9797

დავით გაღლია

კორპორაციათა ფინანსები

339.923
3-145
ფასი:

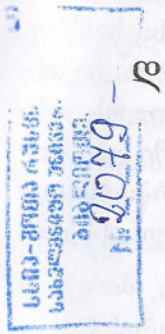
კორპორაციათა ფინანსები

დავით გაღლია

დემურ გადელია

კორპორაციათა ფინანსები

დამხმარე სახელმძღვანელო
უმაღლესი ეკონომიკური
სასწავლებლებისათვის



თბილისი
გამომცემლობა-სტამბა შპს „ფინანსები“
2006

UDC (უაკ) 339.923 : 336
გ–145

წიგნში განხილულია კორპორაციათა ფინანსური ურთიერთობებისა და მართვის პრინციპები. კონკრეტულ ფაქტებზე დაყრდნობით შესწავლილია კაპიტალის სრუქტურის, ფინანსური ანალიზის, ფინანსური დაგეგმვისა და პროგნოზირების, საინვესტიციო პროექტების შერჩევისა და შეფასების კრიტერიუმების საბაზრო კონცეფციები, საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღების ალტერნატიული ვარიანტები.

სახელმძღვანელო განკუთვნილია უმაღლესი სასწავლებლების ეკონომიკური პროფილის სტუდენტების, მაგისრანტების, დოქტორანტებისა და უმაღლესი სკოლის მასწავლებლების, სამეცნიერო და პრაქტიკული მუშაკებისათვის, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან კორპორაციათა და, საერთოდ, სამეურნეო სუბიექტების ფინანსების შესწავლით.

რედაქტორი – ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი, პროფესორი **რევაზ კაკულია**

რეცენზენტები: – ეკონომიკურ მეცნიერებათა კანდიდატი, პროფესორი **ლელა ბახტაძე**

– ეკონომიკურ მეცნიერებათა კანდიდატი, პროფესორი **კახა ციმინტია**

ISBN 99940–58–84–3

რედაქტორისაგან

სოციალურ-ეკონომიკური ცხოვრების ძირფესვიანმა ცვლილებებმა ქვეყანაში შესამჩნევი გახადა სპეციალისტების მწვავე ნაკლებობა, რომელთაც ათვისებული ექნება სერიოზული პროფესიული მომზადება სამეურნეო საქმიანობის ნებისმიერ დარგში, თანაც ასეთი კადრების სიჭარბე ეკონომიკურად განვითარებულ ქვეყნებში ტრადიციულ მოვლენას წარმოადგენს.

ასეთი ურთულესი სიტუაციის დაძლევის ერთ-ერთ ძირითად პირობას წარმოადგენს ქართულ ენაზე აუცილებელი ლიტერატურის შექმნა. სამწუხაროდ, ჯერჯერობით მდგომარეობა არასახარბიელოა, არადა ქვეყნის ეკონომიკური მდგომარეობა საშუალებას არ გვაძლევს ორიგინალური სახელმძღვანელოების დეფიციტი აღმოვფხვრათ დასავლური ლიტერატურის თარგმნითა და გამოცემით, რომლებიც ორიენტირებულია სამეურნეო ცხოვრების კონკრეტული სახეობის პრაქტიკული საქმიანობის დაჩქარებული ათვისებით საჭირო ფუნდამენტური მომზადების გარეშე.

ცენტრალიზებული გეგმიანი ეკონომიკის ტრანსფორმაციის მტკივნეულმა პროცესმა და მისი საბაზრო ურთიერთობის თანდათანობით შეცვლამ ჩვენს ქვეყანაში მოითხოვა მეურნეობრიობის პრინციპულად ახალი წესის არა მარტო დანერგვა, არამედ ეკონომისტთა მომზადების სისტემის შეცვლაც.

რაც არ უნდა უცნაურად მოგვეჩვენოს, ქვეყნის ეკონომიკურმა ცხოვრებამ, პირველად ყველაზე მწვავედ ფინანსების აღრიცხვისა და მართვის სპეციალისტთა დაბალი კვალიფიკაციის უარყოფითი შედეგები იწვნია, ლა-

პარაკი არ არის ფუნდამენტური ფინანსური ცოდნის დეფიციტზე.

სოციალისტური ეკონომიკის გარდაქმნების პირველი წლების თავისებურებებმა პირველად თავი შეგვახსენა გასული საუკუნის 90-იანი წლების ისეთი მოვლენებიდან, როგორიცაა ერთობლივი საწარმოების მასობრივი ფორმირება, ზოგჯერ უცხოური კაპიტალის მონაწილეობით. რა თქმა უნდა, საქართველოში უდავოდ ეს პროგრესული პროცესი მძიმედ მიმდინარეობს.

საქართველოში მასობრივი კორპორაციის აღმშენებას დასაბამი მისცა „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონმა (1994 წლის 24 ოქტომბერი). 2002 წლისათვის საქართველოში შეიქმნა 1759 სააქციონერო საზოგადოება, რომელიც შეადგენდა ყველა კერძო სამართლის სუბიექტების 2,1%-ს. 1995 წელს რეგისტრირებული იქნა 251, 1996 წელს – 618, 1997 წელს – 214, 1998 წელს – 151, 1996 წელს – 160, 2000 წელს – 124, 2001 წელს – 211, 2002 წელს – 132 სააქციონერო საზოგადოება.[1] საინტერესოა, რომ საქართველოში კორპორაციის პირობებს აკმაყოფილებს სააქციონერო საზოგადოებები და შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებები. 2002 წლის ბოლოსათვის საქართველოში ფუნქციონირებდა 27744 შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება, რაც ყველა კერძო სამართლის იურიდიული პირის 33,6%-ია.[2]

[1] ეკონომიკური სუბიექტები საქართველოში. I გამოცემა, თბ., გვ. 38-40.

[2] *მ.ჯიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, გვ. 41.

დღეს, საქართველოში ძალზე მძიმე მდგომარეობაა კადრების კვალიფიკაციის საქმეში. ეროვნული მეურნეობის კადრების დაბალი კვალიფიკაცია გადაეწასკვა ფინანსური რესურსების მწვავე დეფიციტს და ორივემ ერთად ხელი შეუწყო წარმოების ჯერ შენელებას და შემდეგ კი დადამბლავებას.

სამეურნეო ცოდნის კონსერვატიზმმა და წინა ხელისუფლების დანაშაულებრივმა უუნარობამ ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური განვითარება ხანგრძლივი პერიოდით დასწია უკან. არადა, ეკონომიკის მართვის სტრატეგიამ მოითხოვა კომერციული ორგანიზაციების ფინანსური რესურსების მოძიება და ეფექტიანი განთავსების დასაბუთებული პოლიტიკა, ხოლო მართვის ტაქტიკამ კი დასახული მიზნების კონკრეტიზაცია ფინანსური და სამეურნეო გეგმების სისტემის სახით და მათი რესურსული უზრუნველყოფა სხვადასხვა პარამეტრებში (დროითი, მატერიალურ-ტექნიკური, საინფორმაციო, საკადრო და ა.შ.).

ნებისმიერი ფირმის, კომპანიის, კორპორაციის ფინანსების მართვა გულისხმობს მათი საქმიანობის საწარმოო და ფინანსური მიმართულებების შეფასებას, მატერიალურ და ფულადი რესურსების მოძიებისა და მობილიზაციის, მათ სამეურნეო ბრუნვაში ჩართვის ურთულესი პროცესების შესწავლას, რომელსაც დიდად შეუწყობს ხელს მათ მესვეურთა შეძენილი ცოდნა (თეორიული და პრაქტიკული გამოცდილება). ეს კი, თავის მხრივ, მიუწვდომელი ოცნება იქნება სპეციალური ლიტერატურისა და სახელმძღვანელოების გამოშვების გარეშე.

ეკონომიკურ მეცნიერებათა კანდიდატის, ცნობილი ბიზნესმენის **დემურ გაღელიას** ორიგინალური წიგნი

„კორპორაციათა ფინანსები“ წარმოადგენს მაღალი დონის სახელმძღვანელოს როგორც სტუდენტებისათვის, ისე ბიზნესით დაინტერესებული საზოგადოების წევრთათვის. იგი დაწერილია მოწინავე დასავლური ლიტერატურისა და ჩვენი ცხოვრებისეული პრაქტიკის ოპტიმალურად შერწყმის საფუძველზე.

არ შეიძლება ყურადღების მიღმა დავტოვოთ წიგნის ავტორი – **დემურ გადელია**, როგორც პრაქტიკული ნიჭით დაჯილდოებული ბიზნესმენი, რომელმაც რა საქმიანობასაც არ მოკიდა ხელი, ყველგან მისი მუდმივი თანამგზავრი სამეურნეო წარმატებები გახლდათ.

დემურ გადელია მთელის ცხოვრების საქმიანობის მანძილზე – სამეურნეო თუ სახელმწიფო საკანონმდებლო ორგანოებში მუშაობისას, თეორიული და პრაქტიკული გამოცდილების მოხდენილად გამოყენებით ყოველთვის ახალ-ახალ წარმატებებს აღწევდა.

წიგნის ავტორი უკანასკნელ წლებში საქმის ღრმა ცოდნით უძღვება საკუთარ კორპორაციას, რომელიც დღეს ჩვენს ქვეყანაში ერთ-ერთი წარმატებულია.

ჩვენ მას დავუსვით კითხვა – რა არის თქვენი წარმატებების საიდუმლო? მან გვიპასუხა: – „ჩემი ცხოვრების თეორიული და პრაქტიკული საქმიანობის მთელს მანძილზე, ვმუშაობდი სამეურნეო თუ საკანონმდებლო ორგანოებში, ყოველთვის ვცდილობდი გამეღრმავებინა თეორიული ცოდნა და მიმესადაგებინა იგი პრაქტიკულ გამოცდილებასთან. სწორედ ჩემს ცოდნა-გამოცდილებას ვახმარ ჩემს კორპორაციას, რომელიც დღესაც ქვეყანაში ერთ-ერთი წარმატებულია და ფუნქციონირებს რენტაბელურად. მე არ გახლავართ პროფესიონალი ფინანსების, მენეჯმენტისა და მარკეტინგის სფეროებში, მაგრამ ჩემს გარშემო შემოკრებილია მაღალკვალიფიციური სპეციალისტები და მრჩევლები, რომელთა აზრს განსაკუთრებული გულისყურით ვისმენ და ღირებულს ვითვალისწინებ. მათ გარეშე კორპორაციაში საქმე წინ ვერ წავა. ამასთან, საყურადღებოა ერთი გარემოება: კორპორაციაში გადაწყვეტილების მიღება ჩემი ფუნქციაა. მე მის წარმატებით შესრულებას მაშინ ვაღწევ, თუ გაცნობიერებული მაქვს საკუთარი ბიზნესის ყველა ნიუანსი, სხვანაირად შეუძლებელია გავაკეთო დასაბუთებული არჩევანი. არ უნდა დაგვავიწყდეს მარტივი ჭეშმარიტება – საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ვისაც სურს მიაღწიოს ბიზნესში წარმატებებს, მას უნდა შეეძლოს სხვისი შეცდომების შესწავლა და გათვალისწინება. ცენტრალიზებული გეგმიანი სისტემის პირობებში თუ მეურნე იტყოდა შეცდომებზე ვიზრდებიო, ვერტიკალში მასზე მაღალ თანამდებობაზე მდგარი პიროვნება პასუხობდა: „თქვენ მარქსიზმ-ლენინიზმზე ვერ გაზრდილხართ და შეცდომებზე გაზრდილი რა იქნებით“-ო.

კომპანიის მართვა არ არის მარტივი, მაგრამ თუ ბიზნესმა შეძლო სამეურნეო დაფინანსების მართვისა და დაგეგმვის გაუმჯობესება, წარმატებები არ დაახანებს. სახელმძღვანელოს ავტორი ყოველთვის ცდილობდა კომპანიის ნებისმიერი წამოწყება იყოს გულდასმით მოფიქრებული, წინასწარ პროგნოზირებული და დაგეგმილი.

ჩვენს ახალგაზრდა სპეციალისტებს უნდა მივმართო: საიდუმლო როდია ის ფაქტი, რომ პირველ სამ წელიწადში მსოფლიოში ნახევარზე მეტი წვრილი კომპანიები კოტრდება. ამიტომ თქვენ რანაირ დარგშიც არ უნდა მუშაობდეთ, ხელშეწყობა გჭირდებათ, რასაც თქვენი შესაძლებლობის მაქსიმუმის გაღებით აუცილებლად

მიაღწევთ. ამასთან, თქვენი საქმიანობიდან, როგორც წესი, სიამოვნება უნდა მიიღოთ.

სწორედ ეს სახელმძღვანელო შეიძლება გახდეს თქვენი მეგზური, ინსტრუმენტი, რომელიც ხელს შეგიწყობთ ბიზნესის წარმატებით გაძღოლის საქმეში, მაგრამ გადაწყვეტილება უშუალოდ თქვენ უნდა მიიღოთ. ბოლოს და ბოლოს, თქვენ ხომ ბიზნესმენი ხართ?

სახელმძღვანელოს თავისი ამოცანა გააჩნია – დაარწმუნოს მკითხველები, რომ ნებისმიერი, თუნდაც წვრილი, კომპანია საჭიროებს საწარმოო და ფინანსურ სფეროებში ოპტიმალურ მართვას და დაგეგმვას, რომელიც წარმოდგენილი უნდა იქნეს ბიზნეს-გეგმის სახით. ეს ამოცანა ძალიან მარტივია, თუ კომპანიას სჭირდება ბანკის კრედიტი, ან ინვესტიციების მოზიდვა, მაგრამ კორპორაციას ბანკი და ინვესტორი ზედაც არ შეხედავს, საერთოდ არ განიხილავს მის თხოვნას, თუ არ წარადგინა მაღალი სინჯის ბიზნეს-გეგმა და სხვა თანმდევი დოკუმენტაცია.

კომპანიაში ძირითადი არგუმენტი დაგეგმვის სასარგებლოდ შემდეგში მდგომარეობს: იგი აიძულებს მესაკთრეს ჯერ იფიქროს და შემდეგ იმოქმედოს. ნებისმიერი კომპანია, მსხვილი თუ პატარა, ხშირად გადაწყვეტილებას ზერელედ ღებულობს არასასიამოვნო შედეგებიც არ დააყოვნებს. თუ მას არ გააჩნია წერილობითი სახით ზუსტი სამოქმედო გეგმა, უკეთეს შემთხვევაში, შეიძლება უპერსპექტივოდ დინების მიმართულებით იცურაოს.

წიგნის მთავარი იდეა იმაში მდგომარეობს, რომ კარგმა გეგმამ სწორად უნდა ასახოს როგორც საერთო სურათი, ისე დეტალებიც. ისმის კითხვა: რას წარმოადგენს საერთო სურათი?

1. ვისთვის და რისთვის ადგენს კომპანია გეგმას? ბანკისთვის, ვენჩურული ფირმისათვის, მიწათმფლობელისათვის, კლიენტის თუ კომპანიის შინაგანი საჭიროებისათვის? ვინ იქნება ამ გეგმის წამკითხველი? რა არის ცნობილი კომპანიის შესახებ? ყველაფერი ეს უნდა აისახოს ბიზნეს-გეგმაში და იგი უნდა გახდეს პროგრამა შესრულებისათვის.

2. კომპანიის მიზნები. ეს მიზნები საფუძვლიანად უნდა იქნეს ჩაფიქრებული და არანაკლებ საფუძვლიანად გაფორმებული. მიზნები უნდა იყოს: კონკრეტული, მიღწევადი, რეალისტური და დროსთან მისადაგებული.

3. იმისათვის, რომ კომპანიამ განაგრძოს არჩეული გზა, საჭიროა მიღწეული შედეგების შეფასება მოახდინოს.

გეგმაში ასახული უნდა იქნეს არა მარტო კომპანიის საერთო სურათი, არამედ საფუძვლიანად უნდა ვიფიქროთ ცალკეულ დეტალებზე. როგორ მოვახდინოთ ახალი კლიენტების მოზიდვა, რა შედეგებს ვაღწევთ ბაზრის შესწავლა-ანალიზის სფეროში, ვიცით თუ არა კომპანიის პოტენციური კონკურენტები, კომპანიის საქმიანობაში რა ადგილი უჭავია საბანკო სისტემას და ა.შ.

კომპანიაში ეკონომიკური და ფინანსური ურთიერთობების სრულყოფისათვის აუცილებელია შექმნილი დოკუმენტები იყოს ლაკონური, მოკლე წინადადებებით, დანართები ცალკე უნდა იქნეს წარმოდგენილი. ყურადღება უნდა მიექცეს ორთოგრაფიასა და მართლწერას.

თუ კომპანიაში დაშვებული იქნა სერიოზული შეცდომები, უკეთეს შემთხვევაში თქვენ დაკარგავთ არსებობის საშუალებას და შეიძლება მთელი დანაზოგიც მას მიაყოლოთ.

ეს სახელმძღვანელო დაგეხმარებათ ჩამოაყალიბოთ საიმედო შანსი კომპანიის წარმატებების მისაღწევად წარმოების ორგანიზაციის სრულყოფის, წარმატებისა და ფინანსების დაგეგმვის გაუმჯობესებით.

მასალების ათვისებაში სერიოზულად დაგეხმარებათ წიგნის აგების ორიგინალური პრინციპი. მასში ახსნილია:

1. კორპორაციის მართვის პრინციპები;
2. ფინანსური საქმიანობის ორგანიზაცია;
3. ფინანსური გადაწყვეტილებების არსი, კრიტერიუმები და მიზანი;
4. ფინანსური ანალიზის როლი კორპორაციათა ფინანსური მეურნეობის მოწესრიგებაში;
5. რას ნიშნავს მიმდინარე ღირებულება და წმინდა მიმდინარე ღირებულება;
6. როგორ გამოიანგარიშება წმინდა მიმდინარე ღირებულება და რა საერთო აქვს ამ უკანასკნელს კორპორაციის საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებაში?
7. რისთვის არის საჭირო ფინანსური დაგეგმვა და პროგნოზირება?
8. სჭირდება თუ არა კორპორაციას ბიზნეს-გეგმა, ვის წარედგინება იგი?
9. როგორ შევადგინოთ ფინანსური პროგნოზები (მოგება, ფულადი ნაკადები, დაფინანსებაზე მოთხოვნილებები) და პერსპექტიული ბალანსი?
10. კორპორაციაში როგორ ხდება დებიტორული დავალიანების მართვა და მათი რეალური მდგომარეობის ანალიზი?
11. როგორ იგეგმება რესურსებზე საჭიროება?
12. როგორ წარმოებს კორპორაციის გრძელვადიანი დაფინანსების დაგეგმვა და რისკი?

13. როგორ მიმდინარეობს გრძელვადიანი დაფინანსების წყაროს შერჩევა?
14. რა ფინანსური მეთოდები არსებობს კორპორაციის რესტრუქტურიზაციის უზრუნველსაყოფად?
15. როგორია კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის საერთაშორისო ასპექტები?

რევაზ კაკულია
ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
პროფესორი

წინასიტყვაობა

ადმინისტრაციულ-მბრძანებლური სისტემიდან თავისუფალ საბაზრო ურთიერთობებზე გადასვლა, ეკონომიკურ ურთიერთობათა ლიბერალიზაციასთან ერთად, იწვევს მმართველობის დეცენტრალიზაციას. ამ პროცესების ერთმანეთთან მჭიდრო კავშირი და დინამიკური განვითარება ხელს უწყობს ქვეყანაში მიმდინარე სამეურნეო რეფორმების წარმატებით განხორციელებას და ოპტიმალური ეკონომიკური ბრდის უზრუნველყოფას.

პოსტსოციალისტურ სივრცეში საბაზრო ეკონომიკის დამკვიდრებამ და კერძო საკუთრების დომინირებით საკუთრებითი ურთიერთობების ტრანსფორმაციამ ძირეულად შეცვალა სამეურნეო სუბიექტებში ფინანსური რესურსების ფორმირებისა და გამოყენების წესი. შეწყდა საწარმოების ბიუჯეტიდან დაფინანსება და საკუთრებითი ურთიერთობების მრავალფეროვნების პირობებში ფირმებსა და კორპორაციებს დაეკისრა სამეურნეო საქმიანობის ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფა.

თუ ცენტრალიზებულ-გეგმიანი ეკონომიკის პირობებში საბიუჯეტო სუბსიდიებით იფარებოდა საწარმოთა ზარალი, რომელიც იქმნებოდა წარმოების დანახარჯებსა და ბემოდან ადმინისტრირებით დაწესებულ პროდუქციის ფასებს შორის სხვაობით, დერეგულირებამ პროდუქციის ფასები მიუახლოვა საბაზრო ფასებს, რითაც მოიხსნა ცენტრალური მთავრობისაგან სუბსიდიების გამოყოფის აუცილებლობა.

სახელმძღვანელოში განხილულია ჩვენი ქვეყნის სამეურნეო-ეკონომიკური ცხოვრების და ფინანსური ურთიერთობის მნიშვნელოვანი საკითხები. განსაკუთრებული ადგილი აქვს დათმობილი კორპორაციის ტიპის კომპანიების ფინანსების ფუძემდებლურ თეორიებს, მოდელებს და მეთოდებს.

მიუხედავად იმისა, რომ ნაშრომი ორიგინალური გამოკვლევაა, იგი ძირითადად მაინც კორპორაციათა ფინანსების სასწავლო კურსის ბაზაზეა აგებული. არადა, ჩვენს ქვეყანაში საკუთრების სხვადასხვა ფორმებზე დაფუძნებული კომპანიებისა და ფირმების ფინანსების მართვა ფაქტობრივად არ წარმოებს. ეკონომიკური ცოდნის დეფიციტის გამო კორპორაციათა ფინანსური მართვა მიშვებულია თვითდინებაზე. ამის მნიშვნელოვანი შემაფერხებელი პრობლემაა ისიც, რომ კორპორაციათა ფინანსებზე არ გაგვაჩნია სახელმძღვანელოს ტიპის ნაშრომიც კი.

„კორპორაციათა ფინანსების“ ძირითადი მიზანია სამეურნეო ორგანიზაციებში დასაქმებული ახალგაზრდებისა და სტუდენტების მიერ ამ დისციპლინის თეორიისა და პრაქტიკის საფუძვლიანი დაუფლება, კორპორაციებისა და ფირმების ფინანსური ურთიერთობების, მათი თავისებურებებისა და რეგულირების, ფინანსური რესურსების მობილიზაციაში სააქციონერო კომპანიების ადგილისა და როლის შესწავლის საფუძველზე, ამ საქმით დაინტერესებულ ახალგაზრდობას ჩამოუყალიბოს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად სისტემური ცოდნა.

ეს სახელმძღვანელო სტუდენტებს ხელს შეუწყობს კორპორაციათა ფინანსების იმანენტური ბუნების, ფინანსურ მართვაში დროის და რისკის ფაქტორების აღრიცხვის, დისკონტირებული ღირებულების გაანგარიშების, კომპანიის აქციებისა და ობლიგაციების შეფასების და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების მეთოდების ათვისებაში, დაგეგმვისა და მართვის გარკვეული ინსტრუ-

მენტარიების შესწავლა-გამოყენებაში ფულადი ნაკადების ოპტიმიზაციის და კომპანიის შემოსავლების გადიდების მიზნით.

„კორპორაციათა ფინანსების“ აღნიშნული სახელმძღვანელო ორიენტირებულია კონკრეტული ფინანსური ამოცანების გადაწყვეტისას სტუდენტმა მოახდინოს თეორიასა და პრაქტიკას შორის არსებული ურთიერთკავშირის გამოვლენა. კურსში კორპორაციული სტრუქტურის ჩარჩოებში განიხილება ფინანსური საქმიანობის მართვის პრაქტიკული ასპექტები. განსაკუთრებული ყურადღება მიექცა იმ გარემოებას, რომ მისაღები ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებას საფუძვლად დაედოს ფინანსების ზოგადი თეორიის პრინციპები, ანალიზის ტექნიკა და ყოველი კონკრეტული მოვლენისათვის ფინანსური მოდელების შერჩევას.

წინამდებარე წიგნში ძირითადად აქცენტი გაკეთებულია სააქციონერო კომპანიების მიერ ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების პრინციპებზე. ამასთან, განსაკუთრებული ყურადღება აქვს დათმობილი თეორიული კონცეფციების ადაპტაციას თანამედროვე პრაქტიკის თავისებურებებთან.

სახელმძღვანელოში ხაზგასმულია, რომ წარმატებული ფინანსური მენეჯმენტისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება ბიზნეს-სტრატეგიის შემუშავების, შეფასებისა და რეალიზაციის პრინციპების ათვისებას.

ყოველთვის უნდა გვახსოვდეს, რომ კორპორაციის ფინანსური წარმატებები სხვა არაფერს ნიშნავს, თუ არა მაღალი შემოსავლების მიღებას. ეს კი მიუღწეველია არაკვალიფიციური მართვის პირობებში. ავტორს წინამდებარე წიგნის მთავარ ამოცანად დასახული აქვს ისეთ მნიშვნელოვან კითხვებზე პასუხის გაცემა, როგორიცაა:

1. რას წარმოადგენს სამეურნეო სუბიექტის, მათ შორის, კორპორაციის ფინანსები?

2. როგორ წარმოებს კორპორაციაში ფულადი სახსრების განაწილება?

3. როგორ ხდება ფულადი სახსრების მობილიზაცია?

4. რა დახმარებას გაუწევს კორპორაციის მენეჯერს თეორიული კონცეფციის ცოდნა ფინანსური პრობლემების გადაწყვეტაში?

კორპორაციაში ნებისმიერი წარმატების მიღწევის მთავარი საშუალებაა ოპტიმალური ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღება. ამასთან, ფინანსური მენეჯმენტი სწრაფად იცვლება როგორც თეორიაში, ისე პრაქტიკაში. ხშირი ცვლილებები საგადასახადო კანონმდებლობასა და ფინანსური ინფორმაციის მიღებაში, რომელიც გამოწვეულია კორპორაციათა სამეურნეო საქმიანობით, ბაზრის მდგომარეობით, სტრუქტურული ცვლილებებით, ინფლაციის ფონზე საპროცენტო განაკვეთებისა და ვალუტის კურსის ხშირი მერყეობით, პერმანენტული ფინანსური სიახლეები დერეგულირებულ ბაზარზე, საქმიანობის შეფასების თანამედროვე მეთოდები, რისკის შემცირების ან გადიდების ახალი ხერხებისა და საშუალებების მრავალფეროვნება, პროგრამული უზრუნველყოფის მზარდი სირთულეები, კიდევ ერთხელ გვარწმუნებს სასელმძღვანელოს გამოცემის აუცილებლობაში.

ამ აზრით, კორპორაციის (ფირმის) წარმატების გასაღებად მიჩნეული უნდა იქნეს ფინანსური მართვის ოპტიმალური სისტემა, რომელიც დაეხმარება მენეჯერებს: ჩამოაყალიბონ ბიზნესის შესახებ ზუსტი სამყარო; შორსმჭვრეტელური და შემოქმედებითი სტრატეგიული მიდგომები, რომლებიც კორპორაციის პირობებისა და ცვლილებების ადეკვატური იქნება და შეიმუშაონ სტრატეგია,

რომელიც დაეფუძნება სამეურნეო სუბიექტის მყარი კონკურენტმდგრად უპირატესობას.

წარმოდგენილი დამხმარე სახელმძღვანელოს მიზანია ხელი შეუწყოს ქვეყანაში ბიზნესის სტრატეგიის ფორმირების დაჩქარებას, რომლის ფონზე გადაიშლება ფინანსური მენეჯმენტის ადგილი და როლი ჩვენი ქვეყნის სამეწარმეო საქმიანობის აღმავლობაში, განსაკუთრებით საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში.

თემა I

„კორპორაციათა ფინანსები“: არსი, ფუნქციები და ფინანსური საქმიანობის ორგანიზაციის პრინციპები

I.1. კორპორაციის არსი, ფუნქციონირება

საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალი პერიოდის უმაღლესი სასწავლებლების სასწავლო დისციპლინებს შორის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანია „კორპორაციათა ფინანსების“ ფორმირების, განვითარებისა და ძირითადი პრინციპების ათვისება.

მანამ, სანამ შევუდგებოდეთ კურსის შესწავლას, აუცილებელია ვიმსჯელოთ იმ ლიტერატურაზე, რომელიც დღეს ჩვენ გაგვაჩნია.

საყურადღებოა, რომ საქართველოში და, საერთოდ, პოსტსოციალისტურ სივრცეში უმაღლეს სასწავლებლებში კორპორაციათა ფინანსების ლექციების კითხვა ფაქტობრივად უკანასკნელ ათ წელს მოითვლის. მანამდე ქვეყანაში კორპორაციების ფუნქციონირებაც და არსებობაც კი არ აღინიშნებოდა. სწორედ ამით არის განპირობებული ის ფაქტიც, რომ ჩვენ დღემდე, ფაქტობრივად, არ გაგვაჩნია ქართულ ენაზე სახელმძღვანელოც (თუ მხედველობაში არ მივიღებთ: პროფ. რევაზ კაკულიასა და პროფესორ გედევან ხელაიას „ფულის მიმოქცევისა და კრედიტის ზოგად თეორიას“, რ.კაკულიას – „ფინანსების თეორიას“, პროფ. მიხეილ ჯიბუტის – „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“). თუმცა, მისი შევსება შეიძლება რუსულ ენაზე ნათარგმნი დასავლეთის მოწინავე ქვეყნების ავტორთა სახელმძღვანელოებით მოვახდინოთ.

სსიპ-ქრისტე რუსთაველის
სახელმწიფო უნივერსიტეტის
ბიბლიოთეკა

ამ მხრივ აღნიშვნის ღირსია:

1. Ченг Ф. Ли, Джозер Финнерти Д., Финансы корпораций: теория, методы и практика, М., 2000.

2. Брейли Р., Майерс С., Принципы корпоративных финансов, М., 1997.

3. З.Боди и Р.Мертон, Финансы, М., Спб, К; 2000;

4. Колб П.Б., Родригес П.Дж., Финансовый менеджмент, М., 2001;

5. Лобанов А., Чугунов А., Энциклопедия финансового риск-менеджмента, М.,2006.

6. Бригхэм Ю., Гапенски Л., Финансовый менеджмент, Спб, 1997;

7. Бригхем Ю., Эрхардт С.,Финансовый менеджмент, М., 2005.

8. Дж.К. Ван Хорн, Основы управления финансами, М., 1996.

სამწუხაროდ, რუსი ავტორების მიერ უკანასკნელ წლებში შექმნილი სახელმძღვანელოები – Бочаров В., Леонтьев В., Корпоративные финансы, Спб, Питер, 2002; Карелин В., Финансы корпораций, М., 2005; Ковалева А., Лапуста М., Скамай Л., Финансы фирмы, М., 2002 და სხვ. აბსოლუტურად ვერ პასუხობს ჩვენი ქვეყნის სადღეისო მოთხოვნებს. უფრო მეტიც, ფაქტობრივად ამ წიგნებიდან მოტანილი მასალების დიდი ნაწილი უკვე მოძველებულია და წარმოადგენს გასული საუკუნის 90-იანი წლების სახელმძღვანელოთა „ახლებურ“ გადამღერებას. საყურადღებოა ისიც, რომ ძირეულად განსხვავებულია ჩვენი ქვეყნისა და რუსეთის საკანონმდებლო აქტები, რის გამოც მათი გამოყენება საქართველოს უმაღლეს სასწავლებლებში ნაკლებად ეფექტიანი იქნება.

„კორპორაციათა ფინანსები“ ერთ-ერთი ძირითადი და სავალდებულო კურსია დასავლეთის უნივერსიტეტებსა და ბიზნესის უმაღლეს სკოლებში. მისი შინაარსი შედგება: ფინანსების საერთო თეორიული კონცეფციების, ფირმებისა და სააქციონერო კომპანიების ფინანსური მართვის მეთოდებისაგან, რომლებშიც უპირატესად აქცენტირებულია ფინანსურ ბაზრებზე ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ფორმირების საკითხები.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლამ გამოიწვია საქართველოს ფინანსური სისტემის ძირეული ცვლილებები, განსაკუთრებით კი სამეწარმეო დანაყოფების (ფირმების, კორპორაციების, ამხანაგობებისა და ა.შ.) ფინანსურ სისტემაში.

როგორც ცნობილია, თანამედროვე პირობებში არსებობს კერძო ფირმების სამი ძირითადი ორგანიზაციული ფორმა: ერთპიროვნული მფლობელობა, პარტნიორობა ანუ ამხანაგობა და კორპორაცია. თუ ციფრებს მოვუხმობთ, აშშ-ში კომპანიათა 80% გააჩნია ერთპიროვნული მფლობელობის ფორმა, მაშინ, როდესაც დანარჩენის ნახევარ-ნახევარი წარმოდგენილია პარტნიორობისა და კორპორაციის სახით. ამასთან, კერძო ფირმების გაყიდვათა მოცულობის 80% მოდის კორპორაციების წილად, მხოლოდ 13% – ერთპიროვნული მფლობელების წილად და 7% – პარტნიორობის ანგარიშზე. იმის გამო, რომ ბიზნესის უდიდეს ნაწილი კორპორაციებზე მოდის, ამ წიგნში სწორედ კორპორაციებს განვიხილავთ.[1]

[1] ***Бригхем Ю., Эрхардт С.***,Финансовый менеджмент, М., 2005, стр.29.

კორპორაცია წარმოადგენს შესაბამისი წესით იურიდიულად გაფორმებულ და რეგისტრირებულ ეკონომიკურ ერთეულს, რომლის აქტივები გამოყოფილია მფლობელების და მენეჯერების პირადი საკუთრებიდან. ეს გამოყოფა კორპორაციას სამ მთავარ უპირატესობას ანიჭებს: 1. არსებობის განუსაზღვრელ ვადას – კორპორაციას შეუძლია თავისი საქმიანობა გააგრძელოს დამფუძნებლებისა და მმართველების სიკვდილის შემდეგაც; 2. მფლობელთა საკუთრების მაღალ ლიკვიდობას და 3. შეზღუდული პასუხისმგებლობას – აქციონერთა ზარალი შეზღუდულია ინვესტიციების ფაქტიური მოცულობით.

საწარმოს ორგანიზაციის კორპორაციულ ფორმას განსაკუთრებით დიდი უპირატესობა გააჩნია ერთპიროვნულ მფლობელობასა და პარტნიორობასთან შედარებით. თუმცა, მას გააჩნია ორი არსებითი ნაკლოვანება: 1. კორპორაციის მოგება ჩვეულებრივად ექვემდებარება ორმაგ საგადასახადო დაბეგვრას, შემდეგ კი მოგების ნაწილი, რომელიც მიეცემა აქციონერებს დივიდენდის სახით, რომლებიც, თავის მხრივ, იბეგრებიან საშემოსავლო გადასახადით; 2. კორპორაციის რეგისტრაციის პროცესი ძალიან რთულია და დიდ როლს მოითხოვს.

საყურადღებოა ისიც, რომ კორპორაციის შექმნა მოითხოვს მისი დამფუძნებლებისაგან წესდების მიღებას, რომელიც ძალიან მრავალრიცხოვან მაჩვენებლების შევსებას მოითხოვს.

