოზებს გადახედონ. ეს გამოიწვევს ფირმის აქციების ფასების და თავის მხრივ, მისი ცვლილებებს. თუმცა დროებითი კომპონენტის ცვლილება “ფასი – მოგება” კოეფიციენტზე უფრო მეტ გავლენას მოახდენს, რადგან მოცემული კომპონენტი ზოგჯერ დადებითი იქნება, ზოგჯერ – უარყოფითი. ამის შედეგად, ფირმის “ფასი – მოგება” კოეფიციენტი მომავალში შეიცვლება, როგორც ეს არის ნაჩვენები სურ. 19.5(ა)-ზე აქციებისათვის S&P 500 ინდექსიდან. ეს ასევე ნიშნავს იმასაც, რომ დროის ნებისმიერ მომენტში მოგების ამ კომპონენტს ფირმების ჯგუფისათვის სხვადასხვა მნიშვნელობა ექნება: ზოგიერთისათვის იგი დადებითი იქნება, ზოგისთვის კი – უარყოფითი. შედეგად, დროის ნებისმიერ მომენტში ფირმებს სხვადასხვა მნიშვნელობის “ფასი – მოგება” კოეფიციენტი ექნებათ.

რომ შეიძლებოდეს როგორც დროში, ასევე ცალკეულ ფირმებში “ფასი – მოგების” კოეფიციენტის მნიშვნელობათა არსებითი რყევების სრულად ასხნა, მაშინ შესაძლებელი იქნებოდა იმის თქმა, რომ ფირმის “ფასი – მოგება”

კოეფიციენტის რყევების უდიდესი ნაწილი დროებით ხასიათს ატარებს. ანუ კოეფიციენტის მნიშვნელობის მერყეობა მოხდებოდა გარკვეული საშუალო სიდიდის გარშემო. მაგრამ პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ ეს ასე არ არის. სურ. 19.6-ზე წარმოდგენილია “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის დროში ცვლილებების დინამიკა აქციების ორი ჯგუფისათვის. პირველ ჯგუფში შედის აქციები “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობით განსახილველი პერიოდის დასაწყისში (ანუ პორტფელის ფორმირების პერიოდისათვის). მეორე ჯგუფში კი – აქციები “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის დაბალი მნიშვნელობით განსახილველი პერიოდის დასაწყისში.

დროთა განმავლობაში “ფასი – მოგება” კოეფიციენტები აღნიშნული აქციებისათვის მიისწრაფიან ბაზრისათვის საშუალო საერთო კოეფიციენტისაკენ. ცვლილებები მნიშვნელოვანია პირველ ორ წელს, რაც, ეჭვს გარეშეა, რომ წარმოადგენს მოგების დროებითი კომპონენტის გავლენის შედეგს. ანუ აქციებს “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობით, როგორც ჩანს, პორტფელის ფორმირების პროცესისათვის საშუალოდ, მოგების უარყოფითი დროებითი კომპონენტი ჰქონდათ. (არ უნდა დავივიწყოთ ისიც, რომ კომპონენტის ასეთი მნიშვნელობა განაპირობებს კოეფიციენტის მაღალ მნიშვნელობას). პირიქით, აქციებს ჯგუფში “ფასი – მოგება” კოეფიციენტების დაბალი მნიშვნელობით, როგორც ჩანს, საშუალოდ, დადებითი დროებითი კომპონენტი ჰქონდათ. (კომპონენტის ასეთი მნიშვნელობა განაპირობებს კოეფიციენტის დაბალ მნიშვნელობას). შემდგომ პერიოდებში თითოეულ ჯგუფში აღმოჩნდებოდა ხოლმე აქციების ერთნაირი რაოდენობა დადებითი და უარყოფითი დროებითი კომპონენტებით, რამაც გამოიწვია თითოეულ ჯგუფში დროებითი კომპონენტის თითქმის ნულოვანი მნიშვნელობა.

მაგრამ, როგორც ნაჩვენებია ეს სურ. 19.6-ზე, პორტფელის ფორმირების პერიოდის შემდეგ მრავალი წლის მანძილზე აქციების ჯგუფს ჰქონდა “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის სხვადასხვა მნიშვნელობა. ასეთი მდგრადი სხვაობის არსებობას შეიძლება სამი ახსნა მოვუძებნოთ.