ნებისმიერი საწარმოს ღირებულება, ძალიან მცირე საწარმოს გარდა, მოითხოვს მესაკუთრეთა რაოდენობის გადიდებას სამი მიზეზის გამო:

1. აქციონერთა შეზღუდული პასუხისმგებლობა ამცირებს კორპორაციაში ინვესტირების რისკს. სხვა თანაბარ პირობებში, რაც უფრო მცირეა კომპანიის რისკი, მით მეტია მისი ღირებულება მფლობელისათვის;

2. კომპანიის ღირებულება დამოკიდებულია მისი ზრდის შესაძლებლობებზე, რომლებიც, თავის მხრივ, დამოკიდებულია კომპანიის შესაძლებლობებზე, რათა მოიზიდოს კაპიტალი;

3. აქტივების ღირებულება აგრეთვე დამოკიდებულია მათ ლიკვიდობაზე. მისი გამო, რომ კორპორაციის აქციები ჩვეულებრივად უფრო ლიკვიდურია, ვიდრე ერთპიროვნული მფლობელისა და ამხანაგობის საკუთრება. სწორედ ეს მომენტი საშუალებას აძლევს კორპორაციას გაზარდოს ღირებულება მისი მესაკუთრეებისათვის.

განსაკუთრებით უნდა აღნიშნოს კორპორაციის მთავარი მიზანი – აქციონერთა კეთილდღეობის ამაღლება, რომელიც გულისხმობს კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების საბაზრო ფასების მაქსიმალური გადიდება.

სამწუხაროდ, საქართველოში კორპორაციული მოძრაობა ჩანასახოვან მდგომარეობაშია. თუმცა, კორპორაციული მართვა ჩამოყალიბების სწორ გზაზე დგას, მაგრამ, კანონმდებლობით, ჯერ კიდევ არ მიმდინარეობს მათი ოფიციალური აღრიცხვა.

„საქართველოში მასობრივ კორპორაციას დასაბამი მისცა „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონმა (1994 წ. 28 ოქტომბერი). აღნიშნული კანონით განისაზღვრა მეწარმე ეკონომიკური სუბიექტების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმები: სოლიდური პასუხისმგებლობის საზოგადოება, კომანდიტური საზოგადოება, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება, სააქციო საზოგადოება. ამავე კანონში პოლიტიკური კონიუნქტურით საწარმოთა ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმების ჩა-

მონათვალს დაემატა კორპორატიები და ე.წ. სახაზინო საწარმოები.“[1]

საქართველოს სინამდვილეში დღესდღეობით „კორპორაციის პირობებს აკმაყოფილებს სააქციო საზოგადოებები და შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებები. საქართველოში 2002 წლის 1 მაისის მდგომარეობით 27744 შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებაა, რაც ყველა კერძო სამართლის იურიდიული პირის 33,6%-ია; საქართველოში 1759 სააქციონერო საზოგადოებაა, ანუ 2,19%.[2]

ეროვნულ საწარმოებში მეურნეობრიობის პირობების ძირფესვიანი შეცვლა განპირობებულია ქვეყანაში ისეთი სპეციალური პროცესების დაჩქარებით, როგორიცაა: მეწარმეობის განვითარება, პრივატიზაცია, ფასების ლიბერალიზაცია და საგარეო-ეკონომიკური კავშირების განვითარება..

„კორპორაციათა ფინანსები“ მოიცავს ისეთი საკითხების განხილვას, როგორიცაა: ფინანსურ მართვაში დროის და რისკის ფაქტორების აღრიცხვა; დისკონტირებული ღირებულების არსი და გაანგარიშების მეთოდები, რომლის გარეშეც შეუძლებელია კორპორაციის აქციების და ობლიგაციების შეფასება, საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების მეთოდები; მოზიდული კაპიტალის დანახარჯების გაანგარიშებების პრინციპები და მეთოდები; საბანკო კრედიტისა, ობლიგაციებისა და აქციების დაფინანსების წყაროებად შერჩევის თაობაზე გადაწყვეტილებათა მიღების პრინციპები; სადივიდენდო პოლიტიკის შემუშავების პრინციპები; კომპანიის რეორგანიზაცია (შერწყმა, გაერთიანება, შთანთქმა, შესყიდვა); სავალუტო აღრიცხვის საკითხები და სხვ.

[1] *მჭიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., 2003, გვ. 46.

„კორპორაცია ფინანსების“ კურსი ორიენტირებულია კონკრეტული ფინანსური ამოცანების გადაწყვეტისას მოახდინოს თეორიასა და პრაქტიკას შორის არსებული ურთიერთკავშირის გამოვლენა. აუცილებელია კორპორაციის სტრუქტურის ჩარჩოებში განხილული იქნეს ფინანსური საქმიანობის მართვის პრაქტიკული ასპექტები.

ამრიგად, სახელმძღვანელოს მიზანია ახალგაზრდა სპეციალისტებსა და სტუდენტებს გააცნოს ფინანსური ინფორმაციის დამუშავების და ფინანსური გადაწყვეტილებების ხერხები და მეთოდები.

იმის გამო, რომ კორპორაციათა მენეჯერები პერმანენტულად ამუშავებენ და ღებულობენ უმნიშვნელოვანეს გადაწყვეტილებებს ფინანსური თეორიის და თეორიისა და პრაქტიკის ლოგიკური კავშირ-ურთიერთობების ბაზაზე, სახელმძღვანელო ხელს შეუწყობს სტუდენტებს სამეურნეო სუბიექტების ფინანსების ათვისებაში.

სამეურნეო სუბიექტების შორის კორპორაციის ფინანსების შესწავლამდე, აუცილებელია განვიხილოთ კორპორაციის არსი და დანიშნულება.

პირველი კორპორაციები შეიქმნა ამსტერდამსა და ლონდონში მე-17 საუკუნეში და ეწოდებოდა „სააქციონერო საზოგადოებები“ (Joint stock companies).

კორპორაცია წარმოადგენს სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზაციულ ფორმას, რომელიც ითვალისწინებს წილობრივ საკუთრებას, იურიდიულ სტატუსს და მართვის ფუნქციების თავმოყრას მედა ეშელონის პროფესიონალი მმართველების ხელში (მენეჯერების ხელში), და, რომლებიც დაქირავებული არიან.

კორპორაცია იმ პირთა ერთბლიობაა, რომლებიც გაერთიანებული არიან საერთო მიზნების მისაღწევად, ერთობლივი საქმიანობის განსახორციელებლად და წარმოადგენს სამართლის დამოუკიდებელ სუბიექტს – იურიდიულ პირს.

„ზოგადად ეკონომიკურ ლიტერატურაში მიღებული განმარტებით კორპორაცია ესაა ბიზნესის ისეთი სამართლებრივი ფორმა, რომელიც განსხვავებული და განცალკევებულია მისი მფლობელი კონკრეტული პირებისაგან... კორპორაციის განმასხვავებელ ნიშნად მიიჩნევენ იმას, რომ ისინი კანონმდებლობით აღიარებული არიან იურიდიულ პირებად... რადგან კორპორაციებს ანსხვავებენ კიდევ ერთი – განსაზღვრული პასუხისმგებლობის ნიშნით, ამიტომ, ჩვენი სინამდვილისათვის შეიძლება დაშვებით ითქვას, რომ კორპორაციის პირობებს აკმაყოფილებს სააქციო საზოგადოებები და შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებები.“[1]

კორპორაციას, როგორც ბიზნესის ორგანიზაციის ფორმას ის უპირატესობა გააჩნია, რომ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება-გაყიდვით მას შეუძლია აუცილებელი ოდენობის ფულადი სახსრებით შევსება. აქვე, არ უნდა დაგვავიწყდეს მისი უარყოფითი მხარე. ისეთი აქციების გამოშვება, რომელსაც არავითარი ღირებულება არ გააჩნია, შეიძლება ბოროტების წყარო გახდეს.

წინამდებარე სასწავლო კურსის მიზანია შესწავლილი იქნეს სააქციონერო საზოგადოების (კორპორაციების) ტიპის კომპანიის მიერ ფინანსური მართვის ფუძემდებ-

[1] *მ.ხიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, თბ., 2003, გვ. 40-41.

ლური თეორიების, მოდელებისა და მეთოდების პრაქტიკული გამოყენება.

ამ საგნის ამოცანაა სტუდენტები დაეუფლონ ინვესტიციებისა და ფინანსური გადაწყვეტილებების ანალიზის, დაგეგმვისა და მართვის გარკვეულ ინსტრუმენტარებს, უფლადი ნაკადების ოპტიმიზაციისა და კომპანიის შემოსავლების ბრდის მიზნით.

არსებობს ბიზნესის სამი ორგანიზაციული ფორმა: ინდივიდუალური მფლობელობა, ამხანაგობა (პარტნიორობა) და კორპორაცია.

ინდივიდუალური მფლობელობა ეხება ფირმას, რომელიც ეკუთვნის ერთ ადამიანს ან ოჯახს, რომელშიც ფირმის ყველა აქტივი და ვალდებულებები წარმოადგენს ერთდროულად მისი მფლობელის პირად ქონებას და ვალდებულებებს.

ამხანაგობა (პარტნიორობა) წარმოადგენს ფირმას, რომლის მესაკუთრეებია ორი და მეტი ადამიანი. ისინი იწოდებიან პარტნიორებად და ერთობლივად ფლობენ კომპანიის კაპიტალს.

ინდივიდუალური საწარმოსაგან ან ამხანაგობისაგან განსხვავებით **კორპორაცია** ეწოდება ფირმას, რომელიც წარმოადგენს დამოუკიდებელ იურიდიულ პირს, საქმიანობს თავისი მფლობელებისაგან განცალკევებით. კორპორაციას უფლება აქვს გააჩნდეს საკუთრება, აიღოს სესხები და გააფორმოს კონტრაქტები.

საქართველოში კორპორაციული მოძრაობის ხარეზები გამოწვეული იყო რესტრუქტურიზაციის არასწორი გაგებით. „კარგ“ რესტრუქტურიზაციასთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც ჩვენს ხელთ არსებულ ყველა რესურსს – ადამიანურს, მატერიალურს, ფინანსურს, ტექ-

ნოლოგიურს და ა.შ. ქვეყნისათვის მაქსიმალური სარგებლობა მოაქვს, რასაც თან სდევს სტაბილური და დაჩქარებული ზრდის ტემპები.

აქვე ყურადღება უნდა მიექცეს იმ გარემოებებსაც, რომ სახელმწიფო სექტორში განხორციელებულმა ორგანიზაციულ-სამართლებრივმა ცვლილებებმა გამოიწვია საკუთრებრივი ფორმების ცვლილება, რის გამოც მათ მიეცა სააქციონერო საზოგადოების ფორმა, რომელშიც სახელმწიფოს წილი გადამწყვეტია. სწორედ ამ პროცესს „კორპორაცია“ ეწოდება. ჩვენს ქვეყანაში ამ პროცესს არ ახლდა სახელმწიფო საწარმოების დაჩქარებული პრივატიზაცია. შექმნილი კორპორაციული ფორმირებები განიცდიდნენ როგორც ფინანსურ, ისე სპეციალისტთა დეფიციტს, რაც ხელს არ უწყობდა ეკონომიკურ ძლიერებას.

კორპორაციის მართვა ხორციელდება საწესდებო დოკუმენტებით. აქციონერებს უფლება აქვთ თავისი წილი გააჩნდეს კორპორაციის შემოსავლებიდან ნებისმიერ გადახდაში, აქციების იმ რაოდენობის პროპორციულად, რომელიც მათ გააჩნიათ.

საერთაშორისო ბიზნესის ტერმინოლოგიით კორპორაციად იწოდება ნებისმიერი სააქციონერო საზოგადოება (კომპანია). უცხოეთის ქვეყნების აბსოლუტურ უმრავლესობაში კორპორაციები სააქციონერო საზოგადოების ფორმით იქმნება.

პროფ. მიხეილ ჯიბუტის აზრით, „პოლიტიკა კორპორაციების მიმართ უახლოეს პერიოდში უნდა წარიმართოს სისტემური სახით, რომელიც დაეფუძნება ორ ძირითად პრინციპს: ერთი, წახალისდეს კორპორაციების საქმიანობა მსოფლიოში წარმატებული პრაქტიკის შესაბამისი მუშაობისათვის და მიმზიდველი უნდა გახდეს მათთვის საფონდო ბაზარზე გასვლა და, მეორე მხრივ, სახელმწიფომ უნდა გააძლიეროს არსებული კანონით განსაზღვრული საზედამხედველო ფუნქციები, რათა ამაღლდეს კორპორაციის მმართველი ორგანოების წარმომადგენელთა პასუხისმგებლობა კორპორაციის შედეგებსა და ქმედებებზე“.[1]

კორპორაციის მართვისადმი ყველა ქვეყანას ერთი საერთო ნიშანი გააჩნია – ყველგან მთავარი ყურადღება ექცევა ინვესტორების (აქციონერების) ინტერესებს.

I.2. სამეურნეო სუბიექტების (კორპორაციების, ფირმების) ფინანსები და მისი მართვა

საზოგადოებრივი წარმოების სფეროში წარმატებების მიღწევის ერთ-ერთი მთავარი ეკონომიკური ინსტრუმენტია ფინანსები, რომელიც წარმოადგენს ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემას და რომელიც დაკავშირებულია ფულადი საშუალებების ფორმირება-განაწილებასა და გამოყენებასთან.[2]

ფინანსები ის მეცნიერული დისციპლინაა, რომელიც აღამიანებს და სამეურნეო სუბიექტებს ასწავლის თუ როგორ მართონ არასაკმარისი ფულადი სახსრები, როგორ გაანაწილონ ეს სახსრები უფრო ეფექტიანად და უკუგებით დროსა და გაურკვეველობის პირობებში.

---

[1] *მ.ჯიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, „სიახლე“, თბ., 2003, გვ. 44-45.

[2] *რ.კაკულია,* ფინანსების თეორია, გვ. 116.

ფინანსურ ურთიერთობებთან მხოლოდ მაშინ გვაქვს საქმე, როცა ადგილი აქვს ფულადი საშუალებების რეალურ მოძრაობას კვლავწარმოების პროცესში.

ნებისმიერ დროსა და პირობებში ფინანსები ეფუძნება სამ ანალიზურ საყრდენს: ფულადი საშუალებების გამოყენების ოპტიმიზაციას, აქტივების ღირებულების შეფასებას და რისკის მართვას, რომელშიც შედის პორტფელური თეორიაც. თითოეული ეს ელემენტი შედგება მთელი რიგი საბაზრო კანონების და პრინციპებისაგან, რომლებიც გამოიყენება ნებისმიერ შესაბამის ქვეყანაში.[1]

ფინანსების სფერო, რომელიც დასაქმებულია ფინანსურ გადაწყვეტილებათა მისაღებად ფირმის დონეზე, ატარებს საწარმოთა ან კორპორაციათა ფინანსების სახელწოდებას.

იმისათვის, რომ წარმოებული იქნეს საქონელი და მომსახურება, ნებისმიერი ფირმა უნდა ფლობდეს კაპიტალს. შენობები, ნაგებობები, მოწყობილობა და სხვა აუცილებელი რესურსები, რომლებიც გამოიყენება საწარმოო პროცესში, წარმოადგენს ფირმის ფიზიკურ კაპიტალს. აქციები, ობლიგაციები და საბანკო კრედიტი, რომელიც ფირმას საშუალებას აძლევს შეისყიდოს ფიზიკური კაპიტალი, ატარებს ფინანსური კაპიტალის სახელწოდებას.

ერთ პრობლემას უნდა მივაქციოთ განსაკუთრებული ყურადღება.

თუ სახელმწიფო ხელისუფლება ძირითადად საზოგადოების ღარიბი ფენებისათვის სოციალური დახმარე-

[1] *З.Боди, Р.Мертон,* Финансы, М., Спб, Киев, 2000, стр. 18.

ბის გზით შეეცდება სიღატაკის დაძლევას, უნდა ვივარაუდოთ, რომ ეს პროცესი ქვეყანაში არასოდეს არ მოგვარდება. უმჯობესი კი არის ხელი შეუწყოს ეროვნული ეკონომიკის რეალურად ამოქმედებას, რასაც თან მოჰყვება დამატებითი სამუშაო ადგილები, და, საბოლოო ჯამში, ეკონომიკის ზრდა და ცხოვრების დონის ამაღლება. თუმცა, ეს მეტად ძნელად განსახორციელებელი ღონისძიებაა, მაგრამ უამისოდ ქვეყნის ეკონომიკა ვერ განვითარდება. აქ, ხელისუფლებამ მეტი ყურადღება უნდა მიაქციოს კორპორაციებისა და ფირმების განვითარებას, რისთვისაც მათ ხელი უნდა შეუწყოს საგადასახადო შეღავათებითა და ლიბერალური ფისკალური პოლიტიკით. სხვა გზას, მარტო უცხოური ინვესტიციებით, გამოსავალს ვერ ვხედავთ.

ნებისმიერი სამეურნეო სუბიექტის (ფირმა, კორპორაცია, კომპანია) მმართველობითი აპარატის მუშაკები ყველა დონეზე დაკავშირებულია ფინანსური რესურსების ფორმირება-გამოყენების შესახებ გადაწყვეტილებების მიღებასთან. „ეს კი ლოგიკურად მოითხოვს ფინანსების მართვის პრინციპების საგნობრივ ცოდნასა და ანალიზს. ვერც ერთი რანგის მენეჯერი სამეურნეო და საფინანსო საქმიანობაში წარმატებებს ვერ მიაღწევს, თუ იგი გარკვეული არ არის ფინანსების თეორიასა, სამეურნეო საქმიანობის ანალიზის ტექნიკასა და ფინანსურ მოღელებში“.[1]

ფულადი ნაკადების დაგეგმვამ და საწარმოო საქმიანობის ფინანსურმა ანალიზმა საბაზრო ეკონომიკაზე

[1] *რ. კაკულია,* ფინანსების თეორია, გვ. 116.

გარდამავალ პერიოდში განსაკუთრებული როლი უნდა შეასრულოს უშუალო ფირმის, კორპორაციის სამეურნეო ხელმძღვანელობის განხორციელებასა და წარმოების მართვაში. დღეს, როცა ფირმებმა და კორპორაციებმა საკუთრების მრავალფეროვნების პირობებში მიიღეს სრული დამოუკიდებლობა, ფულადი ნაკადების დაგეგმვისა და ანალიზის გარეშე შეუძლებელია მეურნეობის სწორი გაძღოლა, საწარმოს წინაშე დასმული მთავარი ამოცანის – მოგების მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფა. ფინანსების მართვა, მთელი თავისი ბერკეტებით საშუალებას აძლევს საწარმოების, ფირმებისა და კორპორაციების მფლობელებს და მენეჯერებს დროული რეგულირება მოახდინონ ფაქტობრივად მიღებული ეკონომიკური შედეგების დასახული პროგრამიდან გადახრაზე, სასწრაფოდ გაატარონ ზომები სამეურნეო საქმიანობის და ფინანსური პროცესების ნორმალური მსვლელობის უზრუნველსაყოფად.

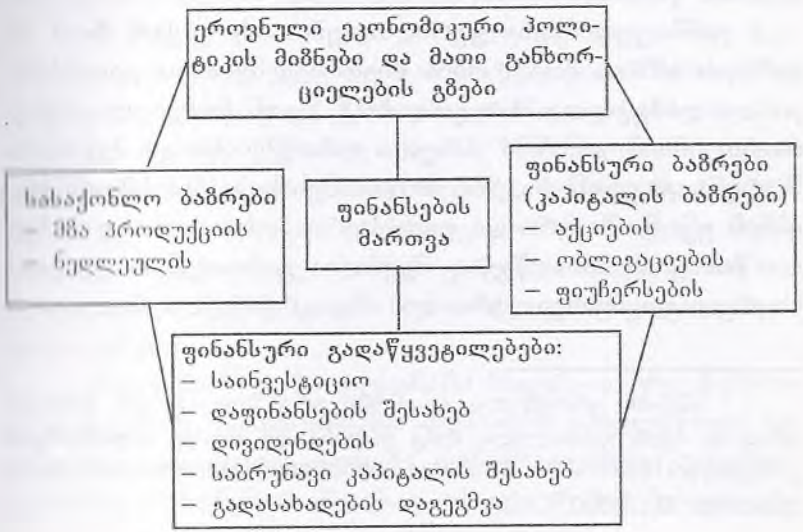
მენეჯერი, რომელიც პასუხისმგებელია მის მიერ მიღებული ფინანსური გადაწყვეტილების ეფექტიანობის ხარისხზე, ვალდებულია მას საფუძვლად დაუდოს ფინანსური ანალიზი. ეს კი მოითხოვს ანალიზის ტექნიკისა და ინსტრუმენტების, ფინანსების თეორიის და ფინანსების მართვის მოხდენილად გამოყენებას. სხვანაირად წარმატებები შეუძლებელია.

ფინანსურ გადაწყვეტილებებს საფუძვლად უნდა დაედოს ისეთი კრიტერიუმები, რომლებზეც აგებული იქნება საწარმოს მომავალი სარგებლიანობის შეფასება.

ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა შეასრულოს ბევრი ისეთი რუტინული ამოცანა, როგორიცაა: საწარმოში ლიკვიდური საშუალებების მდგომარეობისა და მომგებიანობის ანალიზი, აგრეთვე ფინანსური ოპერაციების შესრულებისადმი მუდმივი, პერმანენტული მეთვალყურეობა და კონტროლი. ფინანსური მენეჯერი მონაწილეობას უნდა იღებდეს ხანგრძლივი და მნიშვნელოვანი პროექტების დამუშავება-განხილვაში, განსაკუთრებით კაპიტალის სტრუქტურისა და ინვესტირების ძირითადი ვარიანტების შერჩევაში. თანაც, არანაკლები მნიშვნელობისაა მის მიერ წლიური შემოსავლის იმ ნაწილის განსაზღვრა, რომელიც მიმართული უნდა იქნეს დივიდენდების ასანაზღაურებლად.

კორპორაციის ფინანსების მართვა დიდად არის დამოკიდებული საბაზრო ურთიერთობების განვითარებაზე.

პოლიტიკის მიზანი და ამ მიზნის მიღწევა არსებით გავლენას ახდენს ფინანსების მართვის სფეროზე სასაქონლო და ფინანსური ბაზრების მეშვეობით, რაზედაც ნათლად მეტყველებს აქ მოტანილი სქემა – სასაქონლო და ფინანსური ბაზრების ურთიერთობის შესახებ.



იმისათვის, რომ სერიოზულ აღმავლობას მივაღწიოთ ეროვნული ეკონომიკის განვითარებაში და გვქონდეს ფინანსური სტაბილიზაცია, აუცილებელია ჩამოვაყალიბოთ პოლიტიკის მიზანი და ამ მიზნის მიღწევის მიმართულებები, რომელთა განხორციელებასაც დაემორჩილება ნებისმიერი ფირმა თუ კორპორაცია, რა თქმა უნდა შესაბამისი საკანონმდებლო აქტების ამოქმედებით.

თუ რაოდენ მნიშვნელოვანია ეროვნული ეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკის მიზნისა და მისი განხორციელების გზების დასახვა, ამაზე ნათლად მეტყველებს აშშ-ის ეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკის ხანგამძლეობა. მეორე მსოფლიო ომის დამთავრების შემდეგ, რამდენიმე თვეში აშშ-ის საკანონმდებლო ორგანოებში მიიღეს კანონი „დასაქმების შესახებ“ (1946 წ.), რომელშიც ჩამოყალიბებული იქნა აშშ-ის ეკონომიკის ოთხი ძირითადი მიზანი: სრული დასაქმება, ეკონომიკური ზრდა, ფასების სტაბილურობა და საგადამხდელო ბალანსის წონასწორობა.

განსაკუთრებით ყურადსაღებია ის ფაქტი, რომ ეს მიზნები აშშ-ის მთავრობის მიერ ხელმეორედ გადაისინჯა და დამტკიცდა მხოლოდ 1978 წელს მიღებულ „ჰემფრი-ჰოკინსის კანონში“ სრული დასაქმებისა და შეწონასწორებული ეკონომიკური ზრდის შესახებ.[1] ნებისმიერ ქვეყანას ეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკით დასახული მიზნების მისაღწევად შეუძლია გამოიყენოს ფულად-საკრედიტო, ფისკალური და ანტიტრესტული პოლიტიკა

[1] აშშ-ის ეროვნული ეკონომიკური პოლიტიკის მიზნები ვრცლად აქვთ განხილული *ჩენგ ფ.ლისა და ჯოშეფ დ.ფინნერტის* კაპიტალურ ნაშრომში: Финансы корпораций: история, методы и практика, М., 2000.

და ინსტიტუტები. აშშ-ის ეროვნული ეკონომიკური პოლიტიკის მიზნები და მათი განხორციელების გზები დღესაც მოქმედებაშია. „ემფრი-ჰოკინსის“ კანონი „სრული დასაქმებისა და შეწონასწორებული ზრდის შესახებ“ აშშ-ში მიჩნეულია წმინდათაწმინდა კანონად, რომლის დარღვევის უფლება არავის არა აქვს, განსაკუთრებით, კორპორაციებსა და მეწარმეებს. სახელმწიფო ხელისუფლებას ეროვნული ეკონომიკური პოლიტიკის მიზნის რანგში აყვანილი კი არა აქვს მრავალი ამოცანა, არამედ საპოვნი აქვს მთავარი ღერძი – სრული დასაქმება და მისი განხორციელების გზები და ინსტრუმენტები. აქ მოტანილი კანონით აშშ-ის მთავრობას უარი არ უთქვამს ქვეყნისა და საზოგადოების მამოძრავებელ მიზანზე – მოგების მაქსიმიზაციაზე, მაგრამ მის წინ სრული დასაქმების მიღწევის მიზნის დაყენება სწორედ საგნობრივად ფუნქციონირებადი ხელისუფლების მიგნებაა. ეს ის მიზანია, რომელიც „აიძულებს“ საწარმოთა მფლობელებს იბრძოლონ მოგების გადიდებისათვის.

ამ მხრივ სერიოზული პრობლემები გაგვაჩნია ქვეყანაში. ჯერ-ერთი, დღემდე დამუშავებული არ არის სრულყოფილი ეროვნული ეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკა, მეორე, მეწარმე თავისი სურვილის მიხედვით ამუშავებს სიმძლავრეებს და, მესამე, ფინანსური რესურსების უქონლობისა და ინვესტიციების მოზიდვაში შექმნილი არახელსაყრელი ბიზნეს გარემოს შედეგად საწარმოთა დიდი ნაწილი არ მუშაობს, უმოქმედოდ არის დატოვებული.

ახლო წარსულში ქვეყანაში მატერიალური წარმოების სფეროს ფინანსური მართვისადმი სახელმწიფო ბიუროკრატიის ყველა დონეზე დანაშაულებრივ უყურადღებობას იჩენდნენ, რომელსაც ობიექტურ მიზეზებთან ერ-

თად თავისი სუბიექტური მიზეზებიც გააჩნდა. ამ მიზეზების, განსაკუთრებით სუბიექტური მიზეზების დაუძლეველობა სავალალო შედეგებამდე მიგვიყვანს. ჯერ-ერთი, ცენტრალური საკანონმდებლო და აღმასრულებელი ორგანოების მიერ უგულვებელყოფილია კვალიფიციური სპეციალისტების გამოყენების აუცილებლობა იმ მიზეზით, რომ ისინი აღზრდილი არიან სოციალიზმის ეკონომიკურ იდეებზე და არ ძალუძთ საბაზრო ურთიერთობებზე გადასვლისას ეროვნულ ეკონომიკას რაიმე სიკეთე მოუტანონ. მაღალკვალიფიციური ფინანსისტების ახალგაზრდა, მაგრამ ეკონომიკის მართვის საქმეში გამოუცდელი პირებით შეცვლა, ვერ მოგვიტანს ეკონომიკურ აღორძინებას და ხალხის ცხოვრების დონის ამაღლებას; მეორე, სოციალისტური ინტეგრაციის ნგრევით გამოწვეული უარყოფითი ეკონომიკური შედეგები (კორუფცია, ჩრდილოვანი ეკონომიკა და სხვ.); მესამე, მინააშლილობა, სამოქალაქო ომი და ტერიტორიული მთლიანობის დარღვევა და ამის შედეგად 300-ათასიან ლტოლვილთა არმიის შენახვის სიძნელეები; მეოთხე, რუსეთის მიერ საქართველოს მიმართ ამბიციური, კოლონიური პოლიტიკის გაგრძელების მცდელობა.

ქვეყნის ეკონომიკური სიდუხჭირის დაძლევისა და ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლის უზრუნველსაყოფად მეწარმეებმა საკუთარი ფირმებისა და კორპორაციების ეფექტიანად წარმართვისა და ფინანსური მენეჯმენტის თანამედროვე დონეზე აყვანის მიზნით, უნდა გამოიყენონ საბჭოთა ხელისუფლების გამოცდილება, გასული საუკუნის 20-იან წლებში ბურჟუაზიული სპეციალისტების გამოყენების ანალოგიურად და ისედაც მცირერიცხოვანი ეკონომისტ-სპეციალისტები ჩააყენონ ქვეყნისა და ხალხის სამსახურში. ჩვენ ხომ მათ არ ვურჩევთ კერძო

საკუთრებაზე თქვან უარი, ანდა შესწავლილი იქნეს როგორ გახდნენ ისინი დიდძალი ქონების მფლობელები. ჩვენი მთავარი მიზანია ქვეყნისა და მისი ეკონომიკის გადარჩენა ნგრევის პროცესისაგან. ეს კი შეუძლებელია სამეურნეო სუბიექტების ფინანსების სწორი მართვის გარეშე, რომელიც ყველაზე მეტად ფინანსების თეორიაში გათვითცნობიერებულებს და პრაქტიკოს ეკონომისტებს შეუძლიათ.

საბაზრო ურთიერთობების ფორმირების პროცესში საქართველოს ეროვნული ეკონომიკის აღმავლობა შეუძლებელია სამეურნეო სუბიექტების დონეზე ფინანსების მართვის რადიკალურად სრულყოფის გარეშე. არსებითად უნდა შეიქმნას ფინანსური მენეჯმენტი თვისებრივად ახალ რაკურსში, რომელიც პასუხს გასცემს ცხოვრების მიერ დასმულ შემდეგ ძირითად კითხვებზე:

1. საბაზრო ეკონომიკის გარემო რა დონის ცვლილებებს იწვევს სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური მექანიზმის ფუნქციონირებაში?

2. როგორია ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების კრიტერიუმები, როგორ ვმართოთ საწარმოს ფინანსები საბაზრო გარემოს პირობებში?

3. როგორ შევათანაწყოთ ერთმანეთთან სამეურნეო სუბიექტის ფინანსური და ეკონომიკური ცხოვრების სტრატეგია და ტაქტიკა, გრძელვადიანი და მოკლევადიანი ასპექტები?

4. რა გავლენას ახდენს ფინანსების მართვაზე ინფლაციური გარემო?

5. ფინანსური მანევრირების რა ლეგალური მეთოდები გააჩნია ეკონომიკურ თეორიას იმისათვის, რომ არსებული საგადასახადო დაბეგვრის წნეხი აღვილად ასატანი გახდეს საწარმოებისათვის?

მსგავსი კითხვების დასმას დასასრული არა აქვს, იმდენად, რამდენადაც უსაზღვროა ადამიანის მოთხოვნილებები, ხოლო მისი დაკმაყოფილების საშუალებათა წარმოება განსაზღვრულია.[1]

ამ კითხვებზე პასუხის გაცემა და ჩვენს ქვეყანაში საბაზრო ეკონომიკის ახალი, ურთულესი ეტაპის ფორმირება ობიექტურად მოითხოვს ფინანსური მენეჯმენტის, როგორც სამეურნეო სუბიექტის ფინანსების მართვის მეცნიერების შესწავლას, რომელიც მიმართული იქნება ამ სუბიექტის სტრატეგიული და ტაქტიკური მიზნების მისაღწევად. ამასთან, სტრატეგიული და ტაქტიკური მიზნები თითოეული ფირმისათვის ინდივიდუალური უნდა იყოს. ასევე, აუცილებელია ფინანსების მართვის თეორიული და პრაქტიკული მეთოდების შემუშავება, დანერგვა და მისი სრულყოფა.

კორპორაციებს დღეს სამეურნეო საქმიანობა უხდებათ მეტად რთული საგადასახადო კლიმატის და ბიზნეს გარემოს პირობებში. ამიტომ თითოეულ მათგანს განსხვავებული ინტერესები გააჩნია – მოგების მასისა და დინამიკის რეგულირების, აქციონერთა შემოსავლების გადიდების, აქციათა საკურსო ღირებულებაზე კონტროლისა და სადივიდენდო პოლიტიკის საკითხებისადმი.

ამრიგად, ფინანსების მართვა მეტად აქტუალურია, მაგრამ არ გაგვაჩნია მისი სრულყოფილი თეორიულ-მეთოდოლოგიური და არც პრაქტიკული საფუძველი, რასაც თავისი ობიექტური მიზეზები გააჩნია: რუსეთის კოლონიური რეჟიმი, ცენტრალიზებულ-გეგმიანი მეურნეობრიობის სამოცდაათწლიანი პრაქტიკა, რომელსაც

[1] უფრო ვრცლად, იხ. *რ. კაკულია*, ფინანსების თეორია, თბ., „თერგი", 2994, გვ. 120-128.

უაქტობრივად არ დასჭირვებია სამეურნეო სუბიექტების ფინანსების მართვის რთული ხელოვნება. საწარმოთა პროგრამებისა და გეგმების შესრულებას მართვის ადმინისტრაციული მეთოდებითაც კარგად ვახერხებთ. რაც შეეხება, „დარგებისა და საწარმოების ფინანსების" დისციპლინას, იგი მხოლოდ ხელოვნურად ჩამოყალიბებული ფინანსური ურთიერთობების ახსნა-განმარტებებს მოიცავდა.[1]

ისმის კითხვა: რა ვიღონოთ, როგორ მოვიქცეთ? დასავლეთის გამოცდილება საამისო შედეგებს ვერ მოგვცემს იმის გამო, რომ მათთან ფინანსების მართვას ჩამოყალიბებული პრაქტიკა და ინსტრუმენტები გააჩნია (მათემატიკური მეთოდები, მართვის ავტომატიზებული სისტემები, სამსახურების კომპიუტერიზაცია და სხვ.). ჩვენ ჯერ უნდა ავითვისოთ მართვის მეთოდები, შემდეგ დავსწაფოთ და პარალელურად მოვახდინოთ დარგებისა და საწარმოების კომპიუტერიზაცია.

რაც შეეხება რუსეთის გამოცდილებას, იგი საბაზრო ეკონომიკისათვის ნაკლებად გამოსაყენებელია.

აუცილებელია ამ საქმეში დასავლეთის პრაგმატიზმის შეთანაწყობა ფინანსების მართვის თეორიასთან, ე.ი. თეორიული ცოდნის ათვისება უნდა მოხდეს მისი პრაქტიკაში დანერგვის პარალელურად. ასათვისებელია დასავლური ფინანსური მენეჯმენტის ისეთი სფეროები, როგორიცაა: ფირმის ფინანსური პოლიტიკა ინფლაციის პირობებში, ფინანსების მართვა წარმოების დაცემისა და კრიზისიდან გამოსვლის პროცესში და მრავალი სხვა საკითხი.

[1] *რ. კაკულია*, ფინანსების თეორია, 2004, გვ. 123.

დროულად მოსაგვარებელია ფინანსების მართვის საქმე არა მარტო სამეურნეო სუბიექტების დონეზე, არამედ ბიზნესის სხვადასხვა სუბიექტების – სადაზღვევო კომპანიების, ბანკების, საინვესტიციო ინსტიტუტების და სხვათა მიხედვით.

ჩვენში ფინანსების მართვის პრობლემების გადაწყვეტა გაძნელებულია იმითაც, რომ არ გვყავს სათანადო ცოდნისა და გამოცდილების კადრები. ფინანსური მენეჯმენტის მასწავლებლებს მოეთხოვება მასშტაბური თეორიული ცოდნა, რომელიც პრაქტიკულ გამოცდილებასთან ინტეგრირებული იქნება.