1. დისკონტირების შესაბამისი განაკვეთები (ანუ საჭირო შემოსავლიანობა) ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა მახასიათებლების გამო. ერთნაირი მიმდინარე და მომავალი მოსალოდნელი მოგების მქონე ორი ფირმიდან, ის ფირმა, რომელსაც გააჩნია დისკონტირების შედარებით უფრო დაბალი განაკვეთი, აქციების უფრო მაღალი ფასი ექნება და შესაბამისად, “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის უფრო მაღალი მნიშვნელობა.
2. შეიძლება არსებობდეს ეკონომიკური და გამოცხადებული მოგების მუდმივი შეუსაბამობა ბუღალტრული აღრიცხვის სხვადასხვა მეთოდების გამოყენების გამო. როგორც ზემოთ იყო ნათქვამი, პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ მსგავს შეუსაბამობას ბაზარი გამოავლენს.
3. ანალიტიკოსების პროგნოზი გრძელვადიან პერსპექტივაში მოგების ზრდის ტემპებთან დაკავშირებით, შეიძლება არსებითად განსხვავდებოდეს ერთმანეთისაგან. ანუ მაღალი მნიშვნელობის “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მქონე ფირმებისათვის შეიძლება გაკეთდეს მოგების ზრდის მაღალი ტემპების და შესაბამისად, მათ აქციებზე შედარებით მაღალი ფასების პროგნოზი. პირიქით, დაბალი მნიშვნელობის “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მქონე ფირმებისათვის ანალიტიკოსებმა შეიძლება გააკეთონ მოგების ზრდის დაბალი ტემპების და შესაბამისად, მათ აქციებზე შედარებით დაბალი ფასების პროგნოზი. თუ ასეთი პროგნოზები კეთდება

ხანგრძლივი დროის მანძილზე, მაშინ “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობის მქონე ფირმებისათვის ეს მაღალი მაჩვენებლები შენარჩუნდება ხანგრძლივი დროის მანძილზე, “ფასი – მოგება” კოეფიციენტის დაბალი მნიშვნელობის მქონე ფირმებისათვის კი – კოეფიციენტის დაბალი მნიშვნელობა ხანგრძლივი დროის განმავლობაში იქნება შენარჩუნებული. პრაქტიკა აჩვენებს, რომ სწორედ ამაშია მიზეზი.

19.6 ფირმის მოგების ზრდის შედარებითი ტემპები

ფინანსური ანალიტიკოსები, ჩვეულებრივ, ახდენენ აქციაზე მოგების სიდიდის პროგნოზირებას. ამიტომ სასარგებლო იქნება გასულ პერიოდში აქციაზე მოგების ცვლილებების სტატისტიკის გაანალიზება. საინტერესო საკითხია წამოიჭრება ხოლმე “ზრდის აქციებთან” დაკავშირებით ფირმის მოგების ზრდის ტემპთან მიმართებაში. თვითონ “ზრდის აქციის” იდეა გულისხმობს, რომ ცალკეული ფირმების მოგება დაიწყებს ზრდას უფრო მაღალი ტემპებით, ვიდრე ყველა ფირმის მოგების ზრდის საშუალო ტემპებია წლების უმეტესი ნაწილის განმავლობაში, მაშინ როცა ზრდის ტემპები სხვა ფირმებისათვის იქნება საშუალო დონეზე დაბალი.

19.6.1 მოგების ზრდის ტემპები

ცხრილი 19.3 ნაჩვენებია 610 სამრეწველო კომპანიის მოგების ზრდის ტემპების შესწავლის შედეგები 1950 წლიდან 1964 წლის ჩათვლით პერიოდში. ყოველ წელს ფირმის მოგების შედარება ხდებოდა გასულ წელს მის მოგებასთან და შემდეგ გამოითვლებოდა მისი პროცენტული ცვლილება. ფირმისათვის წელი “კარგი” იყო, თუ მისი მოგების პროცენტული ცვლილება აღმოჩნდებოდა ამ წელს ყველა ფირმისათვის ცვლილებების ზედა ნახევარში და “ცუდი” – თუ იგი აღმოჩნდებოდა ქვედა ნახევარში. თუ ზოგიერთ ფირმას გააჩნია საშუალოზე მაღალი მოგების ზრდის ტემპები, მაშინ ასეთი ფირმებისათვის “კარგი წლები” უნდა არსებობდეს დიდი ხნის მანძილზე. პირიქით, თუ ზოგიერთ ფირმას ექნება მოგების ნამატის საშუალოზე დაბალი ტემპები, მაშინ მათთვის ხანგრძლივი დროის მანძილზე შენარჩუნდება “ცუდი წლები”.