ამასთან, ფინანსების მართვა შეუძლებელია ეკონომიკური თეორიის, ფინანსური ანალიზის, ბუღალტრული აღრიცხვის, გამოყენებითი მათემატიკის, ეკონომეტრიკის და სხვა დისციპლინების გამოყენების გარეშე. სამწუხაროდ, ყველა ამ სფეროში ცოდნის მწვავე დეფიციტს ვაწყდებით.

გეგმიანი ეკონომიკის პირობებში აქ ჩამოთვლილი ეკონომიკური დისციპლინების მთავარი მიზანი იყო სამინისტროებისა და უწყებებისათვის სარწმუნო ინფორმაციის მიწოდებით და ანალიზის შედეგებით სახელმწიფო საწარმოთა მთელი საქმიანობა, როგორიცაა: დაგეგმვა, ფასწარმოქმნა, შესყიდვა და მიწოდება, მუშების ხელფასი და სხვა სამეურნეო საკითხების გადაწყვეტა „ზემოდან“ მოეხდინათ.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ფინანსების მართვას სხვა ფუნქციები აქვს დაკისრებული იქიდან გამომდინარე, რომ, ჯერ-ერთი, ბაზრის პირობებში იცვლება საკუთრების სტრუქტურა. სახელმწიფო საკუთრება კი საკუთრების ერთ-ერთ უმნიშვნელო სახედ დარჩა. იქმნება მესაკუთრეთა არმია, რომლებიც დაინტერესებულია საწარმოთა საქმიანობის შედეგებით იმ მარტივი ჭეშმარიტების გამო, რომ მათ საწარმოში საკუთარი სახსრები აქვთ დაბანდებული;

მეორე, საწარმოს მესაკუთრე იძულებულია ეძებოს და მიიღოს ისეთი გადაწყვეტილებები, რომლებიც უზრუნველყოფს მისთვის აუცილებელ ფინანსურ შედეგს და გაიმარჯვებს კონკურენციულ ბრძოლაში;

მესამე, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ფინანსური რესურსების ძირითადი წყაროა არა სახელმწიფო ბიუჯეტი და სახელმწიფო საბანკო სესხები, არამედ საკუთარი და კონკურენციულ ბრძოლაში გამარჯვებით მოპოვებული ინვესტიციები;

მეოთხე, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში იცვლება ინფორმაციის მოსარგებლეთა სფეროც. მასში პრიორიტეტი შენარჩუნებული აქვს საწარმოს შიდა მოსარგებლეებს – მმართველ ელიტას, რომელიც ღებულობს საწარმოო და საფინანსო ხასიათის გადაწყვეტილებებს. ინფორმაციის მიღებით დაინტერესებული არიან აგრეთვე გარე მოსარგებლეებიც: აქციონერები, კრედიტორები, ნედლეულისა და მასალების მომწოდებლები და მყიდველები, კომპანიის მოსამსახურეები, აუდიტორული სამსახურები, კონსულტაციები, ბირჟები, საკანონმდებლო და სამთავრობო ორგანოები, პრესა და საინფორმაციო სააგენტოები, სავაჭრო-საწარმო ასოციაციები, პროფკავშირები.

ამასთან, ინფორმაციისადმი საბაზრო ეკონომიკას თავისი მოთხოვნილებები გააჩნია. ინფორმაცია უნდა იყოს: დროული, უტყუარი, მართალი, ნეიტრალური, გასაგები, შესადარი. სწორედ ასეთი ინფორმაციის გამო-

ყენებითა და ანალიზით შეძლებს ფინანსური მენეჯმენტი წარმოების მაღალეფექტიან მართვას.[1]

I.3. კორპორაციის ფუნქციონირების ფინანსური საშუალებები, ფინანსური გადაწყვეტილებები

თანამედროვე კომპანიის, კორპორაციის საქმიანობისათვის აუცილებელია განუსაზღვრელი ოდენობის სხვადასხვაგვარი აქტივები. ბევრი მათგანი, მაგალითად, ისეთები, როგორიცაა: მანქანები, ქარხნები და ოფისები, წარმოადგენს **მატერიალურ აქტივებს**. ხოლო მეორე ნაწილი, სავაჭრო მარკები, ტექნოლოგიები, პატენტები – იწოდება **არამატერიალურ აქტივებად. სამწუხაროდ, ყველაფერი ეს გადასახდელია.** ამისათვის აუცილებელი ფულის მისაღებად კომპანია ყიდის ქაღალდის ნაჭერს, რომელსაც ეწოდება **ფინანსური აქტივები ანუ ფასიანი ქაღალდები.**

ქაღალდის ასეთ ნაჭრებს ღირებულება გააჩნია იმის გამო, რომ იგი იძლევა ფირმის რეალურ აქტივებზე პრეტენზიის უფლებას.

ფინანსურ აქტივებს მიეკუთვნება არა მარტო საქციონერო კაპიტალი, არამედ ობლიგაციები, ბანკის კრედიტი, საიჯარო (საარენდო) ვალდებულებები და სხვ.

კორპორაციის ფინანსური მენეჯერის წინაშე დგას ორი მთავარი პრობლემა.

1. კორპორაციამ რამდენი თანხა უნდა გაიღოს საინვესტიციოდ და რა სახის აქტივებზე?

[1] *რ.კაკულია,* ფინანსების თეორია, გვ. 124-125.

2. როგორ შევძლოთ ინვესტიციისათვის აუცილებელი ფულადი საშუალებების მიღება?

პირველი კითხვის პასუხად გამოდის კორპორაციის **საინვესტიციო გადაწყვეტილება გრძელვადიანი დაბანდებების დაგეგმვის შესახებ.**

მე-2 კითხვის პასუხი წარმოდგენილია **დაფინანსების წყაროს შერჩევის შესახებ გადაწყვეტილების სახით.**

ფინანსური მენეჯერი ცდილობს ამ პრობლემებზე შეარჩიოს ისეთი პასუხები, რომლებიც მაქსიმალურად გაამჯობესებს აქციონერთა ფინანსურ მდგომარეობას.

წარმატების კრიტერიუმად ხშირად გამოდის ღირებულება: ნებისმიერი გადაწყვეტილება, რომელიც გაზრდის ფირმის აქციონერთა წილის ღირებულებას, ე.ი. მათ გახდის უფრო მდიდარს.

ამრიგად, ჩვენ შეიძლება დავასკვნათ, წარმატებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებად შეიძლება მიჩნეული იქნეს ის, რომლითაც შეძენილია რეალური აქტივები, და რომლის ღირებულება მასზე გაწეულ დანახარჯებზე მეტია, ე.ი. აქტივები, რომლებიც ღირებულებას ზრდიან.

ყოველთვის უნდა გვახსოვდეს, რომ ფინანსური მართვის წარმატების საიდუმლოება მდგომარეობს ღირებულების გადიდებაში, ე.ი. აუცილებელია „ვიყიდოთ იაფად, გავყიდოთ ძვირად".

მაგრამ როგორ მივაღწიოთ ამას? ეს არის ინვესტორთა „თავსატეხი", და, საერთოდ, ბიზნესმენთა მთავარი პრობლემა.

იმისათვის, რომ დაძლეული იქნეს ეს პრობლემა, საჭიროა და აუცილებელი ფინანსების ოპტიმალური მარ-

თვის უზრუნველყოფა, რომელიც მოითხოვს ფინანსების შესწავლას და მისი გამოყენების ხელოვნებას.

იქ, სადაც ადამიანებს გააჩნიათ ფინანსების ცოდნის და პრაქტიკული გამოცდილების დეფიციტი, ისინი შორს არიან შემოქმედებითი და თავისუფალი განსჯის უნარისაგან, რაც ასეთ ადამიანებს აუცილებლად მიიყვანს ფინანსურ წარუმატებლობამდე.

I.4. ფინანსური მენეჯერის როლი

ფინანსური მენეჯერი მოქმედებს, როგორც შუამავალი ფირმასა და კაპიტალის ბაზარს შორის, იმ ბაზარს შორის, სადაც მიმდინარეობს ფირმის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა.

ფინანსური მენეჯერის როლი და საქმიანობა შეიძლება ასე იქნეს წარმოდგენილი:

ფულადი საშუალებების ნაკადი მოძრაობს ინვესტორებიდან ფირმისაკენ და პირიქით, ფირმიდან ინვესტორისაკენ. ფულადი საშუალებების ნაკადი წარმოიქმნება მაშინ, როდესაც ფირმა გამოუშვებს ფასიან ქაღალდებს ფულადი სახსრების განსათავსებლად. ფული მიიმართება რეალური აქტივების შესასყიდად, რომელთაც ფირმის საქმიანობისათვის გამოიყენებენ. მოგვიანებით, თუ ფირმა წარმატებით საქმიანობს, რეალური აქტივები იძლევა ფულადი სახსრების უფრო მეტი ოდენობით მოზიდვის საშუალებას, ვიდრე ეს საჭიროა თავდაპირველი საინვესტიციო ხარჯების დასაფარავად. და, ბოლოს, წარმოებს ფულადი სახსრების ან რეინვესტირება, ან უბრუნდება ინვესტორს, რომელმაც შეიძინა პირვანდელი ემისიის ფასიანი ქაღალდები.

დაფინანსების წყაროების შესახებ ოპტიმალური გადაწყვეტილების მიღების საწინდარია კაპიტალის ბაზრის შესახებ თეორიის ცოდნის დონე. დავუშვათ, ფირმას გადაწყვეტილი აქვს წარმოების გაფართოების პროგრამის დაფინანსება ობლიგაციის ემისიით. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა განიხილოს ობლიგაციის არა მარტო გამოშვების პირობები, არამედ უნდა დარწმუნდეს მისი დასაბუთებული ფასის დაწესებაში.

ეს მოითხოვს ობლიგაციების ფასის ფორმირების თეორიის ცოდნას.

ამასთან, ფინანსურმა მენეჯერმა პასუხი უნდა გასცეს კითხვას: აქციონერები ამ ოპერაციით, ე.ი. დამატებითი რეალური აქტივების შეძენითა და სამეურნეო ბრუნვაში მოქცევით, უფრო მდიდრები თუ ღარიბები გახდებიან? წარმოიქმნება კორპორაციის სესხების კორპორაციის აქციების ღირებულებაზე გავლენის შესახებ თეორიის ცოდნის აუცილებლობა.

ამასთან, საინვესტიციო გადაწყვეტილება არ შეიძლება მიღებული იქნეს კაპიტალის ბაზრების გაუთვალისწინებლად. რა გვაქვს მხედველობაში? ფირმამ, რომელიც მოქმედებს თავისი აქციონერების ინტერესებიდან გამომდინარე, ისეთი ინვესტიციები უნდა განახორციელოს, რომლებიც გაზრდის კორპორაციაში აქციონერთა წილის ღირებულებას. ამისათვის კი აუცილებელია ჩვეულებრივი აქციების ღირებულების თეორიის ცოდნა.

იმისათვის, რომ გავარკვიოთ როგორ მუშაობს კაპიტალის ბაზარი, როგორ შევაფასოთ ბაზარზე ფინანსური აქტივები, ფინანსური მენეჯერის მთელი საქმიანობა მიმართულია ფირმაში აქციონერთა ინვესტიციების ღირებულების გადიდებისაკენ. წარმოიდგინეთ თქვენ, კომპანიას წმინდა შემოსავლების გადიდება აინტერესებს,

როგორც აქციონერებს, ისე კორპორაციის მუშაკებს, ხელმძღვანელებს, კრედიტორებს, მთავრობას. **ყველა ესენი ფირმის შემოსავლებიდან წილის მიღების პრეტენდენტებია.**

ფინანსური მენეჯმენტის წარმატებული საქმიანობა შეუძლებელია, თუ გათვალისწინებული არ იქნა დროისა და გაურკვევლობის ფაქტორები.

თანამედროვე კორპორაციული მოძრაობა ორი ერთმანეთის მოწინააღმდეგეთა პირებისაგან შედგება, ესენია: მენეჯერები და აქციონერები, რომელთა მიზნები რამდენიმე განსხვავებულია. თუ პირველისთვის მთავარია მოგების მაქსიმიზაცია, მეორესთვის კი სიმდიდრის ზრდა, თუმცა, ეს უკანასკნელი მოგებასთან არის კავშირში, რაც მრავალფაქტორულ მაჩვენებელთა გავლენას განიცდის.

ასეთ სიტუაციაში აქციონერები გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ დაქირავებულ მენეჯერს უფლებას აძლევენ შეიძინონ აქციები ფაქტობრივ ფასებში. ეს კი სტიმულს მისცემს მენეჯერს მოგების შექმნას მეტი ყურადღება მიაქციოს. ამით აქციების ფასიც გაიზრდება, რაც დამატებითი შემოსავლის მომტანი გახდება. ყოველივე ამას ხელს უწყობს კაპიტალისტური მოვლენების პასიური აღრიცხვის მექანიზმი. საფონდო ბირჟა, თავის მხრივ, აქციონერებს საშუალებას აძლევს გარკვეული კონტროლი გაუწიონ კორპორაციას.

ფირმას ხშირად ეძლევა შესაძლებლობა სახსრების ინვესტირება მოახდინოს აქტივებში, რომელთა ღირებულება სწრაფად არ იქნება ანაზღაურებული, ამოგებული. დიდია რისკის ფაქტორი. დასახული ინვესტიციების განსახორციელებლად აუცილებელია სესხების აღება, რომლის მთლიანი დაფარვა ხშირად იწელება დროში.

ასე, რომ ფინანსური მენეჯმენტის ფუნქციონირება მიმართულია არ არის თვითდინებაზე. მათი საქმიანობა მოქცეულია სპეციალისტების მეთვალყურეობის არეში. მენეჯერის საქმიანობას აკონტროლებენ დირექტორთა საბჭო, მომსახურე ბანკი. ეს უკანასკნელი სკრუპულოზურად უწევს მეთვალყურეობას ფირმის საქმიანობას, რომელიც სარგებლობს მისი სესხებით.

მენეჯერის სტიმულირებისათვის შექმნილია წამახალისებელ ღონისძიებათა პროგრამა, კერძოდ: კომპანიის აქციათა შესასყიდი ოფციონები, რომლებიც მნიშვნელოვან შემოსავალს იძლევა, თუ აქციონერები ღებულობენ კაპიტალის ნამეტს.

დაბოლოს, მენეჯერები, რომლებსაც გადაწყვეტილი აქვთ თავი დაიძვრინონ საკუთარი ვალდებულებების შესრულებისაგან, შეიძლება წააწყდნენ წინააღმდეგობას უფრო ენერგიული და საქმიანი მმართველებისაგან. ასეთ კონკურენციას შეიძლება კორპორაციის შიგნით ჰქონდეს ადგილი და გამორიცხული არ არის გაკოტრები და მისი სხვა კომპანიის მიერ შთანთქმა. ყოველივე ამას შეიძლება მოჰყვეს კორპორაციაში ხელმძღვანელობის ცვლილებები.

ამრიგად, „კორპორაციათა ფინანსები“ შესწავლა დიდად შეუწყობს ხელს ამ საქმით დაინტერესებულ ბიზნესმენებსა და მეწარმეებს: 1. თუ როგორ მოახდინონ კომპანიების ღირებულების ზრდა ფინანსური გადაწყვეტილებების მეშვეობით; 2. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასებისას როგორ მოახდინონ ფირმის კაპიტალის სტრუქტურის გათვალისწინება.

თემა II
ფინანსური მართვა: გარემო და ინფორმაცია

II.1. კორპორაციის ფინანსური მართვის პროცესი. ფინანსური მართვის სტრუქტურის ორგანიზაცია

ეროვნული ეკონომიკის ტრანსფორმაციით მიღწეული უნდა იქნეს გეგმაზომიერების ბიუროკრატიული დეფორმაციიდან ბაზართან ორგანულ კავშირში არსებული დაგეგმვის პრინციპებზე გადასვლა, განსაკუთრებით სამეურნეო სუბიექტების დონეზე, რომელშიც კორპორაციას თავისი ადგილი უკავია.

კერძო საკუთრებაზე აგებული ბიზნესი ყველაზე მეტად საჭიროებს წინასწარ განჭვრეტას, პროგნოზირებას და, საბოლოო ჯამში, დაგეგმვას. წარმატებებს ის ფირმა აღწევს, რომელიც ჯერ ფიქრობს და შემდეგ იწყებს მოქმედებას. კორპორაციის ეკონომიკური ეფექტიანობის მისაღწევად აუცილებელია მენეჯერმა საკუთარ თავს დაუსვას შემდეგი კითხვები:

1. კომპანიამ რას უნდა მიაღწიოს?
2. როგორ უნდა მიაღწიოს ამას?
3. რა დასჭირდება იმისათვის, რომ არ ვიზარალო?
5. როგორ გავიგო რა გავაკეთო იმისათვის, რომ დასახულ მიზანს მივაღწიო?

მანამ, სანამ შევუდგებოდეთ კორპორაციებში ფინანსურ ურთიერთობათა მართვისა და დაგეგმვის სხვადასხვა მოდელების განხილვას, აუცილებელია გავეცნოთ საკუთრების მრავალფეროვნების პირობებში ფინანსური დაგეგმვის არსსა და მნიშვნელობას.

კორპორაციებში ფინანსური დაგეგმვა წარმოადგენს დივიდენდების, ფინანსური და საინვესტიციო პოლიტიკის ანალიზის პროცესს, მათი შედეგებისა და კომპანიის ეკონომიკურ გარემოზე მემოქმედებასა და რისკის დასაშვები დონის და პროექტების შერჩევის შესახებ გადაწყვეტილებების მიღებას.

კორპორაციების შეწონასწორებული, დინამიკური განვითარება მოითხოვს წინასწარ პროგნოზირებასა და რეგულირებას. იგი ხორციელდება ნატურალურ-ნივთობრივ და ღირებულებით (ფულად) ფორმებში.

ფინანსური დაგეგმვა – ეკონომიკის პროგნოზირების უმნიშვნელოვანესი შემადგენელი ნაწილია.

ფინანსური დაგეგმვის სპეციფიკა იმაში გამოიხატება, რომ იგი ხორციელდება მხოლოდ და მხოლოდ ფულად ფორმაში და ღირებულების ფულადი ფორმის მოძრაობაზე კონტროლის დაწესების საშუალებას იძლევა, რომელიც არ ემთხვევა ღირებულების განაწილებას ნატურაში. ფინანსური დაგეგმვის უშუალო ობიექტია შემოსავლებისა და დაგროვების შექმნა და განაწილება, ფულადი სახსრების ცენტრალიზებული და დეცენტრალიზებული ფონდების ფორმირება და გამოყენება.

ფინანსური დაგეგმვა ფინანსური მექანიზმის ერთერთი უმნიშვნელოვანესი ელემენტია. როგორც წესი, ფინანსური გეგმები – ეს არის საწარმოებში ფინანსური რესურსების ფორმირების, განაწილებისა და გამოყენების გეგმები.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პროცესში, როდესაც სასაქონლო-ფულადი ურთიერთობანი საყოველთაო ხასიათს იძენს, ღირებულების კანონის მოქმედების შედეგად მატერიალურ-ნივთობრივი პროპორციების პროგ-

ნოზირება ორგანულ კავშირშია ღირებულებითი (ფულადი) პროპორციების დაგეგმვასთან. ყველივე ამის გამო, სამეურნეო ერთეულების, კორპორაციების საწარმოო პროგრამებთან და პროგნოზებთან ერთად მიმდინარეობს ფინანსური გეგმების ფორმირება.

ფინანსური დაგეგმვის აუცილებლობა განპირობებულია ფულადი სახსრების დამოუკიდებელ მოძრაობაზე და საზოგადოებრივ კვლავწარმოებაში განაწილების პროცესზე ფულადი სახსრების აქტიური ზემოქმედებით.

ფინანსური დაგეგმვა ქვეყნის მასშტაბით მოიცავს მხოლოდ ფულად ფორმაში განაწილებით პროცესს, ე.ი. მთლიანი ეროვნული პროდუქტისა და ეროვნული შემოსავლის განაწილებას. აგრეთვე მატერიალური წარმოების სფეროში – კორპორაციაში შექმნილი პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგების განაწილებას.

ფინანსური დაგეგმვის მთავარ ობიექტად ფინანსური რესურსები გამოდის, რომლის წყაროებია მთლიანი ეროვნული პროდუქტი და ეროვნული შემოსავალი, უპირატესად კი ეროვნულ ეკონომიკაში ფულადი დაგროვება, საამორტიზაციო ანარიცხები, საგარეო-ეკონომიკური ურთიერთობიდან შემოსულობანი და მოსახლეობის შემოსავლები.

ფინანსური რესურსების ფორმირება, განაწილება და გამოყენება მიმდინარეობს საკრედიტო რესურსების მოძრაობასთან მჭიდრო კავშირში. მიუხედავად იმისა, რომ ეს უკანასკნელი ფუნქციონირების მხრივ არსებითად განსხვავდება ფინანსური რესურსებისაგან, ისინი ხშირად ერთმანეთს ავსებენ და ცვლიან კიდევაც, ამიტომ ეროვნული მეურნეობის პოზიციებიდან ფინანსურ დაგეგმვაში უმეტესწილად საკრედიტო დაგეგმვაც შეაქვთ.

სახელმწიფო დონეზე ფინანსური დაგეგმვის მეშვეობით ხელისუფლება:

– განსაზღვრავს ფინანსური რესურსების წყაროებს, მოცულობასა და მიზნობრივ გამოყენებას;

– უზრუნველყოფს ოპტიმალური ღირებულებითი პროპორციების დაწესებას და განაწილებას ცალკეული დარგების, რეგიონებისა და ცენტრალიზებულ და დეცენტრალიზებულ ფონდებს შორის;

– ავლენს მატერიალურ, შრომით და ფინანსურ რესურსებს ეკონომიკაში და სახავს გზებს მათ სამეურნეო ბრუნვაში ჩასართავად.

ამრიგად, ფინანსური დაგეგმვა წარმოადგენს, ერთი მხრივ, ფინანსური რესურსების მართვის იარაღს და, მეორე მხრივ, საზოგადოებრივი წარმოების პროცესზე ზემოქმედების აქტიურ მექანიზმს.

კორპორაციებში ფინანსური დაგეგმვის მოდელებია ხელი უნდა შეგვიწყოს უფრო ზუსტად მოვახდინოთ პროგნოზირების ინსტრუმენტების შერჩევა-გამოყენება, რაც გამიზნული უნდა იქნეს დივიდენდების, ინვესტიციების, დაფინანსების წყაროებისა და მეთოდების შესახებ გადაწყვეტილებების ურთიერთკავშირის გასარკვევად.

ფინანსური დაგეგმვის პროცესის განსაზღვრისათვის აუცილებელია შემდეგი ამოცანების განსაზღვრა:

1. ეკონომიკური, სამართლებრივი, სააღრიცხვო, საბაზრო ინფორმაციების მოძიება-გამოყენება;

2. დაფინანსების და ინვესტიციების შესაძლო გადაწყვეტილებათა ურთიერთკავშირის ანალიზი;

3. დღევანდელი გადაწყვეტილებების მომავალი პროგნოზირება;

4. გეგმის შესასრულებლად გადაწყვეტილების შერჩევა;

5. არჩეული გადაწყვეტილებების რეალიზაციის შედეგების შეფასება.

როგორ წარიმართება კორპორაციაში ფინანსური დაგეგმვა?

პირველად უნდა დაზუსტდეს ფინანსური გადაწყვეტილებების კრიტერიუმები, რომლებიც ეყრდნობა კომპანიების მფლობელების მომავალი სარგებლიანობის შეფასებას. მათი მთავარი მიზანია – სიმდიდრის გადიდება ინვესტიციების საბაზრო ღირებულების ზრდის ხარჯზე გარკვეული რისკის გათვალისწინებით. მენეჯერის მიზანია ჩამოაყალიბოს ფინანსური გადაწყვეტილებების ყველა კრიტერიუმი, რომ შესწავლილი იქნეს მათი გამოყენება სააქციონერო საკუთრების საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაციის უზრუნველსაყოფად.

ამასთან, ისმის კითხვა: რა კრიტერიუმები უნდა გამოვიყენოთ იმ ორგანიზაციების მიმართ, რომლებსაც არა აქვთ დადგენილი საბაზრო ფასები, ისეთების, როგორიცაა: დახურული სააქციონერო საზოგადოებები, ან სამთავრობო სააგენტოები? ეს ის მახასიათებლებია, რომლებიც ფასს მატებს ნებისმიერ საწარმოო აქტივებს, სახელდობრ: ფულადი სახსრების ნაკადების სიდიდე, შემოსავლის მიღების ალბათობა და რისკი. საერთო წესი ასეთია: საჭიროა მფლობელთა ან მმართველთა შემოსავლების მაქსიმიზაცია რისკის მოცემული დონის პირობებში.[1]

ასეთი ოპტიმიზაცია ითვალისწინებს რისკისა და შემოსავლების გაწონასწორებას მწარმოებლური აქტივების ფასის მაქსიმიზაციისათვის. როგორც წესი, შემოსავლების მიღებაც შეიძლება ამ აქტივების ბაზარზე გაყიდვითაც.

[1] *Ченг Ф., Джозер И.*, Финансы, корпорации: Теория, методы и практика; М., 2000, стр. 2.

ზოგიერთი ორგანიზაციის მთავარ მიზანს მესაკუთრეთა ფინანსური სარგებლიანობის მაქსიმიზაციისაგან განსხვავებული მიზნები წარმოადგენს. ასეთ შემთხვევაში აუცილებელია სხვადასხვა თეორიების, მოდელებისა და ტექნიკის მოდიფიცირება. საკმარისია, მაგალითად, უმნიშვნელო ცვლილებები, რომ შესაძლებელი გახდეს ფინანსური მოდელების უმრავლესობის გამოყენება სამთავრობო სააგენტოებისათვის, რომელთათვისაც მოგება არ არის მიზანი. ასეთ შემთხვევაში ფინანსური კრიტერიუმი შეიძლება იყოს არა შემოსავლის მაქსიმიზაცია, არამედ ხარჯების მინიმიზაცია.

როგორც წესი, კორპორაციის ფინანსურ გადაწყვეტილებათა ძირითად კრიტერიუმად მიიჩნევა აქციონერთა საკუთრების საბაზრო ღირებულება. თუმცა, კორპორაციის მართვის ამ მთავარი მიზნის გვერდით, მენეჯერებს შეიძლება ჰქონდეთ სხვა ამისგან განსხვავებული მიზნები. ამის გამო, კრიტერიუმები, რომლებიც გამოიყენება ნებისმიერ კონკრეტულ შემთხვევაში, დივიდენდის შესახებ ითვალისწინებს გადახდის სიდიდის გრძელვადიან ზემოქმედებას აქციის კურსზე, ფირმის ინვესტიციურ გადაწყვეტილებებსა და მის ცხოველმყოფელობაზე.

შუალედური რგოლის მენეჯერები, პირიქით, ყურადღებას უთმობენ მოკლევადიან მიზნებს და მიღებული გადაწყვეტილებების უახლოეს ზემოქმედებას მათი რეალიზაციის შესაძლებლობებზე. მენეჯერებს, მაგალითად, აწუხებს ფულადი ნაკადების მართვა. ისეთი მოკლევადიანი მიზნები, როგორიცაა – ფინანსური ინსტრუმენტების ლიკვიდობა და მარაგების მართვა, წარმოადგენენ იმ პრობ-

ლემების ფინანსური ანალიზის მთავარ საგანს, რომლებიც დაკავშირებულია საშუალებთა მართვასთან.

თუმცა, საბოლოო მიზანს ანუ შერჩევის კრიტერიუმს წარმოადგენს აქციონერთა საკუთრების მაქსიმიზაცია. ზოგიერთი გადაწყვეტილება შეიძლება იყოს მიმართული სხვა მიზნებზე და ორიენტირებული სხვა კრიტერიუმებზე. ამის გამო, ფინანსური თეორიის, ტექნიკის და მოდელების განხილვისას, ჩვენ ვითვალისწინებთ მიზნების საერთო ფუნქციას, რომელიც შეიძლება შეიცვალოს სიტუაციის შესაბამისად და, რომელიც კარნახობს მიზნების ანუ სარგებლიანობის ფუნციების შეცვლას.

მენეჯერი, მაგალითად, შეიძლება უფრო მეტად იყოს დაინტერესებული ხელფასების და პრემიების მუდმივობით, ვიდრე რისკის გაწევით, რომელიც შეიძლება შეტრიალდეს აქციონერის გამდიდრებისაკენ. შეიძლება ისეც მოხდეს, რომ მენეჯერი თვლიდეს უფრო პრესტიჟულად ისეთ კომპანიაში მუშაობას, სადაც გაყიდვების მოცულობა დიდია, მაგრამ შედარებით დაბალშემოსავლიანია (დაბალმომგებიანია), ვიდრე შედარებით არადიდ, მაგრამ მაღალრენტაბელურ კომპანიაში. თუ კომპანია დაინტერესებულია სტაბილური ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფაში, მას უნდა შეეძლოს წინააღმდეგობათა გადაჭრა მენეჯერის სხვადასხვა მიზნებს შორის კაპიტალის მფლობელის სასარგებლოდ. მენეჯერების და აქციონერების ურთიერთდამოკიდებულების გასარკვევად თანამედროვე კორპორაციულ მოძრაობაში გაბატონებული აგენტურული დამოკიდებულების თეორია და ფინანსური ხელშეკრულების თეორია (კონტრაქტინგი).

თანამედროვე დასავლური კორპორაციული მართვა ითვალისწინებს მაქსიმიზაციის სამი მომენტის გათვალისწინებას: გაყიდვებს, მოგებას და აქციონერთა სიმ-

დიდრეს. გაყიდვების მოცულობის მაქსიმიზაცია კომპანიის საბაზრო აქტივობის მნიშვნელოვანი ნაწილია. მოგების მაქსიმიზაცია – ეს ეკონომიკური მიზანია, რომელსაც განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს აღრიცხვის დარგის მუშაკებისათვის, მაქსიმიზაციის სამი მიზნიდან დომინირებს მთავარი – აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაცია. სიმდიდრის მაქსიმიზაციას უბრალოდ ანგარიში უნდა გაეწიოს იმის გამო, რომ იგი აწესრიგებს ყველა დანარჩენი ორი მიზნის ურთიერთობას და იძლევა გარანტიას, რომ გრძელვადიან პერსპექტივაში ინვესტორები უზრუნველყოფენ კომპანიას კაპიტალით.[1]

II.2. ფინანსური ანალიტიკოსის როლი და ადგილი კორპორაციის ფინანსებში

კორპორაციის ფინანსური მართვის სრულყოფაში განსაკუთრებული ადგილი უკავია ფინანსურ ანალიზს.

ფინანსური ანალიტიკოსის მდგომარეობა კორპორაციის სტრუქტურაში და მისი მუშაობის ჩარჩოები ურთიერთდამოკიდებულია. ამასთან, კორპორაციის მესვეურებმა ყველაფერი უნდა იღონონ იმისათვის, რომ მათ მიერ შერჩეული ანალიტიკოსი საფუძვლიანად ფლობდეს ფინანსების თეორიასთან ერთად, საბუღალტრო აღრიცხვა-ანგარიშგებისა და ფინანსურ ურთიერთობათა პრაქტიკის საკითხებს. თუმცა, ანალიტიკოსის როლი კომპანიაში განისაზღვრება ორგანიზაციის მოთხოვნილებებით.

---

[1] ***Ч.Ли, Д.Финнерти,*** Финансы корпорации: теория, методы и практика, М., 2000, стр.3.

მენეჯმენტის სამსახური ვერ განსაზღვრავს ანალიტიკოსის ამოცანებს, ხოლო შემდეგ როგორი სამსახურებრივი პოზიციები შეუწყობს ხელს მათ მიღწევებს.

ანალიტიკოსმა უნდა შეაფასოს როგორ იმოქმედებს ხელმძღვანელობის გადაწყვეტილებები და გეგმები კომპანიის ფინანსურ გარანსაღებაზე. წარმოადგენს რა ფაქტობრივად კონსულტანტს, ანალიტიკოსი სწავლობს მომგებიანობას, ფულად ნაკადებს და საქმიან ოპერაციებს, კრიტიკულად განიხილავს საქმიანობის ცალკეული სფეროების ინფორმაციებს და შეიმუშავებს მათთვის მისაღებ მეთოდებს. მიუხედავად იმისა, რომ ანალიტიკოსი სამსახურებრივად ექვემდებარება მენეჯმენტის სამსახურს, იგი ემსახურება კომპანიის უმაღლესი ხელმძღვანელების მოთხოვნილებებს, თანაც საერთოდ არ ღებულობს მონაწილეობას გადაწყვეტილებების მიღებასა და პოლიტიკის შერჩევაში. მისი სამსახურებრივი საქმიანობა გამოიხატება იმაში, რომ განსაზღვროს, ახსნას და შეაფასოს არსებული მდგომარეობა და მოქმედების ალტერნატიული გზები.

ფინანსისტი ანალიტიკოსი ასრულებს ბევრ ნაკლებადსაინტერესო და ბევრ რუტინულ ამოცანას (ლიკვიდური საშუალებების მდგომარეობის და კომპანიის მომგებიანობის ანალიზი და კონტროლი და ზედამხედველობა ფინანსური ოპერაციების მიმდინარეობაზე, მისი მონაწილეობის გარეშე არ მიმდინარეობს უფრო ხანგრძლივი და მნიშვნელოვანი პროექტების – კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზი, ინვესტირების ძირთიადი ვარიანტების შეფასება, წლიური შემოსავლების იმ წილის განსაზღვრა, რომელიც მიმართულია დივიდენდების გადასახდელად).

კორპორაციის წარმატებული საქმიანობის ერთერთი მთავარი გარანტიაა ფინანსისტ-ანალიტიკოსის ავ-

ტორიტეტის ამაღლებაზე ზრუნვა. ანალიტიკოსი ინიციატივის გარეშე დადებით შედეგებს ნაკლებად მიაღწევს. მისი ყურადღების გარეშე არ უნდა დარჩეს ფინანსური რესურსების განყენების არც ერთი ფაქტი, ყოველდღიურ საქმიანობად უნდა გაიხადოს კომპანიის მდგომარეობაზე ეკონომიკური გარემოცვის გავლენის შეფასება, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიაქციოს საგადასახადო პოლიტიკის ცვლილებების გავლენას კორპორაციის დირებულების მდგომარეობაზე. ობიექტური და საქმის მცოდნე ანალიტიკოსი არ უნდა მოერიდოს ინიციატივის გამოჩენას, საჭიროებისას მან თვითონ უნდა დასვას ამოცანა და დასახოს მისი გადაწყვეტის გზები.

სამეურნეო სუბიექტის საქმიანობის ნებისმიერ სფეროში ფინანსების ცოდნაზე სასარგებლო რამ კაცობრიობას დღემდე არ შეუქმნია. „წარმატებით მომუშავე ფინანსური მენეჯმენტი ეკონომიკის სხვადასხვა სფეროებში გამოყენებული ანალიზის ტექნიკის ცოდნის შედეგად ადეილად ახდენს ადაპტირებას ბაზრისა და ინფორმაციულ ცვლილებებთან... გამოცდილ საფინანსო ანალიტიკოსს და მენეჯერს საქმე აქვს სიტუაციის როგორც რაოდენობრივ, ისე თვისებრივ შეფასებასთან და აქედან გამომდინარე, იგი ახდენს ანალიზის მეთოდების შეცვლას."[1]

ფინანსისტ ანალიტიკოსი მნიშვნელოვან ძალისხმევას ახმარს დაგეგმვას. დაგეგმვის ქვეშ იგულისხმება მოკლე და გრძელვადიანი სტრატეგიული მიზნების მომზადება რეალიზაციისათვის და მისი მიღწევა. ანალიტიკოსი ანალიზს უკეთებს ამ მიზნებს. ამრიგად, ანალიტიკოსის მუშაობის მნიშვნელოვანი ნაწილი დაკავშირებულია კომ-

[1] *რ.კაკულია,* ფინანსების თეორია, თბ., 2004, გვ. 7-8.

პანიის პოლიტიკასთან და მის მომავალ ფინანსურ კეთილდღეობასთან.

ფინანსისტ ანალიტიკოსის მდგომარეობა კორპორაციის სტრუქტურაში დამოკიდებულია ბიზნესის ხასიათზე, კომპანიის სიდიდესა და მთავარი მენეჯერის ორგანიზაციულ თვალსაზრისზე. მცირე ზომის მრავალდარგოვან კორპორაციას შეიძლება ემსახურებოდეს ათეულობით ანალიტიკოსი.

ფინანსური ანალიტიკოსის ფუნქციები შეიძლება იყოს ცენტრალიზებული და დეცენტრალიზებული. პირველ შემთხვევაში ანალიტიკოსი შედის ფინანსური განყოფილების ან ქვენაყოფის სტრუქტურაში, რომელიც ახორციელებს ფინანსურ ანალიზს სხვა ქვედანაყოფებისათვის. ფინანსური ფუნქციების ცენტრალიზაცია იძლევა შემდეგ უპირატესობებს: (1) საშუალებას იძლევა ექსპერტების ცოდნის და მონდომების გაერთიანებისათვის სამუშაო ურთიერთქმედების დროს. (2) ხელს უწყობს ანალიზის ობიექტურობას და მოქნილობას. (3) ეხმარება მთლიანად კომპანიის პოზიციის შემუშავებაში. (4) ხელს უწყობს ანალიზის წინასწარ ობიექტურობას.[1]

თუ ფინანსური ფუნქცია დეცენტრალიზებულია, ანალიტიკოსები, შედიან კომპანიის სხვადასხვა სტრუქტურულ ერთეულებში. დეცენტრალიზაცია განსაკუთრებით სასარგებლოა, თუ: (1) ანალიტიკოსის როლი გამოიხატება რეკომენდაციის მიცემაში მენეჯერზე, რომელიც ღებულობს გადაწყვეტილებას. (2) სტრუქტურული ქვედანაყოფების საქმიანობა იმდენად რთულია და სპეციალიზებული, რომ რეკომენდაციების დროულობა და ადეკ-

[1] ***Ч.Ли, Д.Финнерти***, Финансы корпораций: теория, методы и практика, М., 2000, стр. 4.

ვატურობა შეიძლება უზრუნველყოფილ იქნეს ანალიტიკოსის ყოველდღიური მონაწილეობით ქვედანაყოფის საქმიანობაში; (3) კომპანია წარმოადგენს ჰოლდინგურ კომპანიას, რომელიც შედგება დამოუკიდებელი ორგანიზაციებისაგან.

II.3. ფინანსების მართვა და ფინანსური ანალიზი

როგორც წესი, ფინანსისტ-მენეჯერი იღებს გადაწყვეტილებებს, ხოლო ფინანსისტ-ანალიტიკოსი აძლევს მას რეკომენდაციებს. ზოგიერთ შემთხვევაში მენეჯერი გვევლინება ანალიტიკოსის როლშიც.

თანამედროვე სამეწარმეო სირთულეებმა, ნედლეულისა და მზა პროდუქციის მოძრაობის სიძნელეებმა დიდი ამოცანების წინაშე დააყენა კორპორაციათა ფინანსისტ-მენეჯერები. დღეს, ბევრ კორპორაციაში მთავარ ფინანსისტს, ან დირექტორს ფინანსების საკითხებში კორპორაციულ იერარქიაში მეორე ადგილი უკავია მთავარი მმართველის ან პრეზიდენტის შემდეგ და ხშირად წარმოადგენს მის აშკარა მემკვიდრეს.

თითოეულმა მენეჯერმა უნდა იცოდეს ფინანსების მართვის პრინციპები, იმისათვის, რომ მას უხდება ან მონაწილეობის მიღება ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში, ან თავის თავზე გამოსცადოს ვიღაცის მიერ მიღებული ფინანსური გადაწყვეტილებების შედეგები.

ფინანსების მართვის ევოლუციაზე და ფინანსური ანალიზის მზარდ როლზე გავლენა იქონია მმართველობითი ინფორმაციული სისტემების გავრცელებამ და კომპიუტერების დანერგვამ მართვის ყველა დონეზე. კომპიუტერების გამოყენება ანალიზის ინსტრუმენტის სახით ყველა დონის მენეჯერს საშუალებას აძლევს გამოიყე-

ნოს მონაცემთა მიმდინარე ბაზები, რთული ფინანსური მოდელები და მეთოდები გადაწყვეტილების მომზადებისათვის, დაგეგმვის და კონტროლის განხორციელებისათვის.

ფინანსების მართვის სისტემაში შეიძლება გამოიყენონ ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების სამი ძირითადი სფერო: (1) საინვესტიციო გადაწყვეტილებები; (2) ფინანსური გადაწყვეტილებები; (3) გადაწყვეტილებები დივიდენდების შესახებ. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების საგანს წარმოადგენენ რეალური აქტივების გამოვლინება, ანუ საქონლისა და მომსახურების წარმოებაში გამოყენებული წარმოების საშუალებების შერჩევა და მართვა. ფინანსური გადაწყვეტილებების საგანს წარმოადგენს აქციებისა და ობლიგაციების პორტფელის ოპტიმალური შედგენილობის განსაზღვრა, რომლის საშუალებითაც კომპანია მოიზიდავს კაპიტალს, რომელიც აუცილებელია მისი საქმიანობის დაფინანსებისათვის. დივიდენდებზე გადაწყვეტილებების შედეგს წარმოადგენს შემოსავლის წილის განსაზღვრა, რომელიც გამიზნულია აქციონერებისათვის გადასახდელად, აგრეთვე მოგების ნაშთის განსაზღვრა, რომელიც გამოიყენება ინვესტიციებისათვის. პირველად განხილულია ანალიზის თეორიული საფუძვლები და მეთოდები. შემდგომ კი ლაპარაკია იმაზე, თუ როგორ ხდება ფინანსების მართვა რეალურად.

ანალიზისა და ფინანსური მართვის შემდეგ უნდა შევეხოთ ფინანსური ბაზრების აღწერას. იმ გარემოებას, რომელშიც ხორციელდება ფინანსების მართვა. დაბოლოს, ფინანსური დაგეგმვა და სტრატეგია საშუალებას გვაძლევს შევეხოთ ფინანსების მართვის გლობალურ ბუნებას. ფინანსური დაგეგმვის და სტრატეგიის შერჩევის მოდელები, რომლებიც ერთ მთლიანობაში აერთიანებს ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების სხვადასხვა ასპექტებს, გვეხმარებიან გავიგოთ ფინანსური მენეჯერების როლი და მონაწილეობა კომპანიის საქმიანობაში. ჩვენს მიერ ამ თავში გავლილი მასალის ათვისებით

ჩვენ, უწინარეს ყოვლისა, მივისწრაფვით სტუდენტებს და პრაქტიკოსებს, რომლებმაც დაიწყეს ფინანსური საქმის შესწავლა, მივცეთ კონკრეტული წარმოდგენა თეორიაზე, მოდელებზე და მეთოდებზე და უნდა შევძლოთ იმ ცენტრალური როლის ჩამოყალიბება, რომელსაც ფინანსები ასრულებენ თანამედროვე კომპანიების ცხოვრებაში.

ამრიგად, ფინანსების მეცნიერება უნდა ვაღიაროთ ცოდნის იმ სფეროდ, რომელიც ყველაზე მეტად გამოსატავს წარმოებისა და მეწარმის მთავარი მიზნის მოგების მაქსიმიზაციას. ფინანსები არამარტო ეკონომიკური დისციპლინების ცენტრია, არამედ კორპორაციული სტრუქტურების ინტეგრირების ცენტრიცაა. ბუღალტერიის მსგავსად ფინანსები ორიენტირებულია საწარმოთა ღირებულებასა და ფულად რესურსებზე; მარკეტინგის მსგავსად, ფინანსები დაკავშირებულია მართვასა და დაგეგმვასთან; ეკონომიკური თეორიის მსგავსად ფინანსები ეფუძნება გადაწყვეტილების რაციონალური მიღების თეორიას; მართვის შესახებ მეცნიერებების მსგავსად ფინანსები ემყარება მაღალგანვითარებულ მოდელებს და მეთოდებს და ორიენტირებულია ნებისმიერ პირობებში ოპტიმალური გადაწყვეტილების მიღებაზე. ფინანსები უზრუნველყოფს საწარმოთა ინტეგრირებას, მათი საქმიანობის ფართო გაგებას.[1]

---

[1] ***Ченг Ф., Джозер И.***, Финансы, корпорации: Теория, методы и практика; М., 2000, стр. 6.

ყველა მათ, ვინც ხელი მოკიდა ფინანსების შესწავლას, სასარგებლო ცოდნას იღებს მრავალ დისციპლინაში, რითაც საშუალება ეძლევა მათ ნებისმიერი კარიერის მიღწევაში. წარმატებით მომუშავე ფინანსისტ-მენეჯერი სწორედ ანალიზის ტექნიკის ცოდნით, რომელსაც გამოყენებს ეკონომიკური ცხოვრების სხვადასხვა სფეროში, ადვილად ადაპტირებადი ხდება ბაზრის და ინფორმაციის მიმართ. ამის გამო ფინანსებში მიღებული ცოდნა სასარგებლოა ყველასათვის, ვინც აირჩია სამეწარმეო საქმიანობის ნებისმიერი სფერო.

ფინანსების შესწავლა იმ მხრივაც საინტერესოა, რომ ფინანსური საქმიანობის ანალიზის პროცესში ახალგაზრდობას ჩამოუყალიბდეს სხვადასხვა მიდგომა, შეხედულება. ფინანსური თეორიის და პრაქტიკის საკითხების განიხლვისას ხშირად გაისმის: „ასეთ შემთხვევაში ჩვენი გადაწყვეტილება დამოკიდებულია...“. ეს ნიშნავს, რომ ობიექტურად არსებობს სხვადასხვა შეხედულება, რომლებსაც მივყავართ მომხდარი მოვლენის სხვადასხვა გაგებამდე და, შესაბამისად, სხვადასხვა გადაწყვეტილებამდე. ახალბედა სტუდენტს ეს შეიძლება ძნელად მოეჩვენოს, მაგრამ გამოცდილების დაგროვების და საგნის ათვისების ჩაღრმავების შესაბამისად, პირველდაწყებითი ეჭვები მალე გაუქრება.

ფინანსები არ წარმოადგენს წმინდა ხელოვნების საგანს და არ შედის იმ დისციპლინათა ჩამონათვალში, რომლებიც შეიძლება სწავლობდეს სამყაროს შეცნობის სხვადასხვა სფეროებს და მათი სარგებლიანობა არ წარმოადგენს შინაგანი სიმეტრიულობის, ლოგიკურობის და აგების სილამაზის შედეგს. ფინანსების სარგებლიანობა იმაშია, რომ ისინი საშუალებას იძლევა მრავალი სხვადასხვა პრობლემის გადაწყვეტისათვის. გაგება აქ ყო-

ველთვის დამოკიდებულია სიტუაციასა და გადასაწყვეტ პრობლემებზე. გამოცდილ ფინანსისტ-ანალიტიკოსს და მენეჯერს საქმე აქვს სიტუაციის, როგორც რაოდენობრივ, ისე თვისებრივ შეფასებებთან, ამიტომ ისინი ვალდებული არიან ხშირად ცვალონ ანალიზის მეთოდები და მიდგომები.

ფინანსური მეცნიერების შესწავლა პერსპექტიულია ორი მოსაზრებით: ჯერ-ერთი, ცოდნის ნებისმიერი რთული სფეროს ათვისება იძლევა ინტელექტუალურ კმაყოფილებას და, მეორე, უფრო პრაგმატული შეხედულებით, ფინანსების დისციპლინის ღრმად შესწავლის მაღალანაზღაურებადი სამუშაოს მიღების საშუალებას იძლევა.

II.4. ფინანსების მართვის პროცესში გამოყენებული ინფორმაცია და მისი როლი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში

ყველა სახის ინფორმაცია, იქნება ეს ეკონომიკური, ფინანსური, საბაზრო და სააღრიცხვო-საანგარიშგებო ინფორმაცია მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ფინანსური სიტუაციების სწორად გაგებისა და მისი ეფექტიანი მართვისათვის. ის, ვინც იღებს ფინანსურ გადაწყვეტილებებს, აუცილებელია იცოდეს როგორ შეუდაროს მისაღები ფინანსური გადაწყვეტილებები ეროვნულ ეკონომიკურ პოლიტიკას. თავის მხრივ, კომპანიის დონეზე ფინანსური გადაწყვეტილებები ზეგავლენას ახდენენ როგორც ფინანსური (კაპიტალის ბაზრები), ისე რეალური (სასაქონლო) ბაზრების ფუნქციონირებაზე.

ეკონომიკური ინფორმაცია

ეროვნული ეკონომიკური პოლიტიკა და გადაწყვე-

ტილებები მემოქმედებას ახდენენ ფინანსების სფეროს მიზნებსა და გადაწყვეტილებებზე საქონლური და ფინანსური ბაზრების მეშვეობით. ფინანსების მართვის მიზნები მოკლედ ასახული იყო 1 თავში. ეროვნული ეკონომიკის მიზნები და მიდგომები, აგრეთვე ინფორმაცია ფინანსური ბაზრების შესახებ განხილულია ამ თავის მეორე და მესამე პარაგრაფებში.

აშშ 1946 წლის კანონმა „დასაქმების შესახებ" ჩამოაყალიბა ეკონომიკის ოთხი ძირთიადი მიზანი:

1. სრული დასაქმება;
2. ეკონომიკური ზრდა;
3. ფასების სტაბილურობის დონე;
4. საგადამხდელო ბალანსის წონასწორობა.

ეს მიზნები დადასტურებული იყო კანონით სრული დასაქმებისა და დაბალანსებული ზრდის შესახებ 1978 წ. (ჰემფრი-ჰოკინსის კანონი). ამ მიზნების მიღწევისათვის მთავრობას შეუძლია გამოიყენოს შემდეგი ინსტრუმენტები: ფულადი პოლიტიკა, ფისკალური პოლიტიკა, ფედერალური ბიუჯეტის დეფიციტის მართვა და ანტიტრესტული პოლიტიკა.

ეკონომიკური ცხოვრების მსვლელობაზე ფედერალური მთავრობა გავლენას ახდენს ფულადი და ფისკალური პოლიტიკის მეშვეობით. ფედერალური სარეზერვო სისტემა (ფსს) ფულადი პოლიტიკის რეალიზაციის ძირთიად ინსტრუმენტად იყენებს სააღრიცხვო განაკვეთს, საბანკო რეზერვების სავალდებულო სიდიდეს და ღია ბაზარზე ოპერაციებს.

აშშ-ის პრეზიდენტისა და კონგრესის ერთობლივი მართვის საგანია საგადასახადო განაკვეთების სიდიდე და სამთავრობო ხარჯები, რომელთა მეშვეობითაც შეიძლება მემოქმედება როგორც ერთობლივ მოთხოვნაზე, ისე ეკონომიკური ცხოვრების საერთო მსვლელობაზე.

კორპორაციათა ფინანსების რეგულირებაში განსაკუთრებული როლი აკისრია ფულად პოლიტიკას.

ცენტრალური ბანკის განკარგულებაში იმყოფება კრედიტის მართვის ოთხი ინსტრუმენტი, რომელთა საშუალებითაც ხორციელდება ფულადი პოლიტიკა:

1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის და ყიდვის ოპერაციები ღია ბაზარზე;
2. სააღრიცხვო განაკვეთის სიდიდის დადგენა;
3. საბანკო რეზერვების სიდიდის დადგენა;
4. ფასიანი ქაღალდების შეძენის ზღვრული ნორმატივის დადგენა.

ეს ინსტრუმენტები იყოფა ორ ჯგუფად: (1) რომლებიც ზემოქმედებენ ყველა ფინანსურ ბაზრებზე; (2) რომლებიც შეეხება ეკონომიკის მხოლოდ განსაკუთრებულ სფეროებს. 1-3 ინსტრუმენტი საერთო ხასიათისაა (ჯგუფი 1), ხოლო მე-4 ინსტრუმენტი – შერჩევითი მოქმედების.

ამ ინსტრუმენტების მთავარი ამოცანაა ზემოქმედება მოახდინონ ფულადი მასის მოცულობაზე (ფულადი მიწოდება), ანუ M_1 და M_2 აგრეგატებზე. M_1 აგრეგატი წარმოადგენს ფულადი მასის ტრადიციულ განსაზღვრას: ქაღალდის და ლითონის ფულს პლუს მოკითხვამდე ანაბრები საჩეკო ანგარიშები კომერციულ ბანკებში; საჩეკო სალაიო ანგარიშები საკრედიტო კავშირებში და შემნახველი ანგარიშები, საიდანაც ფული ავტომატურად გადაადგილდება საჩეკო ანგარიშებზე, მათი ამოწურვის შემთხვევაში. ორი ელემენტი ფლობს ტრადიციული შემნახველი ანგარიშების ზოგიერთ მახასიათებლებს, მაგრამ ამასთან, შეიძლება გამოყენებული იქნან მოთხოვნამდე ანაბრების სახით.

აგრეგატი M_2 – ეს არის M_1 აგრეგატის, შემნახველი ანაბრების უმეტესი ფორმების, ფულადი ბაზრის სასესხო ფონდების საშუალებათა ჯამი. M1 და M2 აგრეგატების ცვლილება უშუალო გავლენას ახდენს საპროცენტო განაკვეთზე, ხოლო არაპირდაპირ გავლენას – კომპანიების საბაზრო ღირებულებაზე, რის გამო ფინანსისტ-მენეჯერების აბსოლუტური ნაწილი დიდ დაინტერესებას იჩენენ მათ დინამიკაზე და ამ პოზიციებიდან მთავრობის მიმდინარე პოლიტიკაზე.

კორპორაციული ფინანსების სრულყოფაში მნიშვნელოვანი როლი აკისრია ფისკალურ პოლიტიკას.

მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების ოპტიმალური მართვა მოითხოვს ფისკალური პოლიტიკის ინსტრუმენტების: გადასახადებისა და სახელმწიფო ხარჯების შესწავლას, რომლებიც სერიოზულ გავლენას ახდენენ ფიზიკური პირების და კორპორაციების შემოსავლებზე.

გადასახადები არის პირდაპირი და არაპირდაპირი. პირდაპირ გადასახადებს მიეკუთვნება: პირადი საშემოსავლო გადასახადი და გადასახადი კორპორაციის შემოსავალზე. არაპირდაპირი გადასახადებია: გაყიდვებზე გადასახადი და დღგ (დამატებული ღირებულების გადასახადი). ყველა შემთხვევაში ამ გადასახადების გადამხდელი არიან მომხმარებლები, ამიტომ ისინი ფაქტობრივად გავლენას არ ახდენენ კომპანიის ღირებულების სიდიდეზე.

კორპორაციული ფინანსები დიდად არის დამოკიდებული ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, რომლებიც უდიდეს და უმცირეს მნიშვნელობებს აღწევენ მანამ, სანამ ისინი მოექცევა ერთობლივ ეკონომიკურ საქმიანობაში. ამის მაგალითებია საბინაო მშენებლობა და ხანგრძლივი მოხმარების საქონლის წარმოება (მაგალითად, ავეჯი და ავტომობილები). ზოგადად ხდება ისე, რომ საბინაო მშენებლობის ბაზრის ზრდის პარალელურად მიიღწევა საერთო-ეკონომიკური აღმავლობა, რაც განპირობებულია დაკვეთების რიცხვის ზრდით საცხოვრებელ ბინებზე, რაც თავის მხრივ, იწვევს საშენ მასალებზე მოთხოვნილების ზრდას და დამატებითი მუშახელის მოზიდვას. შესაბამისად, ავეჯზე მოთხოვნის ზრდას, მაგრამ ყველა ეს პროცესები მიდის განსაზღვრული ლაგ-ით (დროში შეყურება), რამდენადაც საჭიროა დრო იმისათვის, რომ ბინებზე მოთხოვნის ზრდის პირველი ნიშნები (ანუ ახალი მშენებლობის გაფართოება) აისახოს საერთო-ეკონომიკურ აღმავლობაზე.

აშშ-ის ეკონომიკური გამოკვლევების ეროვნული ბიურო რეკომენდაციით წამყვანს მიეკუთვნება ის მაჩვენებლები, რომლებიც წინ უსწრებენ, ან ჩამორჩებიან საერთო, ეკონომიკური დინამიკის მაჩვენებლებს სამი თვით ან ცოტა ნაკლებით, განიხილება როგორც დამთხვევა ეკონომიკური აქტივების მიმდინარე დონისა. წამყვანი მაჩვენებლების ინდექსი მოიცავს 12 მაჩვენებელს:

1. სამუშაო კვირის საშუალო ხანგრძლივობა მრეწველობაში, საათებში;
2. უმუშევრობის დაზღვევის მოთხოვნის საშუალოკვირეული მატება;
3. სამრეწველო სამომხმარებლო საქონელსა და მასალებზე ახალი დაკვეთების მოცულობა მუდმივ ფასებში;
4. ახალი საწარმოებისა და ორგანიზაციების შექმნის ინდექსი;
5. 500 მსხვილი კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების ფასების ინდექსი;

6. დაკვეთები შენობებზე, ნაგებობებსა და მოწყობილობაზე 1972 წლის ფასებში;

7. ახალი სახლების საძირკვლის ჩაყრაზე ნებართვის გაცემის მაჩვენებელი;

8. მიწოდების ხარისხი (კომპანიების პროცენტი, რომლებიც შესრულებულ დაკვეთებს ღებულობენ უფრო გვიან, ვიდრე მრეწველობა მთლიანად);

9. მარაგების მიწოდების და დაკვეთების წმინდა ცვლილება 1972 წლის ფასებში;

10. ფასების ცვლილება კონიუნქტურის ცვლილებისადმი მგრძნობიარე მასალებზე;

11. დაუფარავი სამომხმარებლო და კომერციული კრედიტის ერთობლივი მოცულობის ცვლილება;

12. ფულადი აგრეგატი M2 უცვლელ ფასებში.

წამყვანი ეკონომიკური მაჩვენებლების გამოყენება პროგნოზირების შედგენისათვის მოითხოვს ვარაუდებს ეკონომიკური ცვლილებების მიზეზებზე. სწორედ ამით განსხვავდება მოცემული მიდგომა ეკონომიკური მოდელებისაგან. იგი ეყრდნობა ეკონომიკური მაჩვენებლების სტატისტიკურად დაფიქსირებულ ურთიერთობას, რომელიც გამოიყენება საერთო-ეკონომიკური აქტივობის შემობრუნების წერტილების წინასწარ განჭვრეტისათვის. წამყვანი მაჩვენებლების გამოყენება წარმოადგენს რთული ამოცანის მომავლის წინასწარმეტყველების მარტივ გადაწყვეტას.

საფონდო ბირჟის კრახმა 1987 წ. 19 ოქტომბერს მძლავრად შეარყია წამყვანი ეკონომიკური მაჩვენებლები 1987 წლის ბოლო კვარტალში. აქციების კურსის ძლიერმა დაცემამ გამოიწვია მომხმარებელთა ნეგატიური რეაქცია. სამომხმარებლო ხარჯების შემცირებამ მიგვიყ-

ვანა მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) შემცირებამდე 1988 წ. პირველ კვარტალში. ეს მაგალითი ილუსტრირებას უკეთებს წამყვანი ეკონომიკური მაჩვენებლების როლის მნიშვნელობას.

მაკროეკონომიკაში ჩვენი მოკლე ექსკურსიდან ჩანს, რომ ფინანსების გაგება შეუძლებელია მთლიანად ეკონომიკის გაგების გარეშე.

II.5. ფინანსური ბაზრების შესახებ ინფორმაცია

ფინანსური ბაზრებიდან მიღებული ინფორმაცია საჭიროა კომპანიის სამეურნეო საქმიანობის შეფასებისათვის. საბაზრო ინფორმაციის პირველწყაროს წარმოადგენენ: საფონდო ბირჟა, ობლიგაციების ბაზარი, ოფციონებისა და ფიუჩერსების ბაზრები.

კომპანია უცხოური დაფინანსების მოზიდვისათვის უპირატესად უშვებს: ჩვეულებრივ აქციებს, ობლიგაციებს, პრივილეგირებულ აქციებს, კონვერტირებად ობლიგაციებს და კონვერტირებად პრივილეგირებულ აქციებს. გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები განთავსებულია ან კერძო ბაზრებზე (ბანკებისა და საბროკერო კანტორების მეშვეობით), ან ღია ბაზარზე. გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები შეიძლება იყოს საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობის საგანი, ან ნაკლებად ორგანიზებულ არასაბირჟო ბაზრებზე. აშშ ძირითადი საფონდო ბირჟები განლაგებულია ნიუ-იორკში (ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა და ამერიკის საფონდო ბირჟა). ბირჟისგარეშე ბაზარი წარმოადგენს კავშირებისა და ურთიერთობების ისეთ ქსელს, რომელიც სივრცეში არ არის ლოკალიზებული.

საბაზრო ინფორმაციის მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს აქციებისა და ობლიგაციების გაყიდვის ფასები და მოცულობები, ოფციონების კოტირებები. აშშ მთავარი ოფციონური ბაზრებია: ჩიკაგოს ოფციონური ბირჟა, ამერიკის საფონდო ბირჟა, ფილადელფიის საფონდო ბირჟა, წყნარი ოკეანის საფონდო ბირჟა და ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა.

ფინანსურ ბაზრებზე სასარგებლო ინფორმაციის წყაროს წარმოადგენენ აგრეთვე საპროცენტო განაკვეთები ან კორპორაციული ობლიგაციების რეალიზაციიდან შემოსავალი.

აქციების ბაზარი მოიცავს პირველად და მეორად ბაზრებს. პირველად ბაზარზე კომპანიები საკუთარი კაპიტალის გასადიდებლად ინვესტორებს სთავაზობენ პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი აქციების გამოშვებას.

მეორად ბაზარზე ინვესტორები ყიდიან და ყიდულობენ აქციებისა და ობლიგაციების უკვე განთავსებულ გამოშვებებს. ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე გარიგებისგან მიღებული შემოსავალი ეკუთვნის არა ემიტენტ კომპანიას, არამედ მათ მფლობელებს (გამყიდველებს). მეორადი ბაზრის დანიშნულებაა ლიკვიდობის უზრუნველყოფა ინვესტორებისათვის, რომლებიც პირველად ბაზარზე იძენენ ფასიან ქაღალდებს.მეორადი ბაზრის არსებობა იმიტომაც არის აუცილებელი, რომ მისი არარსებობა სერიოზულად შეურყევდა საფუძვლებს პირველადი ბაზრის ოპერაციებს და ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით კაპიტალის მოზიდვას. ინვესტორები დაინტერესებული არიან თავიანთი სახსრები ჩადონ ისეთ ფასიან ქაღალდებში, რომელთა ნაღდ ფულად გადაქცევას დაბრკოლება არ შეექმნება.

აქციების ბაზარი ავლენს თუ როგორ აფასებენ ინ-

ვესტორები სხვადასხვა კომპანიების ფასიან ქაღალდებს. ქაღალდების საბაზრო ფასი პირველად ბაზარზე დამოკიდებულია იმაზე თუ რა ხდება მეორად ბაზარზე. ხოლო ახალი გამოშვების ფასიანი ქაღალდების ფასი პირველად ბაზარზე განისაზღვრება შესაბამისი ფასით მეორად ბაზარზე.

კორპორაციები, ფედერალური მთავრობა და ადგილობრივი ხელისუფლება აწარმოებენ ობლიგაციების გამოშვებას გრძელვადიანი კაპიტალის მოზიდვის მიზნით. ბაზარზე განთავსებული ობლიგაციები შეიძლება იყოს გაყიდული ან შეძენილი მეორად ბაზარზე, რომელიც უზრუნველყოფს უკვე შესყიდული ობლიგაციების ლიკვიდობას.

არსებობს ობლიგაციების ორი მეორადი ბაზარი: კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი და სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი. კორპორაციული ობლიგაციების ემისიას ახდენენ რკინიგზის, ფინანსური, სამრეწველო, სანედლეულო და სხვა კომპანიები. ობლიგაციების სარისხი და საიმედობა შეიძლება იყოს განსხვავებული და ისეთი რეიტინგული სააგანტოები, როგორიცაა Moodys, Standart Poors, აფასებენ ობლიგაციების ხარისხს რისკიანობის შესაბამისად. ობლიგაციების ხარისხის აღმნიშვნელი ბალები აფასებენ ძირითადად რისკს (ალბათობას) იმისა, რომ ინვესტორი ვერ მიიღებს ემიტენტის მიერ დაპირებულ შემოსავალს, ან თუნდაც დაბანდებულ ფულს.

სახელმწიფო ობლიგაციებს უშვებს ფედერალური მთავრობა, შტატების და ადგილობრივი ხელისუფლება. ფედერალური მთავრობა გამოსცემს გრძელვადიან ობლიგაციებს (1-დან 25 წლამდე ვადით) და მოკლევადიან სახაზინო ვალდებულებებს (91-დან 182 თვემდე ვადით).

ობლიგაციები გამოიცემა აგრეთვე ისეთი სამთავრობო სააგენტოების მიერ, როგორიცაა: საბინაო კრედიტის ფედერალური სისტემა, ფედერალური ეროვნული იპოთეკური ასოციაცია, ფედერალური მიწათმოქმედების ბანკი და მსოფლიო ბანკი. ობლიგაციების ზოგიერთი გამოშვებები, რომელთა ემისიასაც ახდენენ სამთავრობო სააგენტოები, ღებულობენ აშშ მთავრობის პირდაპირ გარანტიას. სხვებს აქვთ არაპირდაპირი გარანტია, ასე, რომ მთლიანად მათი რისკიანობა არ იწვევს საშიშროებას.

მუნიციპალურ ობლიგაციებს გამოსცემენ შტატების და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების მთავრობების სააგენტოები. ფედერალურმა მთავრობამ გაათავისუფლა ამ ობლიგაციებიდან მიღებული შემოსავალი საგადასახადო დაბეგვრისაგან. სხვა სიტყვებით, ინვესტორის საპროცენტო შემოსავალი ამ შემთხვევაში არ იბეგრება ფედერალური საშემოსავლო გადასახადით, მოგვერკი შტატის საშემოსავლო გადასახადითაც. მაგრამ შემოსავალი ობლიგაციებზე ფასების ზრდიდან იბეგრება საშემოსავლო გადასახადით როგორც ფედერალურ, ისე ადგილობრივ დონეზე. რამდენადაც მუნიციპალური ობლიგაციების ემიტენტების სყიდვითუნარიანობა განსხვავებულია, რეიტინგული სააგენტოები ანხორციელებენ ამ ფასიანი ქაღალდების რანჟირებას ხარისხის მიხედვით.

ყველა სახის სახელმწიფო ობლიგაციებს აქვთ არასაბირჟო ანუ ბირჟის გარეშე ბაზარზე გასვლის შესაძლებლობა, სადაც ამ ობლიგაციებით ვაჭრობენ სპეციალიზირებული დილერები. ბანკები, მაგალითად, ვაჭრობენ მუნიციპალური ობლიგაციებით იმიტომ, რომ გლასსტიგოლის კანონის (1933 წ.) საფუძველზე მათ დახურული აქვთ დაშვება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, მაგრამ, ამასთან, ისინი ხშირად ასრულებენ კომერციულ

ოპერაციებს ადგილობრივი მთავრობების სააგენტოებთან ერთად.

ინფორმაცია სხვადასხვა გამოშვების ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების შესახებ საშუალებას აძლევს საფინანსო მენეჯერს შეაფასოს კაპიტალის არა მარტო მიმდინარე, არამედ მომავალი ხარჯები.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურაში თავისი გამოკვეთილი ადგილი უკავია ოფციონების ბაზარს.

ოფციონებით ვაჭრობა აქციებზე დაიწყო 1973 წ. 26 აპრილს ჩიკაგოს ოფციონების ბირჟაზე. ღღეს აქციებზე ოფციონებით ვაჭრობენ ნიუ-იორკის, ამერიკის, ფილადელფიის და წყნარი ოკეანის საფონდო ბირჟებზე. კომპანიების უმრავლესობა, რომელთა აქციები წარმოადგენენ ოფციონური ვაჭრობის საგანს, რეგისტრირებულია ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე. საქმე იმაშია, რომ ესენი ყოველთვის მსხვილი კომპანიებია, აქციონერების დიდი რიცხვით, რომლებსაც ოფციონების საშუალებით დაიცვან თავიანთი ინვესტიციები. ამ ბაზრებზე ოფციონებზე ჩამოყალიბებული ფასები ასახავენ ინვესტორების მოკლევადიან ვარაუდებს აქციის კურსის მოძრაობაზე.

განვიხილოთ სხვა დანარჩენი ბაზრები

სასაქონლო და ფინანსური ფიუჩერსებით ვაჭრობენ არა მარტო ბირჟაზე და ჩიკაგოს სასაქონლო ბირჟაზე. აქ ვაჭრობენ არა მარტო ისეთი ტრადიციული საბირჟო საქონლით, როგორიცაა მარცვალი და ღორის ხორცი, არამედ, აგრეთვე ფინანსური ფიუჩერსებით და ფიუჩერსული კონტრაქტებით საფონდო ინდექსების საფუძველზე, ოფციონებით ფინანსურ კონტრაქტებზე, სავალუტო ოფიცონებით და სხვ. ინფორმაცია გარიგების ფასის და მოცულობის შესახებ აუცილებელია ფინანსური მენეჯერისათვის.

კორპორაციების ფინანსურ მართვაში განსაკუთრებით გამოირჩევა პერიოდული ანგარიშების ანალიზი და სათანადო დასკვნებისა და გადაწყვეტილებების მიღება.

კორპორაციების წლიური და კვარტალური ანგარიშები მოიცავენ: საბალანსო აღრიცხვას, შემოსავლების აღრიცხვას, გაუნაწილებელი მოგების გამოყენების შესახებ ანგარიშს და ანგარიშს სახსრების წყაროებისა და გამოყენების შესახებ. ზემოთ აღნიშნული ანგარიშების მონაცემები გამოიყენება ფინანსური მაჩვენებლის გამოსათველელად, ფინანსური ოპერაციების დაგეგმვის და ანალიზისათვის.

კომპანიის საბალანსო ანგარიშები ეს არის კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის აღწერა საანგარიშგებო პერიოდში (წელი ან კვარტალი). ბალანსის მეთოდოლოგია ეფუძნება შემდეგ ტოლობას:

ერთობლივი აქტივები=ერთობლივი
ვალდებულებები+აქციონერული კაპიტალი

ბალანსის მარცხენა ნახევარი ასახავს საბრუნავ აქტივებს, გრძელვადიან აქტივებს (შენობები, ნაგებობები, მოწყობილობები) და სხვა აქტივებს. ბალანსის მარჯვენა ნახევარი კი ასახავს მიმდინარე ვალდებულებებს, გრძელვადიან ვალს და აქციონერულ კაპიტალს.