ცხრ. 19.3-ის ორი შუა სვეტი აჩვენებს “კარგი” და “ცუდი” პერიოდების რეალურ რიცხვს. მარჯვენა სვეტში მოყვანილია “კარგი” და “ცუდი” პერიოდების მოსალოდნელი რიცხვი იმ პირობით, რომ მათი წარმოქმნის შანსები 50X50-ის ტოლია. სამი სვეტი ძალიან ჰგავს ერთმანეთს. აღმოჩნდა, რომ საშუალოზე მაღალი მოგების ზრდის ტემპი, რომელიც აღინიშნებოდა წარსულში, არ ნიშნავს მომავალში საშუალოზე მაღლა მის შენარჩუნებას, ხოლო საშუალოზე დაბალი ზრდის ტემპი არ მიუთითებს მომავალში საშუალოზე დაბლა მის შენარჩუნებაზე. გამოდის, რომ გასული პერიოდების შედეგების საფუძველზე მოგების ზრდის ტემპების პროგნოზები ისეთივე საიმედოა, როგორც ის გადაწყვეტილებები, რომლებიც მიიღება ფულის დამატების ხარჯზე.

მთლიანობაში ზრდის ტემპების შესწავლამ უფრო ხანგრძლივი დროის განმავლობაში იგივე შედეგი მოგვცა. 323 კომპანიისათვის, რომლებიც ყოველწლიურად 1946 წლიდან 1965 წლის ჩათვლით პერიოდში დადებითი მოგება ჰქონდათ, გამოანგარიშებული იქნა ზრდის საშუალო ტემპები (1) 1946 წლიდან 1955 წლამდე და (2) 1956 წლიდან 1965 წლის პერიოდებისათვის. განსხვავება ფირმების მოგების ზრდის ტემპებს შორის პირველ პერიოდში შეადგენდა რყევათა 1%-ზე ნაკლებს მეორე პერიოდში მათი მოგების ზრდის ტემპების სხვაობისა.

19.6.2 ყოველწლიური მოგება

აღნიშნული და სხვა გამოკვლევების შედეგები იძლევა დასკვნის გაკეთების შესაძლებლობას, რომ გამოცხადებული ყოველწლიური მოგება თავის დინამიკაში თან სდევს პროცესს, რომელსაც სტატისტიკაში უწოდებენ **შემთხვევითი რყევების მოდელს** (random walk model). ანუ მოგება მომავალ წელს (E_t) შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც გასული წლის მოგებისა (E_{t-1}) და შემთხვევითი შეცდომის სიდიდის ჯამი (შეგახსენებთ, რომ შემთხვევითი შეცდომა შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც “რულეტკის” რგოლი, სადაც ციფრები განლაგებულია ნულის გარშემო). შესაბამისად, მომდევნო წლის მოგება შეიძლება აღვწეროთ სტატისტიკური მოდელის საშუალებით:

$$E_t = E_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (19.16)$$

სადაც ε_t – შემთხვევითი შეცდომაა. მოცემული მოდელის თანახმად, მომავალი წლის მოსალოდნელი მოგება უბრალოდ, უდრის გასული წლის მოგებას, E_{t-1} . მეორე ვარიანტი შემთხვევითი რყევების მოდელის გამოყენებისა მოგების ანალიზისათვის მდგომარეობს იმაში, რომ მოგების ცვლილების სიდიდე განვიხილოთ როგორც დამოუკიდებელი და სიმეტრიულად განაწილებული ცვლადი:

$$E_t - E_{t-1} = \varepsilon_t \quad (19.17)$$

ეს ნიშნავს, რომ მოგების ცვლილება $E_t - E_{t-1}$ არ არის დაკავშირებული წარსულში მოგების დინამიკასთან და ისინი შეიძლება “რულეტკის” ბრუნვის შემთხვევით შედეგად მივიჩნიოთ. ეს ცვლილებები ერთნაირი არ არის სხვადასხვა ფირმებისათვის და რაც უფრო მნიშვნელოვანია, მათი შემთხვევითი ხასიათი წლიდან წლამდე ნარჩუნდება. ვინაიდან “რულეტკის” გამოყენების შემთხვევაში მოსალოდნელი შედეგი ნულის ტოლია, ამიტომ მოგების მოსალოდნელი ცვლილებაც ნულის ტოლი იქნება. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ მოგების მოსალოდნელი დონე, როგორც ზემოთ იყო ნავარაუდები, გასული წლის მოგების ტოლი იქნება.

19.6.3 კვარტალური მოგება

გამოცხადებულ კვარტალურ მოგებასთან დაკავშირებით უნდა გავითვალისწინოთ ის ფაქტი, რომ ფირმის მოგება, ჩვეულებრივ, მოიცავს სეზონურ შემადგენელს (მაგალითად, ბევრი ფირმა მოგებას იღებს იმ კვარტალის განმავლობაში, რომელშიც შედის შობის დღესასწაული). ამის გამო, პროგნოზირების მიზნით უკეთესი იქნება რამდენადმე შეცვლილი მოდელი. მომავალ კვარტალში მოგების ზრდის პროგნოზირების დროს მოცემული მოდელი იყენებს გასული წლის ამავე კვარტლის მოგების სიდიდის მონაცემებს. მოცემული სიდიდე აღნიშნოთ როგორც $QE_t - QE_{t-4}$. მოცემულ ზრდას უფარდებენ ზრდას იმ კვარტალში, რომელიც წინ უძღოდა შესადარებელ შარშანდელ კვარტალს, $QE_{t-1} - QE_{t-5}$. მოდელი კვარტალური მოგების “სეზონური ცვლილებების სერიისათვის” ცნობილია, როგორც პირველი რიგის ავტორეგრესიული მოდელი (autoregressive model of order one) და შემდეგი სახით გამოიყურება:

$$QE_t - QE_{t-4} = a(QE_{t-1} - QE_{t-5}) + b + \varepsilon_t \quad (19.18)$$

სადაც a და b კონსტანტებია, ხოლო ε_t შემთხვევითი შეცდომა.

მოდელი შეიძლება გადაიწეროს ისე, რომ QE_{t-4} მნიშვნელობა გადავიდეს მარჯვენა ნაწილში:

$$QE_t = QE_{t-4} + a(QE_{t-1} - QE_{t-5}) + b + \varepsilon_t. \quad (19.19)$$

a და b მუდმივი სიდიდეების მნიშვნელობის შეფასებით, მოცემული მოდელი შეიძლება კვარტალური მოგების პროგნოზირებისათვის გამოვიყენოთ.

მაგალითად, დაუშვათ რომ a და b მნიშვნელობები შესაბამისად ტოლია 0,4 და 0,05, მაშინ ფირმის პროგნოზირებადი მოგება მომდევნო კვარტლისათვის შეადგენს $QE_{t-4} + (QE_{t-4} - QE_{t-5}) + \$0,05$. ამგვარად, თუ ფირმას გასულ კვარტალში ($t-1$) აქციაზე ჰქონდა \$3 სიდიდის მოგება, ოთხი კვარტლის წინ ($t-4$) - \$2, ხოლო ხუთი კვარტლის წინ - \$2,60, მაშინ მოგების პროგნოზირებული სიდიდე მომავალ კვარტალში ტოლი იქნება \$2,21 [$\$2 + 0,4(\$3 - \$2,60) + \$0,05$]. ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ პროგნოზირებადი სიდიდე შედგება სამი კომპონენტისაგან - გასული კვარტლის მოგების (\$2), მოგების ყოველწლიური კვარტალური გადიდების [$\$0,06 - 0,4 (\$3 - \$2,60)$] და \$0,05 მუდმივი სიდიდისაგან.