შედარებითი ბალანსი მოიცავს რამდენიმე წლის მონაცემებს, ამოწერილის მიმდევრობით, პროცენტულ ფორმაში და წარმოადგენს სასარგებლო ინსტრუმენტს ინვესტიციების დინამიკის ანალიზისა, ან ფინანსური პოლიტიკისათვის.

შემოსავლის ანგარიში, ანუ მოგებისა და ზარალის ანგარიში (income statement), მოიცავს მონაცემებს სამეურნეო საქმიანობის შესახებ საანგარიშო პერიოდში. ანგარიში შემოსავლებზე დაწვრილებით აშუქებს საბალანსო ანგარიშის ერთ-ერთ პოზიციას: კომპანიის მიერ განხორციელებული ოპერაციის გემოქმედებას გაუნაწილებელი, ანუ დაგროვილი მოგების სიდიდეზე. ამ ანგარიშის მნიშვნელობა იმაში მდგომარეობს, რომ იგი საშუალებას იძლევა დავადგინოთ კომპანიის მომგებიანობის ან ზარალიანობის წყაროები.

ანგარიში შემოსავლებზე დგება წლიურ, კვარტალურ და თვიურ პერიოდებში. კვარტალური და თვიური ანგარიშები გამოიყენება კომპანიის შიგნით გაყიდვების მოცულობის და მოგების სიდიდის შესაფასებლად, ხარჯების კონტროლის და გრძელვადიანი მიზნების მიღწევაში წარმატებების შეფასებისათვის. მაგალითისათვის ავიღოთ General Motors შედარებითი ანგარიში შემოსავლების შესახებ 1984 და 1985 წწ. ანგარიშის პირველ პუნქტზე ნაჩვენებია ნეტო-ამონაგები რეალიზაციიდან. რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგებიდან გაყიდული პროდუქციის თვითღირებულების, საოპერაციო ხარჯების, პროცენტზე გადახდების ხარჯების და საშემოსავლო გადასახადის გამოკლებით ჩვენ ვღებულობთ წმინდა შემოსავალს. წმინდა შემოსავლის სხვადასხვა მეთოდებით გაანგარიშებისას ჩვენთვის ცნობილი ხდება განსხვავებული შედეგები. ზოგიერთი მეთოდი მოიცავს საქონლის გაყიდვებით, მარაგების გაყიდვებით გამოწვეული დანაკარგების გაანგარიშებას და გადარიცხვებს საპენსიო ფონდში. თითოეული ამ პოზიციებიდან არსებით გავლენას ახდენს მოგების სიდიდეზე.

კომპანიის მიერ გამოყენებული ანგარიშის მეთოდი დეტალურადაა აღწერილი თანდართულ წერილში, რომელიც თან ერთვის ფინანსურ ანგარიშს. კომისიის მიერ ფასიან ქაღალდებზე და ბირჟებზე მომზადებული ან-

გარიშები – 10 K და 10 Q – ასევე მოიცავს დეტალურ სააღრიცხვო ინფორმაციას. საერთოდ, ფასიანი ქაღალდების სპეციალისტებმა და ინვესტორებმა არა მარტო უნდა იცოდნენ თუ რას წარმოადგენს საანგარიშგებო ინფორმაცია, არამედ მათ უნდა ესმოდეთ აღრიცხვის მეთოდებიც. ამრიგად, აქციის კურსის დადგენის პროცესში აისახება კომპანიის ანგარიშების არა მხოლოდ შინაარსი, არამედ ხარისხიც.

აქციებიდან მიღებული მოგების სიდიდესა და აქციებზე გაცემული დივიდენდების მონაცემები მიიღება შემოსავლების ანგარიშიდან. ორივე სიდიდე მეტად მნიშვნელოვანია ფინანსური ანალიზისათვის. იმიტომ, რომ კომპანიის უნარი დივიდენდის ანაზღაურებისათვის, დამოკიდებულია მისი შემოსავლების და მოგების მიღების უნარზე.

კორპორაციათა ფინანსების მართვაში ხელშემწყობ საინფორმაციო მასალებიდან განსაკუთრებული მნიშვნელობისაა ბალანსის ანგარიში: „ფულადი სახსრების წყაროებისა და მათი გამოყენების შესახებ“.

კორპორაციის ფინანსური შედეგების ანალიზით დაზუსტებული უნდა იქნეს ფულადი საშუალებების რესურსების მობილიზაციისა და მობილიზებული სახსრების გამოყენების ეფექტიანობა. სახსრების გამოყენება გამოიხატება აქტივების მიმართ მოთხოვნილებების შემცირებაში, ან აქტივების ღირებულების გადიდებაში.

წლიური ანგარიშის ზემოაღნიშნული ფორმა იძლევა გრძელვადიანი ოპერაციების შედეგებს, რომლებიც გავლენას ახდენს კორპორაციაში არსებულ სახსრებზე. ასეთებია: წმინდა შემოსავალი, ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციიდან მიღებული შემოსავალი, დივიდენდის დავალიანებათა დაფარვა, კომერციული ბანკებიდან მიღებული და ანაზღაურებული სესხები, ინვესტიციები ძირითად აქტივებში. ეს ანგარიში ასახავს ფინანსურ, საინვესტიციო და სადივიდენდო პოლიტიკის არსებით ასპექტებს და წარმოადგენს ფინანსური ანალიზისა და დაგეგმვისათვის მნიშვნელოვანი მონაცემების წყაროს.

ფინანსური რესურსების ანალიზის წყაროდ შეიძლება გამოყენებული იქნეს ანგარიში ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ. ეს დოკუმენტი არ არის აუცილებელი დაემთხვეს სახსრების წყაროებისა და გამოყენების ანგარიშის მონაცემებს იმის გამო, რომ იგი გამოხატავს რეალური გადახდებისა და შემოსავლების თანხებს და დროს.

კორპორაციის სამეურნეო-საფინანსო საქმიანობის ანალიზისათვის მნიშვნელოვან მონაცემებს იძლევა ბალანსის ანგარიში – **გაუნაწილებელი მოგების შესახებ.** როგორც წესი, მოგების ნაწილს კომპანია არ იხდის დივიდენდების სახით და იტოვებს ინვესტიციებისათვის. ანგარიში გაუნაწილებელი მოგების შესახებ ადვილია გასაგებად, თუ შევხედავთ მას, როგორც საბალანსო ანგარიშსა და შემოსავლებზე ანგარიშს შორის კავშირის საშუალებას. მასში მოტანილია მონაცემები კომპანიის ფულადი სახსრების ოდენობის ცვლილებაზე საანგარიშო პერიოდში. გაუნაწილებელი შემოსავლების სიდიდეზე გავლენას ახდენს ორი ცვლადი: წმინდა შემოსავალი, რომელიც სახსრების წყაროს წარმოადგენს და დივიდენდებზე გადახდები ამ წყაროდან. ზოგადად ფინანსურ ექსპერტებს და ინვესტორებს უფრო მოსწონთ სიტუაციები, როცა წმინდა შემოსავლის სიდიდე აღემატება დივიდენდებზე გადახდების ხარჯებს.

ანგარიშში გაუნაწილებელი მოგების შესახებ აისახება სადივიდენდო პოლიტიკა. აქ შეიძლება დავინახოთ

როგორ იყოფა წმინდა შემოსავალი სადივიდენდო გადასახდელებად და საინვესტიციო ფონდებად. **გაუნაწილებელი მოგება წარმოადგენს საინვესტიციო სახსრების შინაგან წყაროს და ამიტომ ძალიან მნიშვნელოვანია მისი შემდგომი ბრდისათვის.**

ფინანსური ანგარიშები უჩვენებს კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას დროის გარკვეულ მომენტში, აგრეთვე ამ მდგომარეობის ცვლილებას წინა პერიოდში. ფინანსების მართვის პოზიციებიდან ამ ანგარიშების ჭეშმარიტი სარგებლიანობა იმაში გამოიხატება, რომ მათ საფუძველზე შესაძლებელია მომავალი შემოსავლებისა და დივიდენდების, აგრეთვე ერთისა და მეორის შეფასებისას შეცდომის რისკის პროგნოზირება.

ქვემოთ ჩვენ განვიხილავთ ფინანსური კოეფიციენტების სტატიკურ ანალიზს.

ფინანსური კოეფიციენტები გამოიყენება დინამიკური მწკრივების აგებისათვის, რომლებიც საშუალებას იძლევიან შევაფასოთ კომპანიის ცვლილებები დროში. მათ საფუძველზე შესაძლებელია სხვადასხვა სიდიდის კომპანიების შედარება, აგრეთვე, რაც ძალიან მნიშვნელოვანია, კომპანიის მაჩვენებლები შევადაროთ რაღაც ეტალონს.

ფინანსური კოეფიციენტების ინტერპრეტაცია ურთიერთკავშირშია იმათ მდგომარეობასა და პერსპექტივებთან, ვინც იგი აწარმოვა. ფინანსური კოეფიციენტებით სარგებლობენ: ბანკირები, ობლიგაციების მფლობელები, აქციონერები და მმართველები. თუ წავაწყდებით კოეფიციენტების დადებით ან არასასურველ შეფასებას, მნიშვნელოვანია ვიცოდეთ იმის პოზიციაც, ვინც მონაწილეობას ღებულობდა მათ შეფასებაში. მაგალითად, ორგანიზაცია, რომელიც იძლევა მოკლევადიან კრედიტს, მთავარ ყურადღებას აქცევს ლიკვიდობის მაღალ მაჩვენებლებს და, როგორც წესი, უგულვებელყოფს მომგებიანობის შეფასებებს, მაშინ, როცა აქციონერი, პირიქით, თვლის დაინახოს მაღალი მომგებიანობა და ლიკვიდობის დაბალი მაჩვენებელი. იმისათვის, რომ შევაფასოთ და ვიმსჯელოთ ფინანსური კოეფიციენტების მნიშვნელობაზე, საჭიროა მხედველობიდან არ გამოგვრჩეს კორპორაციის მიზნები და პერსპექტივები.

არსებობს ფინანსური მაჩვენებლების რამდენიმე კატეგორია, რომელთაგან ყველაზე მნიშვნელოვანია:

1. ლიკვიდობის მაჩვენებლები;
2. საქმიანი აქტივობის მაჩვენებლები;
3. კაპიტალის სტრუქტურის მაჩვენებლები;
4. მომგებიანობის მაჩვენებლები;
5. საბაზრო ღირებულების მაჩვენებლები.

ლიკვიდობა – ეს არის კომპანიის უნარი გადაიხადოს თავისი ვალდებულებები და განახორციელოს საწარმოო ხარჯები. როგორც წესი, საკითხი ეხება მოკლევადიან ვალდებულებებს ერთწლიანი დაფარვის ვადით. ლიკვიდობის დონის განსაზღვრისათვის გამოიყენება სხვადასხვა კოეფიციენტები. **დაფარვის კოეფიციენტში** (საბრუნავი აქტივების შეფარდება მიმდინარე ვალდებულებებთან) მრიცხველი მოიცავს საბრუნავ აქტივებს (ფულადი სახსრები, მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდები, დებიტორული დავალიანება, ფულად-სასაქონლო მარაგები, მომავალი პერიოდის ხარჯები), მაშინ, როცა მნიშვნელი მოიცავს მიმდინარე ვალდებულებებს (კრედიტორული დავალიანება, დივიდენდები, საგადასახადო დავალიანება, რომლებიც ექვემდებარება დაფარვას ერთი წლის ვადაში და ბანკის მოკლევადიანი სესხები).

ლიკვიდობის მეორე მაჩვენებელს წარმოადგენს

ლიკვიდობის კოეფიციენტი (მარაგებისა და დაუმთავრებელი წარმოების გარეშე საბრუნავი აქტივების შეფარდება მიმდინარე ვალდებულებებთან).

საქმიანი აქტივობის მაჩვენებელი, ანუ ბრუნვის კოეფიციენტები განსაზღვრავს აქტივების გამოყენების ეფექტიანობას. სასაქონლო-მატერიალური მარაგების ბრუნვადობა – ესაა მარაგების და გაყიდვების მოძრაობის შეფარდებითი სიჩქარის მაჩვენებელი.

დებიტორული დავალიანება (ანგარიშები მისაღებად) წარმოიქმნება საქონლის განვადებით გაყიდვის შედეგად. დებიტორული დავალიანების გაყოფით რეალიზებული პროდუქციიდან ამონაგებზე, ხოლო შემდეგ მიღებული რიცხვის გაყოფით 360, მივიღებთ სასაქონლო კრედიტის დაბრუნების საშუალო ვადას.

აქტივების გამოყენების კოეფიციენტი, ანუ ერთობლივი აქტივების გამოსყიდვის კოეფიციენტი გვიჩვენებს რა ვადით დაფარავს კორპორაცია აქტივების ღირებულებას წლის განმავლობაში პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგებით. ამ კოეფიციენტის ანალიზის დროს ყურადღება უნდა მიექცეს რენტაბელობის ნორმას (წმინდა შემოსავლის შეფარდება მთლიან ამონაგებ თანხასთან) იმიტომ, რომ კომპანიებს შეუძლიათ მიაღწიონ აქტივების გამოყენების კოეფიციენტების ამაღლებას – მოცემული კოეფიციენტის შემცირებით.

ძირითადი კაპიტალის გამოსყიდვის კოეფიციენტით იზომება, თუ ერთობლივი ამონაგები რა პერიოდში დაფარავს კაპიტალური აქტივების – შენობების, ნაგებობების, მოწყობილობების ღირებულებას.

კაპიტალის სტრუქტურის მაჩვენებლები ისაზღვრება დაფინანსების თანაფარდობით საკუთარი წყაროებიდან და საგარეო სახსრების ხარჯზე. კაპიტალის სტრუქ-

ტურის გასაზომად გამოიყენება კოეფიციენტები, „მესაკუთრეთა კვოტები“, დავალიანებისა და პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტები.

აქტივების შემოსავლიანობის ნორმა განსაზღვრავს მათი გამოყენების ეფექტიანობას. მრიცხველში თავსდება შემოსავალი პროცენტისა და გადასახადების გამოკლებით. ასეთი მაჩვენებლის შერჩევა ნაკარნახევია იმით, რომ გათვალისწინებული იქნეს გადასახადების შემცირება კრედიტზე პროცენტების გადახდის პროპორციულად. აქ საგადასახადო შეღავათების სიდიდე ჩართულია წმინდა შემოსავალში.

სააქციონერო კაპიტალის შემოსავლიანობის ნორმა გვიჩვენებს რამდენად ეფექტიანად მართავს კომპანია სააქციონერო კაპიტალს. დაბოლოს, რენტაბელობის ნორმა გვიჩვენებს პროდუქციის რეალიზაციის სფეროში წარმოქმნილ მოგებას პროცენტულ გამოხატულებაში.

საბაზრო ღირებულების მაჩვენებლებით განისაზღვრება კორპორაციის ფინანსური მდგომარეობა და იგი ანალიტიკოსებისა და ინვესტორების მიერ უპირატესად გამოიყენება საბირჟო ფასების დასადგენად. როგორც წესი, კომპანიის მომგებიანობა აისახება ფასიანი ქაღალდების ღირებულებაში.

კორპორაციათა ფინანსური მართვის საინფორმაციო ბაზა მაშინ იქნება სრულყოფილი, თუ ფინანსური მენეჯმენტის სამსახური გაითვალისწინებს თანამედროვე ფინანსურ თეორიაში მიღწეულ წარმატებებს.

კორპორაციული ფინანსების ანალიზი მოითხოვს თანამედროვე „პორტფელური თეორიის“ შესწავლას, რომლის ფუძემდებელია ნობელის პრემიის ლაურეატი გარი მარკოვიცი (1990 წ.). მან 1982 წელს შეიმუშავა მათემა-

ტიკური მოდელი, რომლითაც ინვესტორებს შეუძლიათ შემოსავლიანობის დაწესებული ნორმის პირობებში მაქსიმალურად შეამცირონ რისკი. მარკოვიცის მოდელი შედის ფინანსების თეორიის საფუძვლებში და ფართოდ გამოიყენება საინვესტიციო პორტფელის მართვის სპეციალისტთა პრაქტიკაში.

მეორე ნობელის პრემიის ლაურეატმა უილიამ შარპმა (1990 წ.) გამოიყენა მარკოვიციის კვლევის შედეგები ფინანსური აქტივების ფასწარმოქმნაში და დაასაბუთა, რომ თითოეული სარისკო აქტივის მიწოდება-მოთხოვნის წონასწორობის უზრუნველსაყოფად მისგან მოსალოდნელი შემოსავლის მაჩვენებელს უნდა გააჩნდეს სპეციფიკური სტრუქტურა. შარპის აქტივების სტრუქტურის თეორია თანამედროვე პირობებში ფართოდ გამოიყენება ფინანსების თეორიისა და პრაქტიკის მთელ რიგ სფეროში რისკის ხარისხის რეგულირების საფუძვლად.

რაც შეეხება ნობელის პრემიის ლაურეატის მერტონ მილერის (1990 წ.) დამსახურებას კორპორაციათა ფინანსების თეორიის განვითარებაში, იგი მდგომარეობს კორპორაციათა სადივიდენდო პოლიტიკისა და ფირმის ნასესხობის პოლიტიკაში. ე.წ. მოდილიან-მილერის თეორია წარმოადგენს კორპორაციული ფინანსების თანამედროვე კორპორაციული ფინანსების თანამედროვე თეორიას.

საკონტროლო კითხვები

1. როგორ განვსაზღვროთ, რომელი ფირმა წარმოადგენს კორპორაციას?

2. რა განაპირობებს ფირმის მმართველობის ფუნქციებიდან საკუთრების უფლებების გამოყოფას?

3. რატომ ანიჭებენ კორპორაციის მენეჯერები უპირატესობას აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაციის მიღწევას მოგების მაქსიმიზაციასთან შედარებით?

4. რაში გამოიხატება კორპორაციის ფინანსური მიზნები?

5. რა თავისებურებები ახასიათებს ბიზნესის ორგანიზაციის კორპორაციულ ფორმას?

6. რა ფაქტორები მოქმედებს კორპორაციის შემოსავლიანობის განაკვეთის დონეზე?

7. რით არის განპირობებული კომპანიის აქციის საბაზრო ფასი, როგორც წესი, განსხვავდება საბალანსო ღირებულებისგან?

8. რა ძირითადი ფინანსური კოეფიციენტები გამოიყენება კორპორაციის საქმიანობის ანალიზისათვის?

თემა III
ღირებულება და ინვესტიციების დაგეგმვა

III.1. მიმდინარე ღირებულება: კონცეფცია და მეთოდები

ჩვეულებრივად კორპორაციაში წარმატებების კრიტერიუმად ღირებულება გამოდის: ნებისმიერი გადაწყვეტილება, რომელიც უზრუნველყოფს ფირმაში აქციონერთა ღირებულების წილს, ხდის მათ უფრო მდიდარს. ფინანსური მართვის წარმატების საიდუმლო ღირებულების გრდაშია.

როგორც წესი, კორპორაცია (კომპანია) სახსრების ინვესტირებას ახდენს სხვადასხვა რეალურ აქტივებში. რეალურ აქტივებს მიეკუთვნება მატერიალური აქტივები: შენობა-ნაგებობები, მანქანა-დანადგარები, მანქანა-მოწყობილობები და არამატერიალური აქტივები: მენეჯერებთან კონტრაქტი, პატენტები.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების, ანუ გრძელვადიანი დაბანდებების დაგეგმვის შესახებ გადაწყვეტილებების მიზანია ისეთი აქტივების გამონახვა, რომელთა ღირებულება ამ აქტივების შეძენისათვის გაღებულ თანხებზე მეტი იქნება.

ნორმალურად ფუნქციონირებად აქტივების ბაზარზე მათი ღირებულება საბაზრო ფასს ემთხვევა.

ზოგიერთ შემთხვევაში აქტივების ღირებულების გამოანგარიშება მარტივია, განსაკუთრებით აქტივების ბაზრისა და სპეციალური შემფასებლების ხელშეწყობით. მაგრამ ხშირ შემთხვევაში ღრმად უნდა ჩავწვდეთ მოვლენის არსში. ჯერ-ერთი, მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, რო-

გორ წარმოებს აქტივების ღირებულების ფორმირება სრულყოფილი ბაზრის პირობებში. მაგალითად, მრავალსართულიანი სახლი 250 ათასი დოლარი ღირს და არა მეტი (ნაკლები) და, მეორე, კორპორაციათა აქტივების ბაზარი ძალიან სუსტძალოვანია.

კომპანია ყოველთვის ეძებს იმ აქტივებს, რომელიც მისთვის სხვა კომპანიებთან შედარებით მეტ ღირებულებას წარმოადგენს. მაგალითად, მრავალბინიანი სახლის ღირებულება ერთი კომპანიისათვის მეორესთან შედარებით უფრო მეტი იქნება, თუ იგი მას უფრო ეფექტიანად გამოიყენებს. ამ შემთხვევაში ანალოგიური სახლების ფასების ცოდნა ვერ დაეხმარება კომპანიას განსაზღვროს საკუთარი მრავალბინიანი სახლის ღირებულება თავისივე მართვის პირობებში. აქ საჭიროა იმის ცოდნა, თუ როგორ დგინდება აქტივებზე ფასები. ამისათვის აუცილებელია ღირებულების თეორიის ცოდნა.

დავუშვათ, რომ თქვენ მოგცეს წინადადება: როგორ გირჩევნიათ მიიღოთ 1000 ლარი დღეს, თუ ერთი წლის შემდეგ? რა თქმა უნდა, თქვენ აირჩევთ პირველს, თუნდაც მასზე ღღეისთვის საჭიროება არც კი გქონდეს. თქვენ შეიძლება ფული დააბანდოთ და ერთი წლის შემდეგ ყოველგვარი რისკის გარეშე მიიღო 1000 ლარი პროცენტით. შეგიძლიათ იყიდოთ სახელმწიფო ობლიგაცია ერთი წლის შემდეგ დაფარვის პირობით. თუ მასზე წლიური შემოსავალი იქნება 10%, მაშინ დღევანდელი 1000 ლარი ერთი წლის შემდეგ იქნება 1100 ლარი. მარტივად რომ ვთქვათ, დღევანდელი ლარი მომავალ ლარზე ძვირია. ამას ორი მიზეზი გააჩნია: 1. ადამიანის ბუნება ისეთია, რომ მოთხოვნილების დაუყოვნებლივი დაკმაყოფილება მისთვის უფრო ფასეულია, ვიდრე მისი დაკმაყო-

ფილება მომავალში. 2. ლარის მსყიდველობითუნარიანობას ინფლაცია ამცირებს მით უფრო ძლიერად, რაც უფრო იგი დიდხანს იმყოფება ნაღდი ფულის სახით. ამიტომ ჩვენ ვამბობთ, რომ ფულის ღირებულება კავშირშია დროსთან. ფულის ღირებულების კავშირი დროსთან გამოიხატება პროცენტის არსებობაში.

საყურადღებოა, რომ ინფლაციის არარსებობის პირობებშიც ფულს კავშირი აქვს დროსთან, იმდენად, რამდენადაც ყოველთვის არსებობს ფულის მომგებიანად დაბანდების შესაძლებლობა.

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

ისმის კითხვა: სესხებზე რატომ იხდიან პროცენტს, თუნდაც ინფლაციის არარსებობის პირობებში? ამას ორი მიზეზი გააჩნია: ლიკვიდობის უპირატესობის თეორია და მიმდინარე მოთხოვნილების თეორია.

ლიკვიდობის უპირატესობის თეორია ამტკიცებს, რომ გონიერი, ჭკვიანი ადამიანი ყოველთვის მიისწრაფის აირჩიოს უფრო ლიკვიდური აქტივები. იმის გამო, რომ ფული ყველაზე უფრო ლიკვიდური აქტივია, პროცენტი განხილული უნდა იქნეს, როგორც, ლიკვიდური სახსრების გადადებული გამოყენების გამო, ჯილდო.

მიმდინარე მოთხოვნილების თეორია ამტკიცებს, რომ ადამიანები ცდილობენ აქტივები დღესვე გამოიყენონ მომავალში გამოყენების საპირისპიროდ და შეუძლიათ თავი შეიკავონ აქტივების დაუყოვნებლივ მოხმარებისაგან მხოლოდ იმის იმედით, რომ მომავალში გაიზრდება საპროცენტო შემოსავალი.

კრედიტორები პროცენტებში სტიმულს ხედავენ, მომსმარებლებს აიძულებენ დროის გარკვეულ პერიოდში უარი თქვან თავიანთი სახსრების გამოყენებაზე. მსესხებელი პროცენტში ხედავს სარენტო გადასახდელს ამ სახსრების დაუყოვნებლივი გამოყენების პრივილეგიისათვის, ის იძულებული იქნება ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე დააგროვოს სახსრები.

ყოველივე ზემოაღნიშნულის საილუსტრაციო შეიძლება მოვიტანოთ ჩვენს მიერ ადრე ფიქსირებული შემდეგი მაგალითი: თუ რისკისაგან თავისუფალი წლიური საპროცენტო განაკვეთი 10%-ია, მაშინ დღევანდელი 1000 ლარი ერთი წლის შემდეგ ეღირება 1100 ლარი. ეს ასე გამოიანგარიშება:

$$(1+ 0,10) \times 100 = 1\ 100 \text{ ლარი}$$

აღნიშნული ჩვენ შეგვიძლია ისე გარდავქმნათ, რომ მივიღოთ მომავალი 1000 ლარის მიმდინარე ღირებულების სიდიდე, ე.ი. მომავალი შემოსულობის დღევანდელი ღირებულება. ამისათვის, აუცილებელია გამოვითვალოთ ის თანხა, რომელიც დღეს უნდა განთავსდეს ინვესტიციებში, რომ ერთი წლის შემდეგ მივიღოთ 1000 ლარი:

$$1000:1,1=909,1 \text{ ლარი}$$

ამრიგად, 10%-იანი განაკვეთის პირობებში მომავალი შემოსულობის მიმდინარე ღირებულება, ე.ი. 1000 ლარისა იქნება 909,1 ლარი.

დღევანდელი ღირებულების გამოთვლის პროცედურის შესწავლა დავიწყოთ მარტივი მაგალითით. დავუშვათ, რომ ფირმას ან ადამიანს გააჩნია შესაძლებლობა დღეს დააბანდოს C_0 ლარი და პერსპექტივაში ერთი

წლის შემდეგ მიიღოს C_1 ლარი. დავუშვათ, უკრიზისო პროცენტი ტოლია r-ის. აღნიშნული დაბანდების შესაფასებლად აუცილებელია ვიცოდეთ მიმდინარე C_1 ლარის მომავალი შემოსავალი. საერთოდ, დღეს დაბანდებულ ყოველ ლარზე r საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ერთი წლის შემდეგ ჩვენ მივიღებთ:

1 ლარის მომავალი ღირებულება = (1+ r)

(1+ r) გამოსახულება ფინანსური ანალიზისათვის უმნიშვნელოვანესი ცვლადია და გააჩნია თავისი სახელწოდება: **შეფარდებითი სიმდიდრე და იგი წარმოადგენს მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრის შემადგენელ ნაწილს.** აქედან გამოდის, რომ ლარის მიმდინარე ღირებულება, რომელიც ერთი წლის შემდეგ უნდა იქნეს მიღებული, შეადგენს:

1 ლარის მიმდინარე ღირებულება=1: (1 + r).

დავუშვათ 1000 ლარის მიმდინარე ღირებულება ერთი წლის შემდეგ ნაკლები უნდა იყოს მიმდინარე 1000 ლარზე, იმის გამო, რომ დღევანდელი ლარი უფრო დიდია, ვიდრე გუშინდელი. ამის მიზეზია ის, რომ დღევანდელი ინვესტირებული ლარი დაუყოვნებლივ იწყებს შემოსავლის მოცემას პროცენტის სახით. **ეს არის ფინანსების თეორიის პირველი ძირითადი პრინციპი.**

განვადებული შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება შეიძლება განვსაზღვროთ თანხის დისკონტირების კოეფიციენტზე გამრავლებით, რომლის მნიშვნელობა 1-ზე ნაკლებია (თუ კოეფიციენტი იქნება 1-ზე მეტი, მაშინ ლარი დღეს უფრო ნაკლები ეღირება, ვიდრე ხვალ).

თუ ეს თანხა დადებითია, მაშინ ინვესტიციას აზრი აქვს.

ახლა ავიღოთ სხვა მაგალითი: დავუშვათ თქვენ მიიღეთ წინადადება ჩადოთ დღეს ინვესტიციაში 1000 ლარი, იმ ვარაუდით, რომ ერთი წლის შემდეგ მიიღოთ 1100 ლარი, რომლის უკრიზისო საპროცენტო განაკვეთი ტოლია 8-ის, ე.ი. r = 0,08. ჩავსვათ ეს ციფრები ზემოთ მოტანილ ფორმულაში: C_0=-1000 ლარი, C_1=1100 ლარი, მაშინ მომავალი 1 100 ლარის მიმდინარე ღირებულება ტოლი იქნება:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1+r} = -1000 + 1018{,}52 = 18{,}52$$

ასეთი საინვესტიციო შესაძლებლობა თქვენ გაძლევთ საშუალებას თქვენი დღევანდელი სიდიდე გაზარდოთ 18,52 ლარით, ან სხვანაირად, C_0 – არის ინვესტიცია, და, შესაბამისად, ფულადი საშუალებების უკუღება.

ჩვენს მაგალითში იგი იქნება (1000-18,5) 981,5 ლარი.

ამრიგად, მიმდინარე ღირებულება წარმოადგენს აქტივების ღირებულების საშუალებას. როგორც ვნახეთ, მიმდინარე ღირებულების გამოანგარიშება მარტივია. მხოლოდ საჭიროა ფულადი საშუალებების მომავალი ნაკადის დისკონტირება მოვახდინოთ ჩვეულებრივი განაკვეთის შესაბამისად, რომელსაც ჩვეულებრივ ეწოდება ალტერნატიული ხარჯები, ან შემოსავლიანობის ზღვრული ნორმა:

$$PV = \frac{C_1}{1+r}$$

თუ C_1-ით აღვნიშნავთ 1 წლის პერიოდის მოსალოდნელ შემოსავალს, მაშინ:

მიმდინარე ღირებულება (PV) =
= დისკონტირების კოეფიციენტი x C_1

$$\text{დისკონტირების კოეფიციენტი} = \frac{1}{1+r}$$

სადაც r – არის შემოსავლიანობის ნორმა და წარმოადგენს ჯილდოს, რომელსაც მოითხოვს ინვესტორი ნაწილ-ნაწილ გადახდის წესით.

აქედან გამომდინარე, მომავალი (C_1) ლარების მიმდინარე ღირებულება (PV) იქნება:

$$PV = \frac{C_1}{1+r}$$

იმისათვის, რომ შევაფასოთ სავარაუდო დაბანდება (ინვესტიცია), საჭიროა შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება შევუდაროთ საინვესტიციო თანხას. ამ ორ სიდიდეს შორის სხვაობას ეწოდება ინვესტიციის წმინდა მიმდინარე ღირებულება. ე.ი.

C_0 = – დანახარჯები

C_0 არის ფულადი ნაკადი დღეისათვის და მას ჩვეულებრივად გააჩნია უარყოფითი მნიშვნელობა; ეს არის მიმდინარე ხარჯები. მაშინ წმინდა მიმდინარე ღირებულება წარმოადგენს მიმდინარე ხარჯებისა და მომავალი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულების ჯამს, ე.ი.

$$NPV = \frac{C_1}{1+r}$$

წმინდა მიმდინარე ღირებულება ტოლია მიმდინარე ღირებულებას პლუს უახლესი დროის ფულადი ნაკადი:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

კორპორაციათა ფინანსების სასწავლო კურსში მიმდინარე ღირებულება საშუალებას იძლევა განისაზღვროს საპროცენტო განაკვეთები განსაკუთრებული ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით.

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

ჩვეულებრივი სესხის შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის თანხა გაყოფილი სესხის მოცულობაზე, საშუალებას იძლევა გაანგარიშებული იქნეს სესხის მიღების დანახარჯები. ამ შემთხვევაში დანახარჯებს წარმოადგენს მარტივი საპროცენტო განაკვეთი. მაგალითად, თუ მსესხებელმა აიღო სესხი 1000 დოლარის მოცულობით, მაშინ წლის ბოლოს 1000 დოლართან ერთად გადაიხდის 100 დოლარ საპროცენტო განაკვეთს (10%), ე.ი. მარტივი საპროცენტო განაკვეთი „ i “ შეადგენს:

i =100 $ / 1000 $ = 0,1 = 10 %

1000 დოლარის 10%-იანი განაკვეთით სესხად გაცემისას, წლის ბოლოს მიიღება 1100 დოლარი:

1100 $ x (1+0,1)=1100 $

ამ თანხის სესხად გაცემისას წლის ბოლოს მივიღებთ:

$$1100\ \$ \times (1+0{,}1)=1212\ \$$$

ან

$$1000\ \$ \times (1+0{,}1) \times (1+0{,}1)=1000\ \$ \times (1+0{,}1)^2=1210\ \$$$

თუ სესხის გაცემა იქნება პერმანენტული, ე.ი. მესამე წელსა და შემდეგ, მესამე წლის ბოლოს მიიღება:

$$1200\ \$ \times (1+0{,}1)=1000\ \$ \times (1+0{,}1)^3=133{,}1\ \$$$

აქედან შეიძლება დავასკვნათ, რომ თუ მარტივი საპროცენტო განაკვეთი „ i " გამოხატულია მეათედი წილით – 0,1-ით 10 %-იანი განაკვეთისათვის, მაშინ „n" წლის განმავლობაში სესხად გაცემისას, საერთო ჯამში მიიღება:

$1000\ \$ \times (1+ i)^n$ მოცულობის თანხა

დოლარის მიმდინარე ღირებულებით მომავალი ღირებულების გამოანგარიშების პროცესს **„მომავალი ღირებულების შემოსავლების დისკონტირება"** ეწოდება.

მე-3 წლის ბოლოს $1000\ \$ = 1331\ \$ / (1+ i)^3$.

ზოგადად ეს განტოლება შეიძლება გამოყენებული იქნეს **დოლარის მიმდინარე ღირებულების** გამოსათვლელად ან დღევანდელი დოლარის მომავალში მისაღები (დისკონტირებული) ღირებულების გამოსაანგარიშებლად, ანუ დღევანდელი 1 დოლარით რა რაოდენობის თანხა მიიღება „n" წლის შემდეგ მარტივი საპროცენტო განაკვეთის „i"-ს პირობებში. PV (მიმდინარე ღირებულება) მომავალი დოლარისა $= 1\$ / (1+ i)^n$.

აღნიშნული განტოლება გვიჩვენებს, რომ თუ 10 წლის შემდეგ თქვენ გპირდებიან 1 დოლარის ოდენობით თანხის მიღებას, ამ დროის დადგომისას თქვენთვის გადახდილი დოლარი არ იქნება ისეთივე ღირებული, როგორც დღესაა, რადგან დღევანდელი დოლარის გამოყენებით შეიძლება პროცენტის მიღება.

დაბოლოს, **მიმდინარე ღირებულების** კონცეფცია საშუალებას იძლევა მოცემული მარტივი საპროცენტო განაკვეთის – „i"-ის პირობებში გამოანგარიშებული იქნება ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტების მიმდინარე ღირებულების შეჯამებით. ასეთი ინფორმაცია საშუალებას გვაძლევს ერთმანეთს შევადაროთ განსხვავებული დაფარვის ვადის მქონე ისეთი ინსტრუმენტების ღირებულება, როგორიცაა დისკონტური და კუპონური ობლიგაციები. ანალოგიურად შეიძლება მიღებული იქნეს აგრეთვე საპროცენტო განაკვეთის ერთგვაროვანი ცვლილებები ფინანსური ბაზრის ჩვენს მიერ განხილულ ინსტრუმენტების ყველა ტიპისათვის.