19.7 მოგების კოვარიაცია

ფასიანი ქაღალდის კურსის მომავალი ცვლილებების პროგნოზირებისათვის მონაცემებს ძველი ცვლილებების შესახებ შეზღუდული მნიშვნელობა აქვს. ასევე ნაკლებად დაგვეხმარება მონაცემები საბაზრო კონიუნქტურის ცვლილებების შესახებ ბაზრის მომავალი დინამიკის პროგნოზირებისათვის. თუმცა, ფასიანი ქაღალდის კურსის დინამიკა დაკავშირებულია იმ აქციების ცვლილებების კურსთან, რომლებიც შედის შესაბამის საბაზრო პორტფელში და ნაკლები ხარისხით “დარგობრივ” პორტფელში. სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდებისათვის მოცემული დამოკიდებულების ხარისხი განსხვავებულია, მაგრამ სტატისტიკური

მონაცემების გამოყენება, ჩვეულებრივ, შეიძლება სხვადასხვა ქაღალდების მომავალი შედარებით დამოკიდებულების ხარისხის შეფასებისათვის. მაგალითად, დამოკიდებულებას მოცემული ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობასა და ბაზრის საერთო შემოსავლიანობას შორის უწოდებენ ქაღალდის “ბეტა” კოეფიციენტს. მისი განსაზღვრა შეიძლება განვიხილოთ პერიოდში შემოსავლიანობის შესახებ არსებული მონაცემების საფუძველზე. ანალოგიური სახით შეიძლება განისაზღვროს დარგი, რომელსაც მიეკუთვნება ფასიანი ქაღალდი და ჩამოყალიბდეს აქციათა პორტფელი ამ დარგისათვის. ამის შემდეგ, სტატისტიკური მონაცემები მოცემული ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის შესახებ შეიძლება შედარებულ იქნას შესაბამისი პორტფელის მონაცემებთან და შეფასდეს “ბეტა-“კოეფიციენტი დარგისათვის.

ამტკიცებენ, რომ ფასიანი ქაღალდის კურსი განისაზღვრება ეკონომიკური მოგებით, ხოლო კურსის ცვლილებები დაკავშირებულია მთელი ბაზრისა და დარგის კონიუნქტურასთან. ამის გამო ჩნდება საინტერესო კითხვა, არსებობს თუ არა ურთიერთკავშირი ფირმის ეკონომიკურ მოგებასა და საბაზრო და დარგობრივი პორტფელის ეკონომიკურ მოგებას შორის. მოცემული საკითხის შესწავლა ხდებოდა საბუღალტრო მოგების საფუძველზე. ამასთან, ივარაუდებოდა, რომ იგი დაკავშირებულია ეკონომიკურ მოგებასთან.

ცხრილი 19.4 აჩვენებს, რომ ასეთი ურთიერთკავშირი არსებობს. 217 კორპორაციის მიერ გამოცხადებული მოგება 1948 წლიდან 1966 წლის ჩათვლით პერიოდში შეადარეს მოგებას S&P 425 საფონდო ინდექსის აქციებზე (ეს ინდექსი გამოყენებული იქნა როგორც საბაზრო კონიუნქტურის მაჩვენებელი) და შემდეგ იმავე დარგის ყველა ფირმის საშუალო მოგებას. განსაზღვრულ იქნა თითოეული ფირმის მოგების მერყეობის წილი (proportion), რომელიც შეიძლებოდა ყოფილიყო მოცემული ფაქტორების გავლენის შედეგი. ცხრილში ნაჩვენებია შედეგები წარმოადგენს ფირმისათვის მოცემული მაჩვენებლის საშუალო მნიშვნელობას თითოეული დარგის მიხედვით.

მიღებული შედეგები დარგზე დამოკიდებულების მიხედვით მნიშვნელოვნად განსხვავდება ერთმანეთისაგან, თანაც საერთო საბაზრო ფაქტორი იცვლება 5-დან 48%-ის ფარგლებში, ხოლო დარგობრივი ფაქტორი – 5-დან 49%-ის ფარგლებში. ცხრილის ქვედა რიგი უჩვენებს მნიშვნელობის გასაშუალებას ყველა 217 კორპორაციისათვის. მოგების საშუალო საბაზრო დონის ცვლილებებმა განსაზღვრეს ტიპური ფირმის მოგების 21% ცვლილება, ხოლო დარგობრივი მოგების ცვლილებების დონე. – კიდევ 21% მერყეობა.