III.2. ობლიგაციებისა და აქციების მიმდინარე ღირებულება

კორპორაციული მოძრაობისათვის საინტერესოა და მიმზიდველია ფასიანი ქაღალდები, რაც მას უფრო ხანგრძლივი ვადით ფულის მიღების საშუალებას აძლევს. ობლიგაციების მეშვეობით კორპორაციას მრავალი წლის განმავლობაში აქვს საშუალება ფული გამოიყენოს. უფრო მეტიც, თუ აქციასთან გვაქვს საქმე, მაშინ ფულის გამოყენება საერთოდ უვადოა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე იყიდება აქციები და ობლიგაციები, რომლებიც კორპორაციული ფასიანი სახელწოდებით არის ცნობილი. მათი გამომშვებია სააქციონერო საზოგადოებები (კორპორაციები).

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

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

ჩვენი მიზანია მიმდინარე ღირებულების კონცეფცია გამოვიყენოთ ჩვეულებრივი აქციებისა და ობლიგაციების შეფასებისას. ამ თეორიული მსჯელობის ბაზარზე გვინდა სტუდენტებს შევასწავლოთ, რატომაა ზოგიერთი ინვესტიცია უფრო მეტად ფასობს, ზოგიერთი კი – უფრო ნაკლებად.

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

რაც შეეხება აქციას, იგი არის უფლება ფირმის საკუთრების ნაწილზე. აქციის კურსი გამოიანგარიშება ფულის იმ რაოდენობით, რომლის გადასახდელად მზად არიან ინვესტორები, რათა მიიღონ მონაწილეობა ფირმის საკუთრებაზე. აქციონერები ღებულობენ ფირმის შემოსავლების ნაწილს დივიდენდების სახით.

მანამ, სანამ გადავალთ აქციებისა და ობლიგაციების ღირებულების დეტალურ განხილვაზე, უნდა გავარკვიოთ რას წარმოადგენს ღირებულება. ანალიზისას გა-

მოიყენება **აქტივების საბალანსო ღირებულება**. ეს ის თანხაა, რომელიც ფირმამ გაიღო აქტივების შესაძენად. მაგრამ ასეთი განმარტება ინვეტსორებს არ აკმაყოფილებთ. გადამწყვეტია აქციების შესყიდვის შესახებ საკითხი. იგი არ ითვალისწინებს არც მიმდინარე ფასებს, რომლითაც შეიძლება ნაყიდი იქნეს დღეს აქტივები და არც აღდგენით ღირებულებას. უფრო მეტიც, გასარკვევია **სალიკვიდაციო ღირებულება** – ფულის ის თანხა, რომელიც შეიძლება ამოგებული იქნეს ყველა აქტივის გაყიდვის პროცესში.

მაგრამ სალიკვიდაციო ღირებულება არ ითვალისწინებს იმ საბოლოო ღირებულებას, რომელშიც შედის არამატერიალური აქტივების შეფასება, როგორიცაა: კლიენტებთან ურთიერთობა, რეპუტაცია და პრესტიჟი.

სწორედ ფირმის ღირებულებაშია გასათვალისწინებელი ეს მომენტები. ფირმის ღირებულების ფინანსური განსაზღვრა შედის ღირებულების ეკონომიკურ კონცეფციაში, როგორც შემოსავლისა, როგორც მომავალში საქმიანი აქტივობის შედეგი.

ყოველივე ამის გამო, ფინანსური თვალსაზრისით, ფირმის ღირებულება – ეს არის მისი მომავალში მიღები შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება.

მანამ, სანამ ობლიგაციის შესაფასებლად გავითვალისწინებთ მიმდინარე ღირებულების კონცეფციას, უნდა შემოვიტანოთ ზოგიერთი ტერმინი, რომლებიც მნიშვნელოვანია ობლიგაციის ღირებულების შესაფასებლად.

1. **ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება**. ეს ის თანხაა, რომელიც ემიტენტმა თავდაპირველად გამოყო იმისათვის, რომ მომავალში უნდა იქნეს გადახდილი. თანამედროვე მსოფლიოში კორპორაციათა დიდ

ნაწილში ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება შეადგენს 1000 დოლარს.

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

3. საკუპონე საპრპოცენტო განაკვეთი – ნომინალური ღირებულების პროცენტია, რომელიც ყოველწლიურად ეძლევა ობლიგაციის მფლობელებს.

დღეს შეძენილი ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება აღვნიშნოთ F-ით, დაფარვის ვადა – N-ით, ყოველი წლის ბოლოს ობლიგაციის დაფარვამდე ანაზღაურდება საკუპონე შემოსავალი I-თი, მაშინ ობლიგაციის მფლობელი ღებულობს წლიური გადასახდელის ნაკადს თითოეულ I დოლარზე პლუს F დოლარები N წლის ბოლოს. გამოიყენებთ რა პროცენტის განაკვეთს r-ს მომავალი შემოსულობათა დისკონტირებისათვის. ყოველივე ამის შემდეგ მივიღებთ ობლიგაციის მიმდინარე ღირებულებას:

$$PV = \sum_{t=1}^{N} \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^N}.$$

აქამდე, ჩვენი გამოანგარიშება წარმოებდა იდეალურ სიტუაციაში, როდესაც ობლიგაციის შინაგანი შემოსავლიანობა უცვლელია ბოლომდე – ობლიგაციის დაფარვამდე. მაგრამ ცხოვრება სავსეა მოულოდნელობებით. ეკონომიკური ურთიერთობა ობლიგაციის მოძრაობის დროს ორი სახის რისკთან არის დაკავშირებული:

1. **არგადახდის რისკი.** არ არსებობს იმის გარანტია, რომ ობლიგაციებზე შემოსავლები ანაზღაურებული იქნება. არსებობს განსაზღვრული არგადახდის რისკი.

რაც უფრო დიდია საშიშროება, ობლიგაციით აღებული ვალდებულების არგადახდისა, მით უფრო მაღალია რისკისათვის პრემია.

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

პროცენტის ასეთი ცვალებადობა ობლიგაციის მფლობელთათვის ზრდის კაპიტალის გაუფასურების რისკს.

როგორ შევაფასოთ ჩვეულებრივი აქციების დღევანდელი ფასები?

ფულად შემოსავლებს, რომელიც მიიღება ჩვეულებრივი აქციების ფლობით, ორი ფორმით არსებობს:

1. **დივიდენდი ფულად ფორმაში;**
2. **შემოსავალი ან ზარალი მიღებული აქციების საკურსო ღირებულების მატებით (დაცემით).**

ინვესტორებს, როგორც წესი, იმედი აქვთ შემოსავლებს მიიღებენ ორივე ფორმიდან. დავუშვათ, აქციის მიმდინარე შემოსავალი ტოლია P_0-ის, პირველი წლის ბოლოს მოსალოდნელი ფასი P_1-ის ტოლია, ხოლო მოსალოდნელი დივიდენდი 1 აქციაზე გადაანგარიშებით DIV_1. შემოსავლიანობის ნორმა, რომელსაც ელოდება ინვესტორი ამ აქციისაგან მომავალ წელს, განისაზღვრება როგორც ჯამი აქციაზე მოსალოდნელი DIV_1 და აქციაზე ფასის მოსალოდნელი მატება, P_1-P_0, გაყოფილი პირველი წლის დასაწყისის ფასი P_0-ზე.

შემოსავლიანობის მოსალოდნელი ნორმა

$$r = \frac{DIV_1 - P_1 - P_0}{P_0},$$

სადაც r შემოსავლიანობის მოსალოდნელი ნორმაა.

შემოსავლიანობის ნორმას, რომელსაც ელოდება ინვესტორი, ჩვეულებრივად უწოდებენ **საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს.**

დავუშვათ, რომელიმე კომპანიის აქცია იყიდება 100 დოლარად თითო ცალი. ინვესტორები აქედან ელოდებიან მომავალ წელს დივიდენდს 5 ლარის ოდენობით (DIV_1=5), თანაც ისინი ფიქრობენ მომავალ წელს აქციას გაყიდიან 110 ლარად (P_1=110), მაშინ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ნორმა აქციის მფლობელისათვის იქნება 15%.

$$r = \frac{5 + 110 - 100}{100} = 0{,}15, \quad \text{ან} \quad 15\,\%.$$

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

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1 + r}$$

ამრიგად, ინდივიდუალური ინვესტორისათვის ჩვეულებრივი აქციის მიმდინარე ღირებულება შეადგენს მომავალში მიღებულ დივიდენდის ჯამს, რომელიც დისკონტირებულია მიმდინარე მომენტისათვის.

საყურადღებოა, რომ რაც უფრო მეტი დროა ობლიგაციების ღირებულების დაფარვისათვის დარჩენილი, მით უფრო მაღალია გარალის რისკი, ამიტომ ინვესტორი მოითხოვს დამატებით შემოსავალს.

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

შევეხოთ კიდევ ერთ საკითხს.

სამამულო ინვესტორისათვის აქციებსა და ობლიგაციებს სხვადასხვა მიმზიდველობა გააჩნია. ობლიგაციების ემიტენტი ვალდებულებას იღებს, რომ განსაზღვრული დროის შემდეგ გადაიხდის ვალსა და პროცენტს. ეს უკანასკნელი უცვლელი სიდიდეა, ე.ი. ობლიგაცია ფასიანი ქაღალდია ფიქსირებული შემოსავლით.

აქცია უფრო მიმზიდველია, როგორც კორპორაციისათვის, ისე ინვესტორისათვის, თუმცა, მასში რისკის ფაქტორი უფრო ძლიერია. ამასთან, კორპორაცია არ იღებს ვალდებულებას, რომ აქციის ღირებულება დააბრუნოს, მაგრამ მოგების ფაქტორი ინვესტორებს მაინც დიდ შემოსავალს უქადის.

საკონტროლო კითხვები:

1. რას ნიშნავს სააღრიცხვო და საბაზრო ღირებულება?
2. როგორ გამოიანგარიშება მიმდინარე ღირებულება?

3. რას წარმოადგენს ლიკვიდობის უპირატესობისა და მიმდინარე მოთხოვნილების თეორიები?

4. ჩამოაყალიბეთ ფინანსების თეორიის პირველი ძირითადი პრინციპი.

5. როგორ გამოიანგარიშება დისკონტირების კოეფიციენტი?

6. რა არის მომავალი ღირებულების შემოსავლების დისკონტირება?

7. როგორ გამოიანგარიშება ობლიგაციებისა და აქციების მიმდინარე ღირებულება?

8. რას ნიშნავს საკუპონე საპროცენტო განაკვეთი?

9. როგორ შევაფასოთ ჩვეულებრივი აქციების დღევანდელი ფასები?

თემა IV
ფინანსური დაგეგმვა და პროგნოზირება

IV.1. ფინანსური დაგეგმვა კორპორაციათა მართვის სისტემაში

კორპორაციის მართვის პრობლემები ქვეყანაში ფაქტობრივად კონტროლს დაუქვემდებარებელია. ამას ისიც უწყობს ხელს, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა უმნიშვნელოა და ჯერჯერობით არ არსებობს იმის შესაძლებლობა, რომ უახლოეს მომავალში რაიმე გამოსწორდება და სასიკეთო სახეს მიიღებს. მდგომარეობის გამოსწორება შესაძლებელია სახელმწიფო ხელისუფლების მიერ კორპორაციათა მართვის პროცესში ჩარევის თანდათანობით შემცირების შედეგად.

სახელმწიფო ხელისუფლებამ მაქსიმალურად უნდა თქვას უარი კორპორაციათა საქმეებში ჩარევაზე, მაგრამ მან არ შეიძლება უარი თქვას „თამაშის წესების“ დაცვის ზედამხედველობაზე. ამასთან, სახელმწიფომ უნდა დაიცვას მომხმარებელთა ინტერესები კორპორაციების ნეგატიური პროცესებისაგან. ამ საქმეში თავისი სიტყვა უნდა თქვას დაგეგმვამ.

მართვის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ფუნქციაა დაგეგმვა (მათ შორის ფინანსური დაგეგმვა), რომლის მეშვეობითაც განისაზღვრება მართვის ობიექტის მიზანმიმართული და დინამიკური განვითარება.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა ახლებურად განსაზღვრავს სამეურნეო სუბიექტებში დაგეგმვას და მნიშ-

ვნელობას. ამ პროცესში განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს ფინანსურ დაგეგმვას. კორპორაციაში ფინანსური დაგეგმვა იწყება ცალკეულ დაწესებულებათა და ორგანიზაციათა ხარჯთაღრიცხვის შედგენით და მთავრდება საერთო ფინანსური გეგმით – ბიუჯეტით.

სამეურნეო საქმიანობის ყველა დონეზე ფინანსური დაგეგმვის კონკრეტული ამოცანები განისაზღვრება ქვეყნის ფინანსური პოლიტიკით.

როგორც წესი, საბაზრო ეკონომიკა არ უარყოფს დაგეგმვას იმდენად, რამდენადაც გეგმა სხვა არაფერია, თუ არა მმართველობითი გადაწყვეტილების საიმედო გაფორმება. საყურადღებოა, რომ საბაზრო ეკონომიკა გეგმიან ეკონომიკასთან შედარებით უფრო მოქნილი და მანევრირებადია და ამით იგი როგორც ხელისუფლებას, ისე ფირმის (კორპორაციის) ხელმძღვანელებს ეხმარება პროგნოზირებისა და პროგრამების ორიენტირების საქმეში.

ჩვენ სინამდვილეს თვალი უნდა გავუსწოროთ და ვაღიაროთ, რომ საბაზრო ეკონომიკის სრულყოფილად ფუნქციონირების პირობებში დაგეგმვას ექვემდებარება გაცილებით მეტი რამ, ვიდრე სოციალისტური სისტემის არსებობის დროს იყო. მაგრამ ეს დაგეგმვა ძირეულად განსხვავდება ძველი დაგეგმვისაგან. უპირატესობა ენიჭება ისეთ კრიტერიუმებს,, როგორიცაა: ბიუჯეტის დეფიციტი, სახელმწიფო ვალი, გადასახადებისა და ხარჯების თანაფარდობა მთლიან შიდა პროდუქტთან. დღევანდელ დაგეგმვას უნდა მიეცეს სტრუქტურული სახე. უნდა შემცირდეს პროპორციები და გაიზარდოს ინვესტიციები. ამასთან, საბაზრო ეკონომიკა მოითხოვს დაგეგმვას კორპორაციის დონეზე. არადა, ასეთ პირობებში კომპანიამ

იფიქრონ უნდა იზრუნოს პროდუქციის გასაღებაზე, თვითონ უნდა მოახდინოს მოთხოვნის პროგნოზირება, ეს არის ცენტრალური მოთხოვნა. სხვა პირობებში ავიცდენთ კრიზისთან გაკოტრებას.

როგორც პროგნოზები, ისე ფინანსური მაჩვენებლების გეგმური გაანგარიშებანი აგებულია და ეყრდნობა სხვადასხვა მეთოდებს, რომელთაგან საყურადღებოა **ექსტრაპოლაციის მეთოდი**, რომელიც განსაზღვრავს ფინანსურ მაჩვენებლებს მათ დინამიკაში. დაანგარიშებისას გამოდიან **საანგარიშგებო პერიოდის მაჩვენებლებიდან, რომელთაც კორექტირებას უკეთებენ შედარებით ცვლილებების მყარ ტემპებში.**

ნორმატიული მეთოდი აგებულია დაწესებული ნორმებისა და ნორმატივების გამოყენებაზე.

მათემატიკური მოდელირების მეთოდის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ აგებული იქნეს ფინანსური მოდელი, რომლის იმიტირება რეალური ეკონომიკური და სოციალური მოვლენების პროცესში ხდება.

ფართოდ გამოიყენება **საბალანსო მეთოდი**.

თუ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ეკონომიკის პროგრამულ მეთოდს უპირატესობა გააჩნია დაგეგმვასთან შედარებით, მაშინ გეგმიანი ეკონომიკის დროს თვლიდნენ, რომ პროგრამა მხოლოდ გეგმას ავსებს, მაგრამ არ ცვლის მას. ანალოგიური მდგომარეობა იყო პროგნოზის დროსაც. პროგნოზი გამოდიოდა დაგეგმვის მეცნიერულ წინაპირობად, როდესაც პროგნოზები გათვალისწინებული იყო დაგეგმვაში, მაგრამ არ ცვლიდა ის.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა ახლებურად განსაზღვრავს დაგეგმვის ადგილს, როგორც მართვის ერთერთ მთავარ ფუნქციას.

ფინანსური დაგეგმვა ღებულობს ახალ თვისებას, რომელიც დაკავშირებულია საბაზრო ეკონომიკასთან. უფრო მეტიც, თანამედროვე ეკონომიკურად განვითარებული ქვეყნების ხელისუფლება დიდ ყურადღებას აქცევს ფინანსური დაგეგმვის სრულყოფას, რომელთაგან განსაკუთრებული მრუნვის ობიექტია პერსპექტიული ფინანსური პროგნოზირება და დაგეგმვა.

დადგა დრო საქართველოშიც შემოღებული იქნეს გრძელვადიანი ფინანსური დაგეგმვა და ვიფიქროთ შესაბამისი მეთოდების შემუშავებაზე. როგორც ყოველწლიური სახელმწიფო ბიუჯეტის პროექტი, ისე კორპორაციის ფინანსური გეგმა შევსებული უნდა იქნეს სამეურნეო ცხოვრების ყველა დონეზე პერსპექტიული (ხანგრძლივი პერიოდის) ფინანსური გეგმების მონაცემებით. ადრე, ეკონომიკის ცენტრალიზებულ-დირექტიული მართვის დროს სსრ კავშირსა და სხვა სოციალისტურ ქვეყნებში უგულვებელყოფილი იყო გრძელვადიანი ფინანსური დაგეგმვა. პერსპექტიული ფინანსური დაგეგმვის არარსებობა ეკონომიკური და სოციალური განვითარების საშუალო და გრძელვადიანი გეგმების ცდომილების ხარისხს ბრდიდა, მასში დასახული პროგრამების დაფინანსების წყაროები ბევრ შემთხვევაში არარეალური და ნაკლებსაიმედო იყო.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ქვეყანაში ფინანსური დაგეგმვის ხანგრძლივობის გადიდების მთავარი მიზანია საწარმოთა ფინანსური მეურნეობის ფუნქციონირების პერსპექტიული მიმართულების ჩამოყალიბება, რათა აუცილებელი შესაბამისობა იქნეს მიღწეული შემოსავლებისა და ხარჯების მოცულობისა და სტრუქტურის

სამეურნეო-ეკონომიკური მოთხოვნილებებთან, როგორც ცალიანად ქვეყანაში, ისე საწარმოს დონეზე.

ნორმალურად ფუნქციონირებადი ქვეყნის პირობებში გრძელვადიანი ფინანსური გეგმა ხელისუფლებას გამოკვეთილად მიაწოდებს იმის ინფორმაციას, თუ რა შესაძლებლობებსა და საშუალებებს ფლობს როგორც სახელმწიფო, ისე სამეურნეო სუბიექტები – ფირმები, კორპორაციები თავის განკარგულებაში ეკონომიკის ასაღორძინებლად, როგორც მოკლე, ისე ხანგრძლივი პერიოდისათვის. თანამედროვე დასავლეთის განვითარებულ სახელმწიფოებს გააჩნიათ სპეციალური მეთოდებიც კი, განსაზღვრონ ეკონომიკური ბრდის დასაშვები საზღვრების კონიუნქტურული პოლიტიკა. გრძელვადიანი ფინანსური გეგმის (პროგნოზის) ერთ-ერთ მთავარ და აუცილებელ საკითხად წამოწეული უნდა იქნეს ამ გეგმის (პროგნოზის) მონაცემების საჯაროობა, მათი დაყვანა თითოეულ სამეურნეო სუბიექტამდე.

სხვა მხრივაც უნდა შეეხედოთ კორპორაციათა ფინანსურ გეგმებს. ფინანსური გეგმა წარედგინება საფინანსო და საგადასახადო ორგანოებს, მათ ხელს უწყობს მნიშვნელოვნად გააუმჯობესონ, როგორც ცენტრალური, ისე ადგილობრივი (ტერიტორიტული) ერთეულების ბიუჯეტების პროექტების შედგენის ხარისხი, განსაკუთრებით საგადასახადო დაბეგვრის მიმართულებით.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა ინდიკატური დაგეგმვის სახეს ღებულობს, თანაც მისთვის დამახასიათებელი ახალი თვისებებით:

1. დაგეგმვა უნდა განხორციელდეს ქვემოდან, უშუალოდ კორპორაციაში, მის ქვედანაყოფებში;

2. დაგეგმვას გააჩნია არა მარტო კონკრეტული მიზნები, არამედ ითვალისწინებს კორპორაციის ფუნქციონირებაში მოვლენათა ცვალებადობას.

3. დაგეგმვა კარგავს დირექტიულ ხასიათს, თუმცა ფირმის ეკონომიკური და ფინანსური პოტენციალის მაქსიმალურად ამოქმედება მოითხოვს მიღებული გეგმის შესრულების აუცილებლობას.

საბაზრო ეკონომიკა სამეურნეო სუბიექტების დონეზე დიდი ხანია „გეგმურ“ ხასიათს ატარებს, ურომლისოდაც შეუძლებელია განისაზღვროს ფინანსისტ-მენეჯერის მიერ გათვალისწინებული მიზნების ავკარგიანობა.

სწორედ, ფინანსური დაგეგმვა წარმოადგენს იმ რეალურ ბერკეტს, მექანიზმს, რომლის მეშვეობითაც კორპორაცია ცდილობს წარმატებებს მიაღწიოს მესაკუთრეთა მთავარი ინტერესის – მათი სიმდიდრის მატებას. ამასთან, იგი მოვალეა პირნათლად შეასრულოს სახელმწიფო ბიუჯეტის, კომერციული ბანკების, არასაბიუჯეტო ფონდებისა და სხვა სამეურნეო სუბიექტების წინაშე აღებული ვალდებულებები. ეს კი მოითხოვს კორპორაციის შემოსავლებისა და ხარჯების, მოგების, გადასახადების წინასწარ გაანგარიშებას. ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნეს საბაზრო კონიუნქტურაში მომხდარი ცვლილებები. ყველა ეს მაჩვენებლები კორპორაციის ფინანსური გეგმის შემადგენლობაში შედის.

რა არის ფინანსური დაგეგმვა? ეს არის პროცესი, რომელიც შედგება:[1]

1. კორპორაციის ხელთ არსებული საინვესტიციო და დაფინანსების შესაძლებლობათა ანალიზისაგან;

2. მიმდინარე გადაწყვეტილებების პროგნოზირებისაგან, რათა თავიდან იქნეს აცილებული ცხოვრებისეული მოულოდნელობები და დაწესდეს მიმდინარე და მომავალ გადაწყვეტილებებს შორის ოპტიმალური კავშირურთიერთობები;

3. მრავალ შესაძლო ვარიანტებს შორის შერჩეული ვარიანტის დასაბუთებისაგან;

4. კორპორაციის მიერ მიღწეული შედეგების შეფასებისაგან, რათა დადგენილი იქნეს გადახრა ფინანსური გეგმით გათვალისწინებულ მიზნებთან შედარებით.

კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა დაფუძნებულია საერთო, ანუ აგრეგატულ, საინვესტიციო მაჩვენებლებზე ფირმის საქმიანობის ცალკეული სახის მიხედვით.

ამრიგად, კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა წარმოადგენს ფინანსური გეგმებისა და საგეგმო (ნორმატიული) მაჩვენებლების დამუშავების პროცესს, რომელიც უზრუნველყოფს კორპორაციის სამეწარმეო საქმიანობას ფინანსური რესურსებით და მომავალ პერიოდში მისი ფინანსების ეფექტიანობის ამაღლებას.

დაგეგმვის საწყის ეტაპზე კორპორაციის ხელმძღვანელობა თითოეული ქვედანაყოფისაგან მოითხოვს მომავალი 5 წლისათვის სამ ალტერნატიულ ბიზნეს-გეგმას:

1. კომპანიის **აგრესიული ზრდის** გეგმას, რომელიც მოიცავს მსხვილ კაპიტალურ დაბანდებებს და ახალი სახის პროდუქციის გამოშვებას; ათვისებულ ბაზარზე ხვედრითი წონის ზრდას და ახალ ბაზარზე შეღწევის ფაქტორს;

2. ნორმალური ზრდის გეგმას, რის საფუძველზეც კომპანიის ქვედანაყოფები ვითარდება მისი პროდუქცი-

[1] ***Р.Брейли, С.Майерс,*** Принципы корпоративных финансов, М., 1997, стр. 770.

ის გასაღების ბაზრის განვითარების პარალელურად და არა კონკურენტებთან ბრძოლის გზით;

3. **ხარჯების შემცირებისა და სპეციალიზაციის გეგმას**, რომლის ამოცანაა მოთხოვნილი კაპიტალური დაბანდებების მინიმიზაცია;

4. **ქვედანაყოფის დაშლას, გაყიდვის ან ლიკვიდაციის გეგმას.**

თითოეული ალტერნატივა დაკავშირებულია ფულადი სახსრების ნაკადების განსაზღვრულ პროგნოზთან. გამოდის, რომ ეს ვარიანტები შეიძლება განხილული იქნეს, როგორც ოთხი ურთიერთგამომრიცხავი საინვესტიციო პროექტი.

ფინანსური დაგეგმვა ეს არ არის მხოლოდ პროგნოზირება. პროგნოზირება თავს უყრის უფრო სარწმუნო და რეალურ მოვლენებს და შედეგებს. სპეციალისტები ფინანსური გეგმის დამუშავებისას დაკავებულნი არიან არა მარტო პროგნოზირებით, არამედ იმ სიტუაციათა განხილვა-გათვალისწინებით, რომლებიც ნაკლებად რეალისტურია.

ამასთან, ფინანსური დაგეგმვა დაინტერესებული არ უნდა იყოს რისკის მინიმიზაციით, პირიქით, ეს არის პროცესი, როდესაც მიიღება გადაწყვეტილებები თუ რომელი რისკია გასათვალისწინებელი და რომელი – არა.

კორპორაციათა ფინანსური დაგეგმვის ძირითადი ამონაცებია:

1. ფინანსური რესურსებით კორპორაციის სამეურნეო-საფინანსო საქმიანობის შეუფერხებელი უზრუნველყოფა;

2. სახელმწიფო ბიუჯეტის, კომერციული საბანკო

სისტემის, სადაზღვევო ორგანიზაციების წინაშე აღებული ვალდებულებების შესრულება;

3. ინვესტორებისა და აქციონერების ფინანსური ინტერესების დაცვა, განსაკუთრებით მათი სიმდიდრის ზრდაში;

4. კორპორაციის საკუთარი, შიდა რეზერვების გამოვლენა, მაქსიმალურად მობილიზაცია და ეფექტიანად გამოყენების უზრუნველყოფა;

5. რაციონალური ფინანსური ურთიერთობების დამყარება სახელმწიფო ბიუჯეტთან, ბანკებთან და კონტრაგენტებთან.

ფინანსური დაგეგმვა შემდეგი ეტაპებისაგან შედგება: გეგმის პროექტის შედგენა, მისი დამტკიცება, რეალიზაცია და კორექტირება წინა პერიოდში მიღწეული შედეგების გათვალისწინებით.

ფინანსური დაგეგმვის საფუძვლად უნდა მივიღოთ კორპორაციის **სტრატეგიული გეგმა**, რომელშიც ჩამოყალიბებულია ფინანსური დაგეგმვის ძირთიადი მიმართულებები გამსხვილებულ მაჩვენებლებში.

სტრატეგიულ დაგეგმვას ძირითადი ამოცანა აქვს დასახული. მენეჯერმა ყველაფერი უნდა იღონოს იმისათვის, რომ კომპანია გახდეს აქციონერებისათვის უფრო ფასეული. მენეჯერმა უნდა გაიგოს, ინვესტორები როგორ განსაზღვრავენ აქციათა და ობლიგაციათა ფასს. ამასთან, მეფასებული უნდა იქნეს პროექტი, რომლის რეალიზაცია შეესაბამება ინვესტორთა მოლოდინს.

კომპანიამ უნდა დაიწყოს მისიის ფორმულირება (სტრატეგიული მიზანი), რომელიც წარმოდგენას იძლევა კომპანიის სტრატეგიული გეგმის ავკარგიანობაზე.

ნებისმიერი სტრატეგიული გეგმა ჩვეულებრივად იწყება კომპანიის ბიზნესის ძირითადი მიზნის დამტკიცებით. ერთი ცხადია, რომ ყოველთვის კორპორაციის ამოცანა უნდა იყოს აქციათა საბაზრო ღირებულების გაღიდება.

საბაზრო ეკონომიკა კორპორაციისაგან მოითხოვს ფინანსური დაგეგმვის თვისებრივად გარდაქმნას, სხვანაირად მისი პასუხისმგებლობა გაკოტრების საშიშროებასთან დაკავშირებით გამწვავდება. მით უმეტეს საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში მოქმედებს ფაქტორები, რომლებიც ზღუდავენ ქვეყანაში სამეწარმეო საქმიანობას.

საქართველოს ბაზარზე მაღალია განუსაზღვრელობის ხარისხი, რომელიც უპირატესად დაკავშირებულია ეკონომიკის გლობალიზაციასთან და წინა ეკონომიკური სისტემის გადმონაშთებთან;

ქვეყანას არ გააჩნია ეფექტიანი ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზა შიდა საფირმო ფინანსური დაგეგმვისათვის;

ქვეყანაში შეზღუდულია ფინანსური შესაძლებლობები, რის გამოც გართულებულია სერიოზული ფინანსური პროექტების განხორციელება;

სუსტძალოვანი ფირმები განიცდიან ფულადი სახსრების ნაკლებობას, რის გამოც ფინანსური დაგეგმვა სერიოზული ნაკლოვანებებით ხასიათდება. შედეგად ვღებულობთ წარმოების ეფექტიანობის დაცემას და ეკონომიკური ზრდის დაბალ ტემპებს.

IV.2. ფინანსური დაგეგმვის პროცესი

როგორც წესი, ფინანსისტ-მენეჯმენტი ფინანსების დაგეგმვის დროს თავის საინვესტიციო გადაწყვეტილებებში ყოველთვის მომავალ შედეგებს განიხილავს დაფინანსების გადაწყვეტილებებთან კომპლექსში. სწორედ ეს პროცესი იწოდება ფინანსურ დაგეგმვად, რომლის ლოგიკური შედეგი სხვა არაფერია, თუ არა საფინანსო გეგმა.

ფინანსური დაგეგმვა აუცილებელია იმიტომ, რომ საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებები ობიექტურ ურთიერთკავშირში იქნეს მოქცეული. აქედან დასკვნა, ისინი არ შეიძლება მივიღოთ ცალ-ცალკე. სხვა სიტყვებით, საერთო შედეგები შეიძლება აღმოჩნდეს მისი შემადგენელი ნაწილების საერთო თანხაზე მეტი ან ნაკლები.

ფინანსური დაგეგმვა აუცილებელია იმის გამოც, რომ დახმარება აღმოვუჩინოთ ფინანსისტ-მენეჯერებს აიცდინონ თავიდან მოულოდნელობები, წინასწარ განჭვრიტონ არასასიამოვნო მოვლენები, შეიმუშაონ მათი დაძლევის ღონისძიებები, განსაკუთრებით კი იმათი, რომელთაგან თავის დაღწევა არც თუ ისე ადვილია.

ფინანსისტ-მენეჯერებს არ სურთ საინვესტიციო პროექტები განიხილონ შავი ყუთის სახესხვაობად. ისინი ყოველთვის მიიღტვიან იმ ფაქტორების გამოსაცნობად, რომლებიც ხელს შეუწყობენ პროექტის რეალიზაციას და ხელისშემშლელი ფაქტორების შეცნობა-დაძლევას.

ისინი, ამასთან, ცდილობენ თვალი მიადევნონ ღონისძიებების გადაწყვეტილებების პოტენციურ გავლენას კომ-

ოპერატიული დაგეგმვის ფორმებია: საგადასახადო კალენდარი, საკასო გეგმა (დაგეგმვის პერიოდი – დეკადა, თვე, კვარტალი).

როცა ვსაუბრობთ ფინანსური გეგმის მნიშვნელობაზე, არ უნდა მოვექცეთ ორ უკიდურესობაში: თავი უნდა ავარიდოთ როგორც ზოგად მსჯელობებს, ისე წვრილმან დეტალებს. ყოველთვის უნდა გვახსოვდეს, რომ ფინანსური დაგეგმვა – პროცესია, რომელიც მოიცავს:

1. იმ საინვესტიციო და დაფინანსების შესაძლებლობების ანალიზს, რომლებსაც კომპანია ფლობს;

2. მომდევნო მიმდინარე გადაწყვეტილებათა პროგნოზირებას, რათა თავიდან იქნეს აცილებული მოულოდნელობები და გამოიძებნოს მიმდინარე და მომავალ გადაწყვეტილებებს შორის კავშირი;

3. მრავალ შესაძლო გადაწყვეტილებათა შორის არჩეული ვარიანტის დასაბუთებას;

4. კომპანიის მიერ მიღწეული შედეგების შეფასებას და მის შესაბამისობას ფინანსურ გეგმაში ჩამოყალიბებულ მიზნებთან.

მართალია, არსებობს ფინანსური დაგეგმვის სხვადასხვა სახეობები. არის **მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვა,** რომელშიც ჰორიზონტალური დაგეგმვა იშვიათად აღემატება შემდგომ 12 თვის პერიოდს.

კომპანიას სურს იმედიანად იყოს, რომ მას გააჩნია საკმარისი მოცულობის ფულადი საშუალებები მიმდინარე ანგარიშგების გასანაღდებლად. კომპანიისათვის არც თუ ისე უფრო სასარგებლო იქნება გაცემული ან მიღებული სესხები.

არსებობს გრძელვადიანი ფინანსური დაგეგმვა,

რომლის ტიპიური ჰორიზონტი, როგორც წესი, შეადგენს 5 წელს, თუმცა ზოგიერთი კომპანია ამ ჰორიზონტს 10 წლამდე ადიდებს. მაგალითად, ენერგეტიკული მიმართულების კომპანიისათვის აუცილებელია სულ მცირე ათი წელი, რომ დამუშავდეს ახალი ელექტროსადგურის პროექტი, დამტკიცდეს იგი, აშენდეს და შეფასებული იქნეს შედეგები.

ფინანსური გეგმის შემადგენლები ცდილობენ განიხილონ ნაერთი და აგრეგატული, საინვესტიციო მაჩვენებლები თითოეული სახის საქმიანობისათვის.

დაგეგმვის საწყის ეტაპზე კომპანიის ხელმძღვანელობა ითხოვს თითოეული დანაყოფისაგან წარმოადგინონ სამი სახის ალტერნატიული ბიზნეს გეგმა მომავალი 5 წლის პერიოდისათვის.

1. **კომპანიის აგრესიული ზრდის გეგმა,** რომელშიც შედის უმსხვილესი კაპიტალური დაბანდებები და ახალი სახის პროდუქციის ათვისება-გამოშვება, აუთვისებელ ბაზრებზე წლის მანძილზე წილის ზრდა და ახალი ბაზრების შეღწევითი ღონისძიებები.

2. ნორმალური ზრდის გეგმა, რომლის ძალითაც კომპანიის ქვედანაყოფი ვითარდება გასაღების ბაზრების ზრდის პარალელურად და არა კონკურენტების ზეწოლის გზით.

3. ხარჯების შემცირებისა და სპეციალიზაციის გეგმა, რომელშიც დასმულია ამოცანა მოთხოვნილი კაპიტალდაბანდების მინიმიზაციის თაობაზე.