აღრე აღინიშნა, რომ ქაღალდის “ბეტა” – კოეფიციენტი [ზოგჯერ მას უძახიან საბაზრო “ბეტა”-კოეფიციენტს market beta)] – ეს არის ქაღალდის ფასის კოვარიაციის მაჩვენებელი საბაზრო პორტფელის ფასთან მიმართებაში. ანალოგიურად საბუღალტრო “ბეტა-“კოეფიციენტი – ეს არის ფასიანი ქაღალდის საბუღალტრო მოგების კოვარიაციის მაჩვენებელი საბაზრო პორტფელის ფასთან მიმართებაში. თუ ქაღალდის ფასი მიბმულია მოგებაზე, მაშინ გონივრული იქნება იმის მოლოდინი, საბაზრო “ბეტები” მიბმული იქნება საბუღალტრო “ბეტებთან”. მოცემულ საკითხთან დაკავშირებით ჩატარებულმა გამოკვლევებმა გამოავლინეს, რომ საბუღალტრო და საბაზრო “ბეტები” ერთმანეთში მნიშვნელოვანი ხარისხით კორელირებენ. საბუღალტრო “ბეტით” აიხსნება საბაზრო “ბეტას” 20-დან 40%-მდე ცვლილებები.

19.8 მოგებისა და ფასების ცვლილების გამოცხადება

რიგ გამოკვლევებში აღნიშნულია იმ კომპანიების აქციების კურსის დიდი ცვლილებები, რომლებმაც გამოაცხადეს მოგების შესახებ და ამ უკანასკნელის ზომა ზოგადად მოსალოდნელისაგან არსებითად განსხვავდებოდა. ერთ-ერთ გამოკვლევაში განიხილავდნენ სამ ჯგუფს თითოეულში 50 აქციით. პირველ ჯგუფში შედიოდა ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე (NYSE) კოტირებული 50 აქცია, რომლებზეც 1970 წელს ყველაზე უფრო მეტი ფასების მატება აღინიშნებოდა. მეორე ჯგუფი შედგებოდა 1970 წელს NYSE-ზე კოტირებული შემთხვევით არჩეული 50 აქცისაგან. მესამე ჯგუფში შედიოდა NYSE-ზე კოტირებული 50 აქცია, რომელთა ფასები სხვა აქციების ფასებთან შედარებით, ყველაზე მეტად 1970 წელს დაქვეითდა. როგორც სურ. 19.7-ზეა ნაჩვენები, აქციების ფასების საშუალო ცვლილებებმა ზედა, შემთხვევით და ქვედა ჯგუფებში შესაბამისად შეადგინა 48,4%, -3,2% და - 56,7%.

შემდეგ, გამოკვლევაში განიხილებოდა თითოეული აქციისათვის ყოველ ჯგუფში აქციაზე მოგების რეალური ცვლილებები 1969 წლიდან 1970 წლამდე. როგორც ნაჩვენებია სურ. 19.7-ზე, აქციაზე მოგების საშუალო ცვლილებები ზედა, შემთხვევითი და ქვედა ჯგუფების აქციებისათვის შეადგენდა შესაბამისად 21,4, -10,5 და -83,0%-ს.

და ბოლოს, გამოკვლევაში მოცემულია თითოეული აქციისათვის ჯგუფში აქციაზე მოგების ცვლილების პროგნოზი. ეს გაკეთდა იმ პროგნოზის საფუძველზე, რომელსაც შეიცავდა კომპანია S&P-ს Earnings Forecaster გამოცემა. მასში მოყვანილია რიგი კვლევითი ორგანიზაციების საპროგნოზო შეფასებები ინვესტირების სფეროში. აქციაზე მოგების პროგნოზირებულმა საშუალო ცვლილებამ ზედა, შემთხვევითი და ქვედა ჯგუფის აქციებისათვის, როგორც სურ. 19.7-ზეა ნაჩვენები, შეადგინა შესაბამისად 7,7, 5.8 და 15,3%.

საინტერესოა იმის აღნიშვნაც, რომ აქციაზე მოგების პროგნოზი აქციების კურსის დინამიკას მხოლოდ ნაწილობრივ შეესაბამება. მართლაც, მოსალოდნელი იყო, რომ მოგება აქციაზე ქვედა ჯგუფის აქციებისათვის გაიზრდებოდა უფრო მეტი ხარისხით, ვიდრე ზედა ჯგუფის აქციებისათვის (15,3% 7,7%-თან შედარებით). თუმცა, პროგნოზი ქვედა ჯგუფის აქციებისათვის აბსოლუტურად არასწორი აღმოჩნდა, აქციაზე საშუალო მოგება 83,0%-ით დაეცა. როგორც სურ. 19.7-ზეა წარმოდგენილი, აქციების კურსმა ასეთივე დინამიკა აჩვენა. როგორც აღმოჩნდა, მთლიანობაში მოგების მოულოდნელი ცვლილებები ფასიანი ქაღალდების კურსზე ნამდვილად ახდენენ გავლენას.

თუმცა, როდის ახდენენ მოგების სიდიდის მოულოდნელი ცვლილებები გავლენას აქციებზე – მოგების სიდიდის გამოცხადებამდე თუ გამოცხადების შემდეგ? აბსოლუტურად ეფექტურ ბაზარზე ასეთი ინფორმაცია დაუყოვნებლივ აისახება მას შემდეგ, როგორც კი მას ბაზრის რამდენიმე მონაწილე მიიღებს. რიგი ავტორების მიერ შესწავლილ იქნა ფასიანი ქაღალდების კურსის დინამიკა მოგების გამოცხადების მომენტის დროის ახლო პერიოდში. მათ მიერ მიღებულ შედეგებს ჩვენ ქვემოთ განვიხილავთ.

19.8.4 მენეჯერებისაგან მოგების საპროგნოზო შეფასებები

ხშირად მენეჯერები ფირმის მოგების პროგნოზს მომავალი წლისათვის თვითონ აკეთებენ. როგორც ცხრ. 19.8-ზეა ნაჩვენები, ჩვეულებრივ, ფინანსური

ანალიტიკოსების პროგნოზები მენეჯერების პროგნოზებზე ნაკლებად ზუსტია. სხვათაშორის, ერთისგანაც და მეორისგანაც პროგნოზები ერთიდაიგივე დროს კეთდება. ფინანსური ანალიტიკოსების საშუალო პროგნოზებს, რომლებიც ყოველ კვირას ქვეყნდება Zacks Investment Research's Icarus Service, ადარებდნენ მენეჯერების შესაბამის პროგნოზებს. ამოცანა იმაში მდგომარეობდა, რომ განესაზღვრათ, ვინ უფრო ზუსტ პროგნოზს იძლეოდა. ამ მიზნით პროგნოზის შეცდომის მაჩვენებელი (FE) მენეჯერების პროგნოზებისა და ფინანსური ანალიტიკოსების პროგნოზისათვის შემდეგი სახით იქნა გამოთვლილი:

$$FE = |(F - A) / A|,$$

სადაც, F – არის მოგების პროგნოზირებული სიდიდე და A – კომპანიის შემდგომში გამოცხადებული ფაქტიური მოგება. ამის შედეგად, პროგნოზს აქციაზე \$3 მოგებისა, რომლის ფაქტიური სიდიდე შემდგომში აღმოჩნდა \$4-ის ტოლი, შეესაბამება მაჩვენებელი $FE = (\$3 - \$4) / \$4 = 0,25$ ანუ 25%.