4. კომპანიის დანაყოფთა დაშლა, გაყიდვა ან ლიკვიდაცია.

კომპანიის ფინანსური დაგეგმვა ეს არ არის მხოლოდ პროგნოზირება. პროგნოზირებაში თავმოყრილია

შედარებით შესაძლებელი მოვლენები და შედეგები. სპეციალისტები ფინანსური გეგმის დამუშავებისას დაკავებული არიან არა მარტო პროგნოზირებით, არამედ აუცილებელია მათ გაითვალისწინონ ის სიტუაციები, რომლებიც ნაკლებად რეალისტურია.

გარდა ამისა, ფინანსური დაგეგმვა არ არის მოწოდებული რისკის მინიმიზაციაზე. პირიქით, გადაწყვეტილებების მიღების ეს პროცესი ითვალისწინებს იმასაც, თუ რომელი რისკი იქნეს მიღებული და რომელი არა.

რაში მდგომარეობს სრული ფინანსური გეგმის არსი? უმსხვილესი კომპანიის სრული ფინანსური გეგმა წარმოადგენს დიდი მოცულობის დოკუმენტს.

გეგმაში გათვალისწინებული უნდა იქნეს ბალანსის, მოგება-ზარალის შესახებ და ფულადი სახსრების წყაროებისა და გამოყენების შესახებ ანგარიშები, იმდენად, რამდენადაც ანგარიშგების ამ ფორმაში ასახულია კომპანიის ფინანსური მიზნები.

გეგმაში უნდა იყოს მოცემული კაპიტალურ დაბანდებათა მოცულობა დაყოფილი კატეგორიებამდე ქვედანაყოფებისა და ახალი პროდუქციის გამოშვების თაობაზე.

ფინანსურ გეგმაში მიცემული უნდა იყოს დაფინანსების წყაროების შესახებ ვრცელი განზოგადებული ინფორმაცია, სადაც დასაბუთებული იქნება ამ წყაროების შერჩევა. გეგმის ამ ნაწილში აუცილებელია ჩართული იქნეს კომპანიის სადივიდენდო პოლიტიკა იმის გამო, რომ რაც უფრო მეტი თანხები გაიცემა აქციონირებაზე, მით მეტი კაპიტალი უნდა იქნეს გათვალისწინებული.

იმ კომპანიებში, სადაც ფულადი სახსრები ძალზე მცირეა, დივიდენდების გასაცემად მიმართული უნდა იქ-

ნეს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით მიღებული ამონაგები თანხები.

იმისათვის, რომ მიღწეული იქნეს ეფექტიანი ფინანსური დაგეგმვა, აუცილებელია **ძირითადი ყურადღება მიექცეს სამ მომენტს:**

1. **პროგნოზირებას.** მთავარი პირობაა იმის უნარი, რომ შევადგინოთ ზუსტი და დასაბუთებული პროგნოზი. ამისათვის აუცილებელია სხვადასხვა საინფორმაციო წყაროები და პროგნოზირების მეთოდები.

2. **ოპტიმალური ფინანსური გეგმის შერჩევას.** ფინანსისტ-მენეჯერის მთავარი ამოცანაა გაარკვიოს, რომელი ფინანსური გეგმაა უკეთესი. სამწუხაროდ, ბუნებაში არ არსებობს მენეჯერისათვის მისაწოდებელი აუცილებელი მოდელი ან თეორია, რომელიც გეგმაში სრულყოფილად გაითვალისწინებდა სწორ არჩევანს, რომელშიც ყველა სირთულე და უხილავი წინაღობები, რომელიც წარმოიშვა ფინანსური დაგეგმვის პროცესში.

3. **ფინანსური გეგმის განხორციელებაზე კონტროლს.** გრძელვადიან გეგმებს ახასიათებთ ერთი მეტად უსერსული თვისება – მათი მომზადების მომენტში პრაქტიკულად მოძველდება ხოლმე. მაგალითად, წარმოვიდგინოთ, რომ მოგების ნორმა პირველ ექვს თვეში აღმოჩნდა პროგნოზირებულზე 10%-ზე დაბალი. თუ მენეჯერს არ ექნება განსაკუთრებული ინფორმაცია აღნიშნულზე, იგი მოვალეა მოახდინოს მოგების პროგნოზირების კორექტირება.

ფინანსური დაგეგმვის კიდევ ერთი პრობლემა დაკავშირებულია კომპანიის მომავალი საინვესტიციო შესაძლებლობების მიმდინარე საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისადმი დამოკიდებულების თაობაზე. ხშირად ჩა-

მოყალიბდება სიტუაცია, რომლითაც კომპანია იწყებს ახალი ბაზრების ათვისებას სტრატეგიული თვალსაზრისით. ე.ი. არა იმიტომ, რომ მიმდინარე კაპიტალური დაბანდება უმალვე უზრუნველყოფს დადებით წმინდა მიმდინარე ღირებულებას, არამედ ამით იგი ამაგრებს ბაზარზე კომპანიის პოზიციას და ქმნის შესაძლებლობას მომავალი ინვესტიციებისათვის.

ამრიგად, ფინანსური დაგეგმვა ეს არის პროცესი, რომელიც მოიცავს:

1. კომპანიისათვის მისაღწევ ფინანსურ და საინვესტიციო შესაძლებლობების ურთიერთკავშირის შესწავლას;

2. მიმდინარე გადაწყვეტილებების მომავალი შედეგების პროგნოზირებას, რომ თავიდან ავიცილოთ მოულოდნელობები და ნათლად ვხედავდეთ მიმდინარე და მომავალ გადაწყვეტილებებს შორის კავშირურთიერთობას;

3. მრავალი ალტერნატივებიდან განსაზღვრული ალტერნატივის შერჩევას;

4. კომპანიის ფაქტობრივი მდგომარეობის შეფასებას ფინანსური გეგმით განსაზღვრულ მიზნებთან შედარებით.

თანამედროვე განვითარებული ქვეყნების კორპორაციათა ფინანსური დაგეგმვის პროცესი დაყოფილია ექვს ეტაპად:

1. მაჩვენებელთა გაანგარიშება და ფინანსური ანგარიშგებისათვის დოკუმენტების შედგენა და მათი გამოყენება კონკრეტული გეგმების გავლენის ანალიზის ჩასატარებლად. ეს ყველაფერი საჭიროა სწორი პროგნოზირებისათვის.

2. იმ სახსრების პროგნოზირება, რომელიც აუცილებელია სუთწლიანი გეგმის განსახორციელებლად და მარდასაჭერად;

3. რესურსების პროგნოზირება, რომელიც კომპანიამაც უნდა შეიქმნას. აქვე გამორიცხული არ არის გარეშე სახსრების მობილიზაციაც;

4. მმართველობითი სისტემის შექმნა, რომელიც პასუხს აგებს კომპანიის ფარგლებში ფონდების განაწილება-გამოყენებაზე.

5. ძირითადი გეგმის კორექტირებისათვის პროცედურის შემუშავება იმ შემთხვევისათვის, რომ ეკონომიკური პროგნოზი საეჭვოა განხორციელდეს.

6. მენეჯერთა წახალისების სისტემის შექმნა იმ პირობებში, როდესაც მუშაობის მაღალ ეფექტიანობასთან გვექნება საქმე.

IV.3. სრული ფინანსური გეგმის შინაარსი

კორპორაციის მმართველობითი პერსონალი შეისწავლის საწარმოს შიდა და გარე ფაქტორების მდგომარეობას და ცვლილებებს და ადგენს პროგნოზებს: თუ როგორი მოთხოვნები იქნება მზა ნაწარმზე, რა დაჯდება მისი წარმოება, როგორია ბაზრის გაჯერების ხარისხი, ინფლაციის დონე, ეროვნული ვალუტის კურსი, საპროცენტო განაკვეთები.

კორპორაციის შიდა სამეურნეო და გარე ფაქტორების შესწავლა-ანალიზის საფუძველზე ფინანსისტმენეჯერი ადგენს შემოსავალ-გასავლის ნუსხას; სრულ ფინანსურ გეგმას. უკანასკნელ პერიოდში კორპორაცია იყენებს საბიუჯეტო დაგეგმვის სისტემას, რომელსაც მთე-

ლი რიგი უპირატესობები გააჩნია, კერძოდ: უფრო გუსტია ხარჯვის სტრუქტურა, ვიდრე ბუღალტრული აღრიცხვის ფინანსური ანგარიშგების მონაცემებით; ყოველთვიურ ბიუჯეტებში სტრუქტურულ ქვედანაყოფებს უფრო მეტი დამოუკიდებლობა აქვთ მინიჭებული. საბიუჯეტო დაგეგმვა აძლიერებს მომჭირნეობის რეჟიმს.

კორპორაციის ბიუჯეტი მოიცავს: შრომის ანაზღაურების ფონდის, მატერიალური დანახარჯების, ენერგიის გამოყენების, ამორტიზაციის, სხვადასხვა ხარჯების, სესხების დაფარვის და საგადასახადო ბიუჯეტებს, სრულ ფინანსურ გეგმას. კორპორაციის ბიუჯეტის თავისებურება ის არის, რომ საკონტროლო ციფრები დაიშვება არა ცენტრიდან, არამედ საწარმოს ხელმძღვანელები შეიმუშავებენ მიმდინარე განვითარების ინდიკატორების სახით. თვით კორპორაციის საბიუჯეტო სისტემა წარმოადგენს საწარმოს შრომით, მატერიალურ-საწარმოო და ფინანსურ რესურსებზე მიმდინარე მოთხოვნების დასაბუთებულ გაანგარიშებას, რათა დასახული საწარმოო-ფინანსური პროგრამების წარმატებული შესრულება იყოს გარანტირებული.

კორპორაციის მიმდინარე ბიუჯეტები უფრო მოქნილია, ვიდრე ადრე არსებული შემოსავალ-გასავლის ბალანსი. მიმდინარე ბიუჯეტის დაგეგმვა უფრო დაკონკრეტებულია – თვეებისა და კვარტლების მიხედვით. გაანგარიშებები ხორციელდება მუშაობის სხვადასხვა პირობებში, არ არსებობს ერთიანი, ყოვლისმომცველი მაჩვენებელთა სისტემა.

სრული ფინანსური გეგმა მსხვილი კომპანიის მეტად მნიშვნელოვანი მოცულობითი დოკუმენტია. უფრო

წვრილი კომპანიისათვის ფინანსური გეგმა ნაკლებად დეტალურია, თუმცა ძირითად მაჩვენებელთა სისტემა იდენტურია.

ფინანსური გეგმა წარმოადგენს ბალანსის პროგნოზულ ფორმას, მოგება-ზარალის შესახებ ანგარიშგებას, ფულადი საშუალებების წყაროებისა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგებას. სწორედ ეს ის მაჩვენებლებია, რომლებიც განსაზღვრავენ კომპანიის ფინანსურ მიზნებს.

ფინანსური გეგმა მოიცავს კაპიტალურ დაბანდებათა სიდიდეს, რომელიც დაყოფილია კატეგორიების, ქვედანაყოფებისა და საქმიანობის სახეობათა მიხედვით.

ფინანსური გეგმების აბსოლუტური უმრავლესობა იძლევა დაფინანსების წყაროების შესახებ განმაზოგადებელ ინფორმაციას. გეგმის ამ ნაწილში ჩართული უნდა იქნეს სადივიდენდო პოლიტიკის განხილვა იმდენად, რამდენადაც მეტი თანხები გაიცემა აქციონერებზე, მით მეტი კაპიტალი უნდა გამოიყოს ამ მიზნით.

ფინანსური გეგმის ეს ნაწილი რთულიც არის და საპასუხისმგებლოც. კომპანია, რომელსაც შეზღუდული შესაძლებლობები გააჩნია, მისი სადივიდენდო პოლიტიკაც მოკრძალებული იქნება. ასეთ სიტუაციაში კომპანია იძულებულია გამოუშვას ახალი ფასიანი ქაღალდები, რომლის რეალიზაცია დამატებით დანახარჯებს და სირთულეებს იწვევს.

კიდევ ერთხელ გავიმეოროთ ეფექტიანი ფინანსური დაგეგმვის ის სამი პირობა (პროგნოზირება, ოპტიმალური ფინანსური გეგმის შერჩევა და ფინანსური გეგმის კონტროლი), რომლებიც სერიოზული წარმატებების

საწინდარია მაღალი სინჯის ფინანსური მენეჯმენტის პირობებში.

წარმატებების წინაპირობაა შევადგინოთ ზუსტი და დასაბუთებული პროგნოზები. პროგნოზების სრული სიზუსტე მიუღწეველია, თუმცა კომპანიამ მცდელობა არ უნდა დააკლოს მაქსიმალური შედეგიანობის მიღწევას.

პროგნოზირების სფეროში დასაქმებული სპეციალისტ-მენეჯერები ცდილობენ თავიანთ მოსაზრებათა დასაბუთება ააგონ ინფორმაციის მრავალფეროვან წყაროებსა და პროგნოზირების მეთოდებზე. მაგალითად, მაკროეკონომიკური და დარგობრივი მასშტაბის პროგნოზები მოითხოვს ეკონომიკური მოდელების გამოყენებას, რომელშიც გაითვალისწინება მრავალრიცხოვანი ეკონომიკური ცვლადების ურთიერთმოქმედება. მოთხოვნის პროგნოზები აგებული უნდა იქნეს მაკროეკონომიკური გარემოს პროგნოზებზე.

იმის გამო, რომ ინფორმაცია და გამოცდილება შეიძლება გაფანტული იყოს მთელს კომპანიაში, დაგეგმვაში ეფექტიანობის მისაღწევად აუცილებელია მათი შეგროვების ადმინისტრაციული პროცედურა, რომ არ დაიკარგოს არც ერთი სასარგებლო ინფორმაცია.

კორპორაციის მენეჯერები, რომლებიც დასაქმებული არიან ფინანსური გეგმის შედგენაში, ხშირად პრობლემებს აწყდებიან პროგნოზების შეუთანხმებლობის მიზეზით. ეს კი განპირობებულია იმით, რომ ამ საქმეში დასაქმებულია ქვედანაყოფები, ე.ი. ადგილი აქვს კომპანიაში ვერტიკალურ ინტეგრირებულ სტრუქტურას, სადაც ერთი ქვედანაყოფისათვის ნედლეულს წარმოადგენს სხვა ქვედანაყოფების მზა ნაწარმი და ამიტომ თითოეულის პროგნოზები ბევრჯერ შეუსაბამობაშია ერთმანეთთან.

მაგრამ დრო და საქმე არ ითმენს. ფინანსისტ-მენეჯერმა ბოლოს და ბოლოს უნდა განსაზღვროს რომელი ფინანსური გეგმაა საუკეთესო. ეს კი ბევრ სირთულესთან არის დაკავშირებული, თანაც ბუნებაში არ არსებობს არც ერთი მოდელი, რომელიც ფინანსური დაგეგმვის პროცესში გაითვალისწინებდა ყველა სირთულესა და უხილავ წინაღობებს.

ფინანსისტ-მენეჯერმა ყველაფერი უნდა იღონოს, ჩამოაყალიბოს საკუთარი მოსაზრებები ოპტიმალური ფინანსური გეგმის შესარჩევად. ამაში მას უეჭველად დაეხმარება კვალიფიციურობა, უნარი და გამოცდილება.

მოწონებული და შერჩეული ფინანსური გეგმის შესრულება კონტროლს დაქვემდებარებული უნდა იყოს, სხვანაირად სასურველი შედეგები მიუღწეველი ოცნება გახდება.

ამრიგად, ფინანსური დაგეგმვის მატერიალური პროდუქტია – ფინანსური გეგმა, რომელიც ასახავს კომპანიის ფინანსურ სტრატეგიას და მისი შეღეგების პროგნოზირებას ფინანსური ანგარიშგების საპროგნოზო ფორმებში: ბალანსში, მოგების შესახებ ანგარიშგებასა და კაპიტალის წარმოებისა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგებაში.

ფინანსური გეგმა კომპანიის საქმიანობის ფინანსური მიზნებისა და შეფასების კრიტერიუმების ფორმირებას ახდენს.

გეგმა ეს საბოლოო შედეგია. ამასთან, მისი დამუშავების პროცესი თავისთავად მეტად ფასეულია. ჯერ ერთი, დაგეგმვა აიძულებს ფინანსისტ-მენეჯერს განსაზღვროს საინვესტიციო და დაფინანსების შესახებ გადაწყვეტილებების ერთობლივი ეფექტი, და მეორე, დაგეგმ-

ვა თუ კორექტულად ხორციელდება, იგი აიძულებს მენეჯერს შეისწავლის მოვლენები, რომლებიც წარმატების საწინადარია და შეიმუშაოს ამ წარმატებათა გამრავლების სტრატეგია.

IV.4. კორპორაციის ფულადი საშუალებების ანალიზი, პროგნოზირება და დაგეგმვა

ფულადი სახსრების ანალიზი, პროგნოზირება და დაგეგმვა წარმოადგენს კორპორაციაში დაგეგმვის პროცესს. იგი ხელს უწყობს მომგებიანობის ამაღლებას, გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესის სრულყოფას და სერიოზული შეცდომების შემცირებას.

იმასთან დაკავშირებით, რომ არავის არ შეუძლია მომავლის ზუსტად განჭვრეტა, დაგეგმვის პროცესი უნდა იყოს განუწყვეტელი, პერმანენტული. აუცილებელია ანალიზსა, პროგნოზირებასა და დაგეგმვაში სრულად აისახოს ახალი ინფორმაციიდან მიღებული ცვლილებები.

ფულადი ნაკადების მომავალში მოძრაობის წინასწარ განჭვრეტისათვის აუცილებელია კორპორაციაში შედგენილი იქნეს შემოსავალ-გასავლების ნუსხა, ხარჯთაღრიცხვა. ხარჯთაღრიცხვის სიზუსტე დამოკიდებულია სამეურნეო საქმიანობის ფუნქციონირება-ორგანიზაციის თავისებურებებზე, გარემოს ცვლილებებზე, რომელშიც საქმიანობს კომპანია და მენეჯერის უნარზე ზუსტად განჭვრიტოს ფულადი საშუალებების მომავალი მოძრაობა.

ხარჯთაღრიცხვის შედგენის პროცესი შემდეგ ეტაპებს მოიცავს:

1) გასაღების პროგნოზირებას;

2) მომავალში მისაღები ყველა ფულადი სახსრების შეფასებას;

3) მომავალში გასაწევი ყველა ხარჯის შეფასებას;

4) ერთი მხრივ, შემოსავლებსა და ხარჯებს შორის დამოკიდებულების გამოვლენას და, მეორე მხრივ, გადაწყვეტილებების მიღებას;

5) საგეგმო პერიოდში ფულადი სახსრების დეფიციტის ან სიჭარბის გამოვლენას;

სწორედ, ამ ხუთი ეტაპის შემდეგ იწყება ფინანსური დაგეგმვის პროცესი.

ხარჯთაღრიცხვის შედგენის პროცესი იწყება გაყიდვათა პროგნოზირებით, რომელთაც მარკეტინგის სამსახური ახორციელებს. ფულადი სახსრების შემოსვლის ძირითად წყაროს წარმოადგენს არა გაყიდვები, არამედ ლებიტორული დავალიანების ამოღება. გარდა ამისა, კომპანია ითვალისწინებს სახსრების მიღებას ბანკის კრედიტიდან. შესაძლებელია სახსრების შემოსვლა აქტივების გაყიდვით.

ხარჯების ნაწილში გასათვალისწინებელია შემდეგი გადასახდელები: ნედლეულისა და მასალების ღირებულების გადახდა, ხელფასი, საიჯარო გადასახდელი, ტექნიკური მომსახურება; მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ფინანსური რესურსების გადახდა – დივიდენდები, პროცენტები და სესხების დაფარვა, გადასახადები.

ოპერაციული დანახარჯების სიდიდე არათანაბარია და დამოკიდებულია გაყიდვათა პროგნოზირებულ მოცულობაზე. რაც შეეხება ფინანსური რესურსების (დივიდენდების, პროცენტების და სესხების ძირთიადი ნაწილის და-

ფარვას) ანაზღაურებას, იგი ხორციელდება სახელშეკრულებო ვალდებულებების ფარგლებში და უნდა გაიცეს გაკოტრების თავიდან აცილების მიზნით.

ფინანსისტ-მენეჯერს ფულადი სახსრების საწყისი დონის დაწესებით შეუძლია განსაზღვროს ან ფულადი რესურსების დეფიციტის სიჭარბე ან მოცულობა. სწორედ, დეფიციტი ან სიჭარბე განაპირობებს ფულადი სახსრების მართვის დაგეგმვის ტიპის შერჩევას.

გადაწყვეტილებების მიღებაში შედარებით თავისუფლება წარმოიქმნება დაგეგმვის ბოლო ეტაპზე – ფულადი სახსრების დეფიციტის დაფარვის, ან სიჭარბის დაბანდების სტრატეგიის შემუშავებისას. თუ ფულადი საშუალებების დეფიციტი აღმოჩნდება ადრე განსაზღვრულ დონეზე მაღალი, მენეჯერმა უნდა მიიღოს ზომები, რათა მის დასაფარავად წარმართოს ნასესხები სახსრები, ან შეცვალოს ვალის ვალდებულებათა ანაზღაურების ადრე დამტკიცებული სქემა და საკრედიტო პოლიტიკა, რომ შეამციროს დებიტორული დავალიანების მოცულობა და ამით დააჩქაროს სახსრების შემოდინება.

ჭარბი ფულადი საშუალება ექვემდებარება ინვესტირებას, რის გამოც მისაღებია ისეთი გადაწყვეტილება, რომელიც საშუალებას მისცემს კორპორაციას აღნიშნული ჭარბი თანხების მიმზიდველი დაბანდება მოახდინოს.

ნაღდი ფულის შესახებ პროგნოზი კომპანიას საშუალებას აძლევს დროულად მოემზადოს ფულადი სახსრების დეფიციტის ან სიჭარბის სიტუაციის შესახებ და მიიღოს შესაბამისი ზომები. ეს პროგნოზი შეიძლება გამოყენებული იქნეს შემდეგი ამოცანების შესასრულებლად:

1. ფულის ეფექტიანად გამოყენების უზრუნველსაყოფად;

2. საქმიანი აქტივობის სეზონური მერყეობის დასაფინანსებლად;

3. მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სესხების მოზიდვისათვის;

4. ვალის ვალდებულებათა დროული ანაზღაურებისათვის;

5. სამეწარმეო საქმიანობის გაფართოების დასაფინანსებლად;

6. სავაჭრო დათმობის გამოყენებისათვის;

7. კრედიტუნარიანობის შეფასებისათვის;

8. დივიდენდების ანაზღაურების პოლიტიკის ფორმირებისათვის.

ამრიგად, ფულადი საშუალებების დაგეგმვის მიზანი მდგომარეობს ფულის დროებითი დეფიციტის ან სიჭარბის გამოვლენასა და ამ პრობლემათა გადაწყვეტის გზების გამოძებნაში.

საკონტროლო კითხვები

1. სწორია თუ არა მტკიცება იმის თაობაზე, რომ კომპანიის ვალისა და საკუთარი კაპიტალის შეფარდება ყოველთვის 1-ზე მცირეა?

2. რამდენად მართებულია დებულება, რომ საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა ყოველთვის ნაკლებია აქტივების რენტაბელობაზე?

3. რატომ ღებულობს კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა ინდიკატური დაგეგმვის სახეს?

4. რას წარმოადგენს ფინანსური დაგეგმვა?

5. რა ამოცანებს ისახავს კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა?

6. რას ნიშნავს ფინანსური პროგნოზირება?

7. როგორ წარმოებს ფინანსური საშუალებების ნაკადების ანალიზი, პროგნოზირება და დაგეგმვა?

თემა V
კორპორაციის ფინანსების მოკლევადიანი გადაწყვეტილებები

V.1. ფინანსების მოკლევადიანი გადაწყვეტილებების არსი

მოკლევადიანი გადაწყვეტილებები, როგორც წესი, დაკავშირებულია საბრუნავ აქტივებთან და მიმდინარე ვალდებულებებთან და მათი შეცვლა საკმაოდ მარტივად შეიძლება განხორციელდეს.

მოკლევადიანი, ან საბრუნავი აქტივები და მიმდინარე ვალდებულებები წარმოადგენს საბრუნავ კაპიტალს.

საბრუნავი აქტივების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია **დებიტორული დავალიანება**. როდესაც ერთი კომპანია მეორეზე, ან სახელმწიფო დაწესებულებებზე ყიდის პროდუქციას, იგი, როგორც წესი, არ ელოდება მისი ღირებულების დაუყოვნებლივ ანაზღაურებას. ეს გაუნაღდებელი ანგარიშები, ანუ კომერციული კრედიტი, წარმოადგენს დებიტორული დავალიანებების ძირითად ნაწილს.

აგრეთვე, კომპანიები თავიანთი პროდუქციის ნაწილს ყიდიან განვადებით საბოლოო მომხმარებლებზე. ამ შემთხვევაში საქმე გვაქვს სამომხმარებლო კრედიტთან და იგი წარმოადგენს დებიტორული დავალიანების ღანარჩენ ნაწილს.

საბრუნავი კაპიტალის მე-2 მნიშვნელოვანი ნაწილია სასაქონლო-მატერიალური მარაგები. მარაგები შე-

იძლება იყოს: ნედლეული და მასალები, დაუმთავრებელი წარმოება, აგრეთვე მზა ნაწარმი, რომელიც გადატვირთვას და მომხმარებლებზე მიწოდებას ელოდება.

კომპანიები ანხორციელებენ ინვესტიციებს მარაგებში. მარაგების შენახვის ღირებულებაში, ან დანახარჯებში შედის არა მარტო საწყობში შენახული მარაგების დანახარჯები, გაფუჭების ან მოძველების რისკის ფასი, არამედ ალტერნატიული დანახარჯებიც, ე.ი. შემოსავლიანობის ნორმა, რომელიც შეიძლება უზრუნველყოს კაპიტალმა, თუ იგი ინვესტირებული იქნება არა მარაგებში, არამედ სხვა ბიუჯეტებში, რომლებიც რისკის დონის ანალოგიურია. მარაგების შენახვისაგან სარგებელს ჩვეულებრივად არაპირდაპირი ხასიათი გააჩნია.

ყველა სახის კომპანია საჭიროებს კაპიტალს, ე.ი. ფულში განივთებულ შენობებს, მანქანებს, მოწყობილობებს, მარაგებს, დებიტორულ დავალიანებებს და სხვა აქტივებს, რომლებიც კომპანიას ბიზნესის განსახორციელებლად სჭირდება.

როგორც წესი, ყველა ეს აქტივი შეიძინება არა ერთბაშად, არამედ დროის გარკვეულ პერიოდში. სწორედ ამ აქტივებში გაწეულ კომპანიის მთლიან დანახარჯებს კაპიტალზე **კუმულატიური** (ზრდადი) მოთხოვნილებები ეწოდება.

კომპანიების აბსოლუტურ უმრავლესობაში კაპიტალზე კუმულატიური მოთხოვნილება მატულობს არათანაბრად, ტალღისებურად. მოთხოვნილება კაპიტალზე ყველაზე მაღალია სამეურნეო წლის ბოლოს. ეს მოთხოვნილება შეიძლება დაკმაყოფილებული იქნეს დაფინანსების მოკლევადიანი ან გრძელვადიანი წყაროებიდან. როდესაც დაფინანსების გრძელვადიანი წყაროები ვერ ფარავს კომ-

პანიის ყველა მოთხოვნილებებს, საჭირო თანხის მობილიზაციისათვის იგი ცდილობს მიმართოს მოკლევადიანი დაფინანსების წყაროებს, ხოლო, როცა გრძელვადიანი დაფინანსების წყაროები ჭარბობს კუმულიატიურ მოთხოვნილებებს კაპიტალზე, მაშინ კომპანიას წარმოექმნება ჭარბი სახსრები. ისინი შეიძლება გამოყენებული იქნეს მოკლევადიანი ინვესტირებისათვის. ეს კი იმაზე მიგვანიშნებს, როგორ სამეურნეო სუბიექტს წარმოადგენს კომპანია – მსესხებელს თუ კრედიტორს.

კომპანიების საქმიანობაში ცალკე უნდა გამოიყოს მოკლევადიანი დაფინანსების დაგეგმვის აუცილებლობა.

ფულადი საშუალებების ბიუჯეტის შედგენა დაკავშირებულია ისეთ პრობლემასთან, როგორიცაა ფულზე პროგნოზული მოთხოვნილებებისათვის დამატებითი სახსრების წყაროების გამონახვა. ასეთი შესაძლებლობები მრავალია, ჩვენ განვიხილოთ მხოლოდ ორი მათგანი.

1. **არაუზრუნველყოფილი ბანკის სესხები.** ბანკთან გაფორმებული კონტრაქტით კომპანიას ნებისმიერ დროს შეუძლია სესხის აღება (ლიმიტის ფარგლებში). თანაც, კომპანიისაგან ბანკი არ ითხოვს სპეციალურ გირაოს, რომ უზრუნველყოფილი იქნეს სესხის დროულად დაფარვა. **ასეთ ხელშეკრულებებს საკრედიტო ხაზებს უწოდებენ.**

2. **დავალიანების დაფარვის დროში გახანგრძლივება.** კომპანიას შეუძლია მიიღოს დაფინანსების დამატებითი წყარო ანგარიშების ანაზღაურების განვადებით. სამწუხაროდ, ხშირად განვადებული დავალიანება ძვირი უჯდება კომპანიას. ამის მიზეზი იმაში მდგომარეობს, რომ მომწოდებლები მას სთხოვენ დაუყოვნებლივ გადახდის მიზეზით დამატებით შეღავათებს.

კორპორაციათა საქმიანობაში სერიოზული პრობლემაა გაკოტრების პროცედურა. თუ კერძო პირი უძლურია გადაიხადოს დავალიანება, მის კრედიტორებს შეუძლია უჩივლონ ამ პირს სასამართლოში. არაუზრუნველყოფილი დავალიანების პირობებში კრედიტორს შეუძლია გაყიდოს დაგროვილი ქონება და თავისი ვალი აინაზღაუროს. აშშ-ში 1972 წელს მიიღეს ახალი კანონი გაკოტრების შესახებ, რომელმაც შეცვალა 1898 წელს მიღებული გაკოტრების კანონი.

კომპანიის გაკოტრება. გაკოტრების საერთო რაოდენობის დაახლოებით 15%-ს შეადგენს, ხოლო ღირებულების მიხედვით ნახევარია.

დაფინანსების მოკლევადიანი გეგმის შემუშავება წარმოებს ცდების და შეცდომების მეთოდით. მენეჯერი ჯერ ადგენს ერთ გეგმას, უკეთებს მას ანალიზს, შემდეგ კიდევ ერთ გეგმას ადგენს, რომელშიც დაფინანსების პირობების სხვა დაშვებებთან გვაქვს საქმე. ეს გრძელდება მანამ, სანამ ფინანსისტ-მენეჯერი არ დარწმუნდება შესაძლებლობათა ოპტიმალობასა და რეალობაში.

ამრიგად, მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვა დაკავშირებულია მოკლევადიან, ან საბრუნავ აქტივებთან და მათ მიმდინარე ვალდებულებებთან. უმნიშვნელოვანეს საბრუნავ აქტივებს მიეკუთვნება: ფულადი საშუალებები, სწრაფად რეალიზებადი ფასიანი ქაღალდები, სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობები და დებიტორული დავალიანება. თავის მხრივ, შედარებით მნიშვნელოვან მიმდინარე ვალდებულებას მიეკუთვნება საბანკო სესხების მიღება და ანგარიში განაღდებაზე.

სხვაობას საბრუნავი აქტივების სიდიდესა და მიმ-

დინარე ვალდებულებათა ჯამს შორის ეწოდება კომპანიის წმინდა საბრუნავი კაპიტალი.

მიმდინარე აქტივები და ვალდებულებები მიმოიქცევა უფრო სწრაფად, ვიდრე ბალანსის სხვა სტატიები.

აქტივები წარმოადგენს დიკვიდურს იმის გამო, რომ ისინი ადვილად და სწრაფად შეიძლება გარდაიქმნას ფულად.

საბრუნავი კაპიტალის თითოეული კომპონენტის სიდიდე დამოუკიდებელია ამა თუ იმ ქვედანაყოფის საქმიანობის შედეგებზე: წარმოება, გასაღება, მარკეტინგი, ფინანსური გადაწყვეტილებები, ფასების დაწესება და ხელფასი – არის საქმიანობათა მცირე ჩამონათვალი, რომლებიც გავლენას ახდენს კომპანიის საგარეო წრეზე, როგორიცაა: სასაქონლო ბაზრები, კაპიტალის ბაზრები და ფინანსური დაწესებულებები.

აღნიშნულის ტიპური მაგალითია სეზონურ დარგებში სასაქონლო-მატერიალურ ფასეულობათა რყევადობა, როდესაც პროდუქციაზე მოთხოვნა იზრდება, მცა ნაწარმის მარაგები მცირდება და დებიტორული დავალიანება მცირდება.

საბრუნავი კაპიტალი იყოფა მუდმივ და დროებით კაპიტალად. მუდმივი საბრუნავი კაპიტალი არის ფულად ერთეულში გამოხატული საბრუნავი კაპიტალის ნაწილი, რომელიც არ რეაგირებს გაყიდვების სეზონურ და ციკლურ მერყეობას. დროებითი საბრუნავი კაპიტალი შედგება დამატებითი სახსრებისაგან, რომელიც იქმნება გაყიდვების სეზონური და ციკლური რყევისას.

მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვის კონცეფცია ბევრად უფრო დიდია საბრუნავი კაპიტალის მართვასთან შედარებით, იმის გამო, რომ მასში გაერთიანებუ-

ლია მიმდინარე აქტივებისა და პასივების მართვა მათ ურთიერთკავშირებში. პრაქტიკაში არ ყოფენ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს შორის განსხვავებულობას, რომლებსაც, ერთი მხრივ, წინ წამოსწევს მიმდინარე აქტივებსა და ფინანსურ გადაწყვეტილებებს, ხოლო მეორე მხრივ, წინ წამოსწევს მიმდინარე პასივებს.

წმინდა საბრუნავი კაპიტალი – არის სხვაობა მიმდინარე აქტივებსა და მიმდინარე პასივებს შორის. იგი გამოიყენება როგორც ფინანსური მაჩვენებელი, რომელიც განსაზღვრავს ლიკვიდობას. წმინდა საბრუნავი კაპიტალის სიჭარბე თეორიულად სასურველია იმის გამო, რომ იგი წარმოადგენს ფულადი საშუალებების მარაგს, რომელსაც გააჩნია მოკლევადიანი ვალდებულებების დაფარვის უნარი.

ფულადი საშუალებების ნაკადების მოძრაობა განისაზღვრება კომპანიის საქმიანობის სპეციფიკით. მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვის ამოცანებში შედის: ფულადი საშუალებების მოძრაობის ციკლის დაპროექტება; ინვესტიციების მართვა და საბრუნავი კაპიტალის დაფინანსება.

ფინანსური ანალიზი შეუძლებელია განვიხილოთ ეკონომიკურ მაჩვენებელთა კოეფიციენტების ანალიზის გარეშე.

შევეხოთ ამ საკითხს უფრო კონკრეტულად. საინტერესოა რას წარმოადგენს: ლიკვიდური აქტივი, ლიკვიდობის კოეფიციენტი, მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი, სწრაფი ლიკვიდობის კოეფიციენტი, დავალიანების მართვის კოეფიციენტი, რენტაბელობის კოეფიციენტი, საბაზრო ღირებულების კოეფიციენტები, აქტივების რენტაბელობა, საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა.