დავუშვათ, $t=0$ აღნიშნავს თარიღს, როცა მენეჯერმა გააკეთა პროგნოზი. ანალიტიკოსების პროგნოზებს აგროვებდნენ ყოველკვირეულად 12 კვირით ადრე და 12 კვირის შემდეგ $t = 0$ -დან. როგორც ცხრ. 19.8-ის ქვედა ნაწილშია ნაჩვენები, მენეჯერების პროგნოზის საშუალო შეცდომა 0,150-ის ტოლი იყო. ანალიტიკოსების პროგნოზების შეცდომები მერყეობდა 0,224-დან “-12” კვირაში (ანუ 12 კვირით ადრე მენეჯერების პროგნოზის თარიღიდან) 0,124-მდე “+12” კვირაში. ამგვარად, როგორც ცხრ. 19.6-შია ნაჩვენები, ანალიტიკოსების პროგნოზები შედარებით უფრო ზუსტი ხდებოდა მოგების გამოცხადების თარიღთან მიახლოების შესაბამისად, რადგან პროგნოზის საშუალო შეცდომის სიდიდე $t = -12$ -დან $t = +12$ -მდე პერიოდში თანმიმდევრულად მცირდებოდა.

თუმცა, უფრო მნიშვნელოვანს წარმოადგენს ის, რომ მენეჯერების პროგნოზები ანალიტიკოსების პროგნოზებზე უფრო ზუსტი იყო $t = -12$ -დან $t = +8$ -მდე პერიოდში (თურმე, სტატისტიკურად ნიშანდობლივი ყოფილა სხვაობა $t = +4$ -მდე). ანუ ანალიტიკოსების პროგნოზები, გაკეთებული მენეჯერების პროგნოზამდე, პროგნოზის მომენტში ან პროგნოზიდან ოთხი თვის განმავლობაში, ნაკლებად ზუსტი იყო. აღნიშნული ფაქტი არ არის გასაკვირი $t = 0$ მომენტამდე, რადგან მენეჯერები ფლობენ ფირმასთან დაკავშირებულ შიდა ინფორმაციას, რომელიც ანალიტიკოსებისათვის ხელმისაწვდომი არ არის. მაგრამ განცვიფრებას იწვევს ის ფაქტი, რომ მენეჯერების $t = +1$ -დან $t = +4$ -მდე პერიოდში გაკეთებული პროგნოზიც, ასევე უფრო ზუსტი აღმოჩნდა. საქმე ის არის, რომ ანალიტიკოსებს შეეძლოთ საკუთარი პროგნოზების სიზუსტე გაეზარდათ, უბრალოდ, მენეჯერების ადრე გაკეთებული პროგნოზების გამოყენების ხარჯზე. $t = +4$ -ის შემდეგ ანალიტიკოსების მიერ გაკეთებული პროგნოზები უფრო ზუსტი იყო (სტატისტიკურად არსებითი იყო სხვაობა, დაწყებული მენეჯერების პროგნოზის გამოცხადების თარიღის მეცხრე კვირიდან და ეს გასაკვირი არც არის, ვინაიდან ანალიტიკოსებს, როგორც ჩანს, შეეძლოთ უფრო სწრაფად მიღება იმ ინფორმაციისა, რომლის საფუძველზეც მათ საკუთარი პროგნოზები გააკეთეს).

19.8.5 პროგნოზებში დაშვებული შეცდომის წყაროები

იმის გამო, რომ ანალიტიკოსების პროგნოზები აბსოლუტურად ზუსტი არ არის, ამიტომ საინტერესო იქნებოდა მათი შეცდომების ძირითადი მიზეზების გარკვევა. ერთ-ერთ გამოკვლევაში გაანალიზეს I/B/E/S მონაცემთა ბაზა და სცადეს პროგნოზის შეცდომის სამ შემადგენელად დაყოფა: (1) ეკონომიკის მდგომარეობის არასწორ შეფასებასთან დაკავშირებული შეცდომა; (2) იმ დარგის მდგომარეობის არასწორ შეფასებასთან დაკავშირებული შეცდომა, რომელსაც კონკრეტული ფირმა მიეკუთვნება; (3) თვითონ ფირმის მდგომარეობის არასწორ შეფასებასთან დაკავშირებული შეცდომა.

მიღებულ იქნა შემდეგი შედეგები: ტიპური შეცდომების 3%-ზე ნაკლები განპირობებული იყო ეკონომიკის მდგომარეობის არასწორი შეფასებით; ტიპური შეცდომების დაახლოებით 30% აიხსნებოდა დარგის მდგომარეობის არასწორი შეფასებით; ტიპურ შეცდომათა 65%-ზე მეტი გამოწვეული იყო ფირმის მდგომარეობის არასწორი შეფასებით.