როგორც წესი, კომპანიაში ფინანსური კოეფიციენტების შემუშავება იმიტომ წარმოებს, რომ მენეჯერს დაეხმაროს ფინანსური ანგარიშგების შეფასებაში.

კომპანიის **ლიკვიდობის კოეფიციენტი** პასუხს იძლევა კითხვაზე – კომპანიას შეეძლება თუ არა შემდეგ წელს დაფაროს ვალები შეფერხების გარეშე.

ლიკვიდური აქტივი ის აქტივია, რომელიც ბაზარზე ინტენსიურად მიმოიქცევა და თავისუფლად იყიდება საბაზრო ფასებით.

მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი ტოლია საბრუნავი აქტივების შეფრდების მოკლევადიან ვალდებულებებთან.

სწრაფი ლიკვიდობის კოეფიციენტი ტოლია საბრუნავი აქტივების (მარაგებში) შეფარდების მოკლევადიან ვალდებულებებთან.

დავალიანების მართვის კოეფიციენტი. ხარისხი, რომლითაც კომპანია იყენებს ნასესხებ დაფინანსებას, ან ფინანსურ ლევერიჯს, მნიშვნელოვანია შემდეგი სამი თვალსაზრისით: 1. აქციონერები აქტივების გაღიდებას აწარმოებენ ნასესხები საშუალებებით და აქ არ იყენებენ კომპანიის საკუთარ დაბანდებებს; 2. კრედიტორი აანალიზებს კომპანიის საკუთარ კაპიტალს, რომ განსაზღროს მის მიერ გაცემული სესხების დაბრუნების შესაძლებლობა; 3. როცა კომპანია ინვესტიციებისაგან ღებულობს მეტ მოგებას, იზრდება საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა.

რენტაბელობის კოეფიციენტი. ბიზნესის რენტაბელობა წარმოადგენს მთელი რიგი მმართველობითი გადაწყვეტილებების და კომპანიის სტრუქტურის მოქმედების საბოლოო შედეგს.

საბაზრო ღირებულების კოეფიციენტებს მიეკუთვნება კომპანიის აქციის ფასი მის მოგებასთან, ფულად ნაკადებთან და აქციის სააღრიცხვო ღირებულებასთან კონტექსტში.

აქტივების რენტაბელობა წარმოადგენს შეფარდებას წმინდა მოგებასა და აქტივებს შორის.

საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა წარმოადგენს შეფარდებას წმინდა მოგებასა და საკუთარ კაპიტალს შორის.

თანამედროვე პირობებში ფინანსური მენეჯმენტის უმნიშვნელოვანესი მიმართულებაა **ლიკვიდობის უზრუნველყოფა**, ე.ი. კომპანიის გადახდისუნარიანობის შენარჩუნება და მხარდაჭერა, რომ დროულად იქნეს ანაზღაურებული ხარჯები და სავალო ვალდებულებები.

მომგებიანობა გაიანგარიშება განსაზღვრულ პერიოდში შემოსავლებისა და ხარჯების თანაფარდობით. სწორედ ამიტომ იგი დაკავშირებულია ფულადი საშუალებების მოძრაობის კონცეფციასთან.

წმინდა საბრუნავი კაპიტალი დაკავშირებულია აგრეთვე ფონდების მოძრაობის კონცეფციასთან. ეს სიდიდე წარმოდგენილია მიმდინარე აქტივებსა და მიმდინარე პასივებს შორის სხვაობით დროის გარკვეულ პერიოდში.

მოკლევადიანი ფინანსური ანალიზისა და დაგეგმვისადმი მიდგომა დამოკიდებულია, უპირველეს ყოვლისა, კომპანიის სიდიდეზე. თუ მსხვილ კომპანიებში პერსონალის რიცხოვნობას, რომლებიც დასაქმებულია ამ ფუნქციების შესასრულებლად ჰყავს ხელმძღვანელი, მცირეში კი ეს სამუშაო შეთავსებული აქვს კომპანიის პრეზიდენტს ან ხაზინადარს.

მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვის მიზნები შემდეგია:

1. წარმოების გრაფიკის დაცვის უზრუნველყოფა;
2. გასაღების უზრუნველყოფა;
3. დაფინანსებაზე ხარჯების მინიმუმის შესახებ ინფორმაცია;
4. კომპანიის ლიკვიდობის უზრუნველყოფა.

მოკლევადიანი ფინანსური მენეჯმენტი, უპირველესად, დაკავშირებულია ფულადი სახსრების ყოველდღიურ მოძრაობასთან, ვიდრე ძირითადი ფონდების გრძელვადიან ცვლილებებთან.

იმის გამო, რომ მომავლის ზუსტი განჭვრეტა შეუძლებელია, რეკომენდებულია ანალიზისათვის გამოვიყენოთ სამი სცენარი – **უარესი, შედარებით მისაღები** და **საუკეთესო**. ამიტომ, დაგეგმვის დაწყებისას, აუცილებელია განისაზღვროს მომავალში შესაძლო ხარჯები და შემოსავლები. შეადგენს რა ხარჯთაღრიცხვას და გეგმას, მენეჯერმა უნდა მიაქციოს ყურადღება შემდეგ საკითხებს: აქვს თუ არა ამ გეგმას აზრი ჩემი გამოცდილებიდან გამომდინარე? დაემთხვევა იგი იმას თუ არა, რას ველოდები დაგეგმილ წელს?

დაგეგმვის პროცესი ითვალისწინებს უკუ კავშირების მექანიზმის არსებობას, რომელიც საშუალებას იძლევა განვაახლოთ ან შევცვალოთ პროგნოზი ახალ ინფორმაციასთან დაკავშირებით. საბოლოო გეგმა არ შეიძლება იყოს დოგმა. იგი ემსახურება მხოლოდ მოქმედების მიმართულების შერჩევას და ექვემდებარება მუდმივად გადასინჯვას.

ფინანსური გადაწყვეტილებების სფეროში მოკლევადიანი მართვა და დაგეგმვა იწყება ფულადი საშუალე-

ბებით. ფინანსისტ-მენეჯერმა უნდა გაარკვიოს მათი წყაროებისა და ხარჯვის მიმართულებები. მენეჯერმა იცის რა კომპანიის მოქმედების ყველა გადაუწყვეტელი პრობლემა და ამოცანა, იგი მათ გადასაწყვეტად იყენებს ფულადი საშუალებების მართვისა და ხარჯვის დაგეგმვის სხვადასხვა ხერხებს.

კომპანიის მართვის ჩარჩოებში ფულადი სახსრების ყოველდღიური მართვა ხშირად განიხილება, როგორც რუტინული და ნაკლებადმნიშვნელოვანი საქმიანობა. თანაც ამ საქმიანობის შედეგებზე დიდად არის დამოკიდებული მთლიანობაში საწარმოს კეთილდღეობა და წარმატებები.

მენეჯერმა უნდა ირწმუნოს, რომ ფულადი საშუალებები, მხოლოდ ერთ-ერთი, თუმცა მოკლევადიანი დაკრედიტებისა და დაგეგმვის მნიშვნელოვანი ობიექტია.

მართვის ეს სფერო მოიცავს აგრეთვე საბრუნავი საშუალებების ისეთ კომპონენტებს (დებიტორული დავალიანება), სწრაფადრეალიზებადი ფასიანი ქაღალდები და კრედიტორული დავალიანება.

ამრიგად, კომპანიის საბრუნავი კაპიტალი ეს არის ფულად ერთეულში გამოხატული მიმდინარე აქტივები, ფულადი საშუალებები, სწრაფადსარეალიზაციო ფასიანი ქაღალდები, სასაქონლო-მატერიალური მარაგები და დებიტორული დავალიანება. ეს მიმდინარე მოკლევადიანი ფინანსური და საინვესტიციო გადაწყვეტილებები უფრო ადვილად ექვემდებარება გადასინჯვას, ვიდრე გრძელვადიანი გადაწყვეტილებები.

კომპანიის მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვის პრობლემებისათვის დამახასიათებელია ის, რომ მათი

მოწესრიგება ადვილად შეიძლება დაფინანსების გრძელვადიანი წყაროებით.

კომპანიები, რომლებიც მიმოქცევაში უშვებენ დიდი მოცულობის ვალის ვალდებულებებს, ქაღალდებს ან აქციებს, ან მიღებული მოგების დიდ ნაწილს აგროვებენ, ხშირად განიცდიან ფულადი საშუალებების სიჭარბეს. სასურველია ჭარბი სახსრები დაუბრუნდეს აქციონერებს.

სახსრების ნაკლებობისას, როცა პროგნოზზე ნაკლები თანხები გააჩნია კომპანიას და ვერ ახერხებს მიმდინარე ოპერაციების განხორციელებას, უნდა გამონახოს დამატებითი ფინანსური რესურსები, წინააღმდეგ შემთხვევაში მოსალოდნელია კომპანიის საქმიანობაში უფრო მძიმე შედეგები, რასაც თან ახლავს გაკოტრება, გაყიდვა თუ მიერთება სხვა ფირმებთან.

V.2. დებიტორული დავალიანების მართვა

ფინანსების მოკლევადიანი მართვა მოითხოვს გადავიდეთ მის დეტალებზე.

როცა კომპანია ყიდის თავის პროდუქციას, ზოგჯერ მყიდველისაგან მოითხოვს მისი ღირებულების წინასწარ გადახდას, თუმცა, მასობრივ შემთხვევებში გამყიდველი მყიდველს აძლევს შეღავათს ანაზღაურების გადავადების საქმეში. მსოფლიო პრაქტიკაში დებიტორების ანგარიში საშუალოდ შეადგენს ფირმის საბრუნავი აქტივების 1/3-ს. ასეთი დებიტორული დავალიანება წარმოდგენილია როგორც კომერციული, ისე სამომხმარებლო კრედიტის სახით. პირველი ბევრად დიდია მეორეზე და, შესაბამი-

სად, მას მეტ ყურადღებას მივაქცევთ ამ ლექციის გადმოცემისას.

კრედიტით საქონლის მიწოდებათა მართვა შეიძლება დაყოფილი იქნეს 5 ძირითად ნაბიჯად:

ჯერ-ერთი, თქვენ უნდა განსაზღვროთ პირობები, რომლითაც გსურთ გაყიდოთ საქონელი, რა დროს აძლევთ მყიდველებს მიწოდებული საქონლის ანგარიშების გასანაღდებლად? თქვენ მზად ხართ თუ არა მყიდველს მისცეთ შეღავათები, თუ იგი ანგარიშებს დროულად აანაზღაურებს?

მეორე, თქვენ უნდა გადაწყვიტოთ რა ცნობა გინდათ მყიდველის გადახსდისუნარიანობის დასაზუსტებლად;

მესამე, გამყიდველმა (კომპანიამ) უნდა განსაზღვროს, რომელი მყიდველები გაანაღდებენ გადატვირთული საქონლის ანგარიშებს სრულად და დროულად;

მეოთხე, თქვენ უნდა გადაწყვიტოთ, რა მოცულობის კრედიტის მიცემა შეგიძლიათ თითოეულ მყიდველზე. ითვალისწინებთ თუ არა რისკს ამ საკითხში?

მეხუთე, და ბოლოს, თქვენს მიერ მყიდველზე კრედიტის გაცემის შემდეგ, დგება პრობლემა გაცემული სესხის ამოღების შესახებ. როგორ, რა წესებს დააწესებთ გადახდების წარმოებაზე? რა ზომებს გაატარებთ იმ გადამხდელებზე, რომლებიც ვალს აბრუნებენ დაგვიანებით?

გავარჩიოთ ცალ-ცალკე.

1. **გაყიდვის პირობები.** ყველა სახის საქმიანი ოპერაცია ხორციელდება გადასახდელების ვადის გაგრძელების პირობებით. მაგალითად, თუ თქვენ ახდენთ პროდუქციის წარმოებას მყიდველის სპეციალური შეკვეთით, ან საქონლის მიწოდებაზე ეწევით არსებით ხარჯებს, ამ

დროს გონივრული იქნება მოთხოვოთ მყიდველისაგან წინასწარ გადახდა, საქონლის მიწოდებამდე. თუ თქვენ აწვდით პროდუქციას არამუდმივ კლიენტთა დიდ რიცხვს, სასურველია ანაზღაურება მოხდეს მიწოდების მომენტში.

როცა ჩვენ ვიხილავთ გარიგებას გადახდის განვადებით, გამყიდველი აწყდება ხელშეკრულებების მრავალფეროვნებას. იგი უპირატესად მოითხოვს უფრო დროულ ანაზაურებას, თუ მყიდველთან ურთიერთობა სარისკოა ან ანგარიშზე არ გააჩნია საკმარისი ოდენობის ფულადი სახსრები, ან შეიძლება პროდუქცია მალფუჭებადია.

მყიდველის სტიმულირების მიზნით, გამყიდველი მასზე შეღავათებს ავრცელებს ანგარიშების ვადაზე ადრე ანაზღაურებისათვის.

2. **კომერციული კრედიტის ინსტრუმენტები:** გაყიდვის პირობებით განისაზღვრება კრედიტის მოცულობა, მაგრამ იგი არ განსაზღვრავს კონტრაქტის არსს. შიდა ბაზარზე მყიდველებზე საქონლის განმეორებით მიწოდება ხორციელდება ღია ანგარიშით და დაფუძნებულია ფარულ შეთანხმებაზე. ეს არის მარტივად გამყიდველის საბუღალტრო წიგნებში ჩანაწერი, რომელსაც ხელს აწერს მყიდველი.

თუ შეკვეთა დიდი მოცულობისაა და არ მოითხოვს შეღავათების რთულ სისტემას, გამყიდველს შეუძლია მყიდველს თხოვოს ხელი მოაწეროს მარტივ თამასუქს.

ეს არის მარტივად ვალის ხელწერილი, რომელიც ასეთი შინაარსისაა:

თბილისი,
1 მარტი, 2005 წ.

ვალდებული ვარ მოცემული თარიღის შემდეგ 20 დღეში ავანაზღაურო კომპანიის მოთხოვნილებების შესაბამისად ერთი ათასი (1000) ლარი მიღებული საქონლის ღირებულება.

ხელმოწერა

ასევე ფორმდება: „კომერციული თამასუქი“,
„წარმომადგენლობითი გადასაგზავნი თამასუქი“,
„ვადიანი გადასაგზავნი თამასუქი“,
„აქცეპტებული სავაჭრო თამასუქი“.
საბანკო აქცეპტები.
აკრედიტივები.

საკონტროლო კითხვები:

1. რას წარმოადგენს დებიტორული დავალიანება?
2. რას ნიშნავს „კომპანიები ანხორციელებენ ინვესტიციებს მარაგებში“?
3. რამდენი სახის აქტივები არსებობს?
4. რას ნიშნავს არაუზრუნველყოფილი ბანკის სესხები?
5. რასთან არის დაკავშირებული მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვა?
6. რას წარმოადგენს წმინდა საბრუნავი კაპიტალი?
7. ჩამოთვალეთ მოკლევადიანი ფინანსური დაგეგმვის მიზნები.
8. როგორ იმართება კომპანიაში დებიტორული დავალიანება?

თემა VI

რისკი და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება კორპორაციაში

VI.1. რისკის სახეები, რომლებიც დამახასიათებელია კორპორაციის საქმიანობისათვის

როგორც წინა ლექციებიდან გავარკვიეთ, კორპორაცია ეს არის სამეურნეო სუბიექტი, რომლის ძირითადი ფუნქციას წარმოადგენს საქონლის გაყიდვა და მომსახურების გაწევა. კომპანიის ფაქტიური საქმიანობა დაკავშირებულია სხვადასხვა სახის რისკთან. რისკი გამოდის ნებისმიერი ბიზნესის აუცილებელ ორგანულ ნაწილად. კომპანიის სამეწარმეო რისკის წარმოშობა დაკავშირებულია იმ სუბიექტთა მოქმედებასთან, რომლებიც კავშირშია კომპანიის საქმიანობებთან (აქციონერები, კრედიტორები, კლიენტები, მომწოდებლები, საწარმოს პერსონალი და ხელისუფლება). ამასთან, კომპანიას შეუძლია ფინანსური სისტემის დახმარებით შეასუსტოს რისკის არასასურველი შედეგები. მაგალითად, სადაზღვევო კომპანია ახორციელებს ისეთ მომსახურებას, რომელიც კორპორაციას აარიდებს რისკის უარყოფით შედეგებს.

კორპორაციებისათვის დამახასიათებელია შემდეგი სახის რისკები:

1. რისკი, რომელიც დაკავშირებულია წარმოებასთან;
2. რისკი, რომელიც დაკავშირებულია გამოსაშვები პროდუქციის ფასების ცვლილებებთან;

3. რისკი, რომელიც დაკავშირებულია წარმოების ფაქტორების ფასების ცვლილებებთან.

საყურადღებოა, რომ ბიზნესის მართვის რისკის შედეგებს ერთნაირად ინაწილებს არა მარტო კორპორაციის მესაკუთრეები, არამედ მენეჯერებიც და კომპანიის მთელი პერსონალი.

კორპორაციის მესაკუთრეებსა და ხელმძღვანელებს სასურველია გააჩნდეთ რისკის მართვაში გამოცდილება. ამასთან, ყველა დონის სახელმწიფო ხელისუფლების ორგანოები მოვალენი არიან გაატარონ ქმედითი ღონისძიებები რისკის არასასურველი შედეგების აღმოსაფხვრელად. მოსახლეობა სტიქიური უბედურების შემთხვევაში სახელმწიფოსაგან ელოდება ფინანსურ და მატერიალურ დახმარებას. ეკონომიკურ განვითარებაში ხელისუფლების აქტიური ჩარევის არგუმენტად შეიძლება მიჩნეული იქნეს ინფრასტრუქტურაში კაპიტალურ დაბანდებათა ბიუჯეტიდან დაფინანსება. უფრო მეტიც, სახელმწიფო ფინანსური სისტემის ინსტიტუტებს ხშირად იყენებს რისკის მართვის სტრატეგიის სარეალიზაციოდ.

კორპორაციებში სერიოზულ ღონისძიებებს ანხორციელებენ რისკის შედეგების აღმოსაფხვრელად. ამისთვის, პირველ რიგში, საჭიროა სწორად ჩამოყალიბებული რისკის მართვის პროცესი, რომელიც გულისხმობს სისტემატურ მუშაობას რისკის ანალიზის მათი მინიმიზაციისათვის შესაბამისი ზომების გამომუშავებასა და ცხოვრებაში განხორციელების უზრუნველსაყოფად. ეს პროცესი იყოფა ხუთ ეტაპად: რისკის გამოვლენა, რისკის შეფასება, რისკის მართვის საშუალებების შერჩევა, ამ საშუალებათა რეალიზაცია და შედეგების შეფასება.

რისკის გამოვლენა გულისხმობს იმის განსაზღვრას, თუ რა სახის რისკებისაკენ აქვს კომპანიას მიდრეკილება.

რისკის ეფექტიანად გამოვლენისათვის აუცილებელია რისკის პრობლემა განხილული იქნეს მასზე მოქმედი ყველა ფაქტორის გათვალისწინებით. მაგალითად, კომპანიის ხელმძღვანელობა სავალუტო კურსის მერყეობის შედეგად ჩამოყალიბებული გაურკვეველობის შედეგების აღმოსაფხვრელად ღონისძიებებს ანხორციელებს კომპლექსურად, როგორც კომპანიის, ისე მისი აქციონერების პოზიციებიდან.

რისკის სახეების ეფექტიანად გამოვლენისათვის საჭიროა გაკეთდეს ყველა იმ რისკის ჩამონათვალი, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს ადგილი კორპორაციაში.

რისკის შეფასება წარმოადგენს იმ დანახარჯთა მოცულობის განსაზღვრას, რომელიც დაკავშირებულია რისკის სახეებთან და რომლებიც გამოვლენილია რისკის მართვის პირველ ეტაპზე.

რაც შეეხება ფინანსურ აქტივებში ინვესტიციების რისკს, კორპორაცია ხშირ შემთხვევაში საჭიროებს ექსპერტთა კონსულტაციებს, რომელიც საშუალებას იძლევა დაზუსტდეს თუ რომელი რისკისაკენ აქვს კომპანიას მიდრეკილება და გამოითვალოს რაოდენობრივად თანაფარდობა რისკსა და ინვესტიციიდან მიღებულ შემოსავლებს შორის სხვადასხვა კატეგორიის აქტივებისათვის, მაგალითად, აქციებისა და ობლიგაციებისათვის.

რისკის შესამცირებლად მსოფლიო პრაქტიკაში არსებობს მისი მართვის ოთხი ძირითადი საშუალება – რისკისაგან თავის დაღწევა, გარალის თავიდან აცილება, რისკის უშუალოდ მიღება, რისკის გადატანა.

გამოვლენილი რისკის დასაძლევად შერჩეული სა-

შუალებების რეალიზაციის მთავარი პრინციპი უნდა გახდეს ნაკლები დანახარჯებით განვახორციელოთ ეს წესები.

იმის გამო, რომ რისკის მართვა პირუკუ მოქმედების დინამიკური პროცესია, მიღებული ღონისძიებები პერიოდულად უნდა იქნეს გაანალიზებული და აუცილებლობის შემთხვევაში კორექტირებული.

VI.2. ჰეჯირება, დაზღვევა და დივერსიფიკაცია

კორპორაციათა სამეურნეო-ფინანსური საქმიანობა იცნობს რისკის გადატანის სამ სქემას, რომელთაგან უმნიშვნელოვანესია იმ აქტივების გაყიდვა, რომლებსაც რისკისაკენ მიდრეკილება გააჩნია. მაგალითად, კორპორაციის ნებისმიერ შენობა-ნაგებობასთან დაკავშირებულია სამი სახის რისკი – ხანძარი, სტიქიური უბედურება და ფასების დაცემა. აქტივის გაყიდვით კორპორაცია განერიდება ზემოთ ჩამოთვლილი რისკების მოქმედებას. არსებობს სხვა გზაც. მდგომარეობის გასაუმჯობესებლად შეიძლება გამოყენებული იქნეს დაზღვევის სისტემა.

განასხვავებენ რისკის გადატანის სამ სქემას: ჰეჯირებას, დაზღვევას და დივერსიფიკაციას.

ჰეჯირება რისკის დანაკარგებისაგან თავის არიდებაა, რომელიც განპირობებულია გამყიდველებისა და მყიდველებისათვის საქონელზე საბაზრო ფასების არახელსაყრელი ცვლილებებით იმასთან შედარებით, რაც ხელშეკრულების დადების დროს იყო გათვალისწინებული.

ჰეჯირების არსი იმაში მდგომარეობს, რომ საქონლის გამყიდველი (მყიდველი) ხელშეკრულებას დებს

მისი გაყიდვის (ყიდვის) შესახებ და ერთდროულად საწინააღმდეგო ხასიათის ფიუჩერსულ გარიგებას ანხორციელებს, ე.ი. გამყიდველი ხელშეკრულებას დებს ყიდვის, ხოლო მყიდველი – საქონლის გაყიდვის შესახებ.

დაზღვევა ითვალისწინებს კორპორაციისაგან სადაზღვევო შენატანის მიღებას, ან პრემიას ზარალისაგან თავის დაღწევის მიზნით.

დივერსიფიკაციაში იგულისხმება კორპორაციის მიერ სარისკო აქტივების შენარჩუნება, ერთ-ერთი მათგანში კაპიტალური დაბანდებათა კონცენტრირებულის ნაცვლად. ამიტომ დივერსიფიკაცია ამცირებს რისკის მოსალოდნელობის შეზღუდვას.

კორპორაციის საქმიანობაში ერთ-ერთი მთავარი პრობლემაა **საინვესტიციო პროექტების რისკის შეფასება.** საინვესტიციო პროექტის რისკიანობა განისაზღვრება, როგორც ამ პროექტისათვის ფულადი სახსრების ნაკადების გადახრა მოსალოდნელთან შედარებით. რაც უფრო მეტია გადახრა, პროექტი მით უფრო სარისკოა. ითითოეული პროექტის განხილვის დროს შეფასებული უნდა იქნეს ფულადი სახსრების ნაკადები. იმის ნაცვლად, რომ შეფასდეს მომავალში ყველაზე უფრო შესაძლო ფულადი ნაკადები ყოველი მომდევნო წლისათვის, აუცილებელია კორპორაციაში შეფასება მოხდეს შესაძლო შეღეგების რაოდენობის მიხედვით.

სარისკო ინვესტიციებისაგან თავის დაღწევის ერთ-ერთი საშუალებაა **პორტფელური ანალიზის მეთოდის გამოყენება.** აქტივების ან ინვესტიციების ნაკრებს პორტფელი ეწოდება, ხოლო პორტფელური ანალიზი წარმოადგენს ნებისმიერი აქტივების ნაკრებში შემოსავლისა და რისკის განსაზღვრას.

ამერიკელი ეკონომისტის **გარი მარკოვიცის** (1959 წ.) დასკვნით, პორტფელის ანალიზი ითვალისწინებს განსაკუთრებულ სტატისტიკურ კანონზომიერებათა დადგენას, რაც მენეჯერს ან ინვესტორს საშუალებას აძლევს სისტემატურად შეამციროს ინვესტიციების ან აქტივების რისკიანობა დივერსიფიკაციის მეშვეობით, ე.ი. პორტფელში არა ერთი, არამედ რამდენიმე აქტივის შენახვით.

პორტფელის შემოსავლიანობა წარმოადგენს მასში შემავალი ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილ შემოსავლიანობას, რომელიც წარმოადგენს ხაზოვან ფუნქციას (линейная функция). დავუშვათ, რომ პორტფელის 40% შედგება „a“ ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელთაგან მოსალოდნელია 10 % შემოსავალი; შესაბამისად: 30 % შედგება „b“ ფასიანი ქაღალდებისაგან – 5 % მოსალოდნელი შემოსავლით, ხოლო დანარჩენი 30% – „c“ ფასიანი ქაღალდებისაგან შედგება, მოსალოდნელი 12 % შემოსავლით.

პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მთლიანობაში იქნება:

$$\overline{R}_p = W_a\overline{R}_a + W_bR_b + W_cR_c =$$

$$= (0{,}4\times 0{,}1) + (0{,}3\times 0{,}05) + (0{,}3\times 0{,}12) = 0{,}091$$

სადაც W_a, W_b, W_c, წარმოადგენს პორტფელში a,b,c ფასიანი ქაღალდების ხვედრით წონას, ხოლო R_a, R_b, R_c – a, b, c ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მთლიანობაში, ანუ პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი შემოსავლიანობაა.

ზოგადი სახით პორტფელის მოსალოდნელი შემო-

სავლიანობა, რომელიც შედგება „n“ ფასიანი ქაღალდები სახით, განისაზღვრება შემდეგი განტოლებით:

$$R_p = \sum_{i=1}^{n} W_iR_i$$

სადაც $\sum_{i=1}^{n} W_i = 1$

„W_i“ აღნიშნავს ინვესტორის წილს, რომელიც „i“ აქტივშია დაბანდებული, ხოლო $\overline{R}_i$ წარმოადგენს i აქტივში დაბანდებათა მოსალოდნელ შემოსავლიანობას.[1]

თუ ინვესტორი გადაწყვეტს, რომ მთელი სახსრების ჩადება ფინანსურ აქტივებში არასწორია, მაშინ პორტფელის ერთ-ერთი კომპონენტი იქნება ნაღდი ფული.

ამრიგად, პორტფელი აერთიანებს ინვესტორის ყველა ფულად სახსრებს, იქნება ეს მომგებიანი აქტივების, თუ ნაღდი ფულის სახით.

კორპორაციის ფინანსების მართვაში განსაკუთრებული როლი აკისრია „ბეტას“, რომელიც წარმოადგენს რისკის მაჩვენებელს, რომლითაც იზომება აქტივის (აქციის ან ობლიგაციის) ან პორტფელის მგრძნობიარობა. „ბეტა“ ეს არის გაზომვის ერთეული, რომელიც იძლევა რაოდენობრივ თანაფარდობას მოცემული აქციის კურსის მოძრაობასა და აქციის ბაზრის მოძრაობას შორის მთლიანობაში.

როგორც ცნობილია, კაპიტალური აქტივების ფარ-

---

[1] ***Ченг Ф., Ли, Джозеф И.Финнерти,*** Финансы корпорации: теория, методы и практика, М., ИНФРА. М., 2000, стр. 146-147.

სწარმოქმნის მოდელის ანალიზის (CAPM) ძირითადი დასკვნა იმაში მდგომარეობს, რომ ცალკეული აქციების რელევანტური რისკი (ცალკეული აქციის რელევანტური რისკი ეს არის ფასიანი ქაღალდების დივერსიფიცირებული პორტფელის რისკში მათი ანაბარი) ეს ის რისკია, რომლებიც მოაქვს ამ აქციექს ფასიანი ქაღალდების კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელისაგან. ამიტომ აქციათა დივერსიფიცირებული პორტფელის შემოსავლები უნდა შევუდაროთ საბაზრო პორტფელის შემოსავლებს, რომელშიაც მოქცეული უნდა იქნეს ბაზარზე მონაწილე ყველა აქცია. შესაბამისად, ცალკეული აქციების რელევანტური რისკის ზომები იწოდება ბეტა-კოეფიციენტად და განისაზღვრება CAPM-ის მოდელის შესაბამისად. აქედან ფორმულა: i აციის ბეტა-კოეფიციენტი, რომელიც აღინიშნება σ_i-თი, შეიძლება ასე გამოვიანგარიშოთ:

$$\sigma_i = \left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right) \cdot r_{im}$$

საყურადღებოა, რომ კაპიტალის საშუალო ფასის გამოყენება ითვალისწინებს შემდეგ ეტაპებს:

1. ფირმის ..... კოეფციენტის შეფასება;

2. ფირმაზე რისკისათვის პრემია გამოიანგარიშება ..... კოეფიციენტის რისკის საბაზრო პრემიაზე გამრავლებით;

3. „გაუნაწილებელი მოგების“ წყაროს ფასი წარმოადგენს რისკზე პრემიისა და უკრიზისო საპროცენტო განაკვეთის ჯამს.

უკრიზისო საპროცენტო განაკვეთის სახით შეიძლება გამოყენებული იქნეს გრძელვადიანი სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობა.

არსებობს სამი სახის β, რომლებიც შეიძლება გამოყენებული იქნეს კაპიტალის საშუალო შეწონილი ფასის გამოანგარიშებისას: 1. ისტორიული, 2. დაწუსტებული და 3. ფუნდამენტური.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ფასის გამოსათვლელად შეიძლება გამოყენებული იქნეს ისტორიული ან მარჟინალური გაანგარიშებები. ისტორიული ფასი გამოიყენება ზოგიერთი გადაწყვეტილების მიღებისას, კერძოდ, აღრე მიღებული სესხების გაანგარიშებისას: 1. ისტორიული, 2. დაზუსტებული და 3. ფუნდამენტური.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ფასის გამოსათვლელად შეიძლება გამოყენებული იქნეს ისტორიული ან მარჟინალური გაანგარიშებები. ისტორიული ფასი გამოიყენება ზოგიერთი გადაწყვეტილების მიღებისას, კერძოდ, აღრე მიღებული სესხების გაანგარიშებისა და ეფექტიანობის დეკლარირებისათვის. მაგრამ კორპორაციის ფინანსურ მენეჯმენტში საშუალო შეწონილი ფასის მაჩვენებელი აუცილებელია საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენისა და ანალიზისათვის. ასეთ შემთხვევაში რელევანტურს წარმოადგენს უკვე არა ისტორიული, არამედ ფულადი სახსრების ახალი წყაროების მოზიდვის ზღვრული დანახარჯები.

უმსხვილეს კორპორაციებში ფართოდ გამოიყენება გრძელვადიანი აქტივების შეფასების მოდელი დისკონტის განაკვეთის განსაზღვრით. ამ მოდელის თანახმად:

პროექტის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა $r =$

$= r_\beta + (\text{პროექტის ბეტა})(r_m - r_\beta)$

იმისათვის, რომ მოვახდინოთ გაანგარიშება, აუცილებელია პროექტის ბეტას განსაზღვრა. მანამ, სანამ დავიწყებდეთ საუბარს სხვადასხვა პროექტების ბეტას შესახებ, განვიხილოთ ზოგიერთი პრობლემა, რომელიც ეხება ბეტას გამოყენებას კაპიტალზე კომპანიის დანახარჯების შესაფერისად. პრაქტიკულად ბეტას გამოთვლა ცალკეული ფირმის მიმართ ძნელია. ბეტას შედარებით ზუსტი გამოთვლა შეიძლება მხოლოდ მსგავსი კომპანიისათვის.

კომპანიის დანახარჯები კაპიტალის მოზიდვისათვის გამოიყენება დისკონტის სწორ განაკვეთად იმ პროექტებისათვის, რომელთათვის დამახასიათებელია ზუსტად ისეთივე რისკი, როგორიც დამახასიათებელია იმ კომპანიისათვის, რომელსაც ბიზნესი უკვე განხორციელებული აქვს. პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ განვსაზღვროთ იმ პროექტების შეფარდებითი რისკი, რომლებიც ფირმის განკარგულებაშია. ამ პრობლემის გასარკვევად უფრო ღრმა ანალიზი უნდა ჩავატაროთ და ვნახოთ რას იზამს ინვესტიციების უფრო რისკიანი ნაწილი სხვასთან შედარებით. მას შემდეგ, რაც დავაზუსტებთ რატომაა AT&T აქციებისათვის დამახასიათებელი ნაკლები საბაზრო რისკი, ვიდრე სხვა ფირმის აქციებისათვის.

არის კიდევ ერთი სირთულე: პროექტის ბეტა შეიძლება გარკვეული პერიოდის შემდეგ შეიცვალოს. ზოგიერთი პროექტი დასაწყისში უფრო საიმედოა, ვიდრე განხორციელების ბოლოს, სხვა – პირიქით. ასეთ შემთხვევაში მთავარია მივმართოთ მოცემული პროექტის ბეტა კოეფიციენტს. სხვანაირად, ჩვენ შეგვიძლია გრძელვადიანი აქტივების შეფასების მომენტიდან გამომდინარე, რომელიც ეფუძნება მომავალში ერთ პერიოდს, გა-

ვიდეთ ფულადი სახსრების დისკონტირებული ნაკადების ფორმულაზე:

$$\text{ინვესტიციების შემოსავალების ნორმა} = \frac{\text{ფულადი სახსრების ნაკადი}}{\text{ინვესტიციებზე}} - 1$$

თუ მიმდინარე ღირებულება 0-ის ტოლია, მაშინ

$$\text{დისკონტის განაკვეთი} = \frac{C_1}{-C_0} - 1$$

სადაც C_1 არის შემოსულობა, C_0 – მოთხოვნილი ინვესტიციები, და, ამრიგად, აქ მოტანილი ორივე განტოლება ერთი და იგივე მოვლენაზე მიუთითებს. დისკონტის განაკვეთი, როდესაც წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლია, აგრეთვე წარმოადგენს შემოსავლიანობის ნორმას.

სამწუხაროდ, არ არსებობს გრძელვადიანი აქტივების შემოსავლიანობის უფრო ზუსტი ნორმა. ამ მიზნით, შედარებით მისაღებია **ე.წ. ფულადი სახსრების დისკონტირებული ნაკადების შემოსავლიანობის ნორმა ანუ შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმა.**

შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის მაჩვენებელი სმირად გამოიყენება ფინანსების სფეროში. ამიტომ საჭირო და აუცილებელია ვიცოდეთ, იგი როგორ გამოვთვალოთ და, ალბათ, როგორ გამოვიყენოთ.

შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმა განისაზღვრება როგორც დისკონტის განაკვეთი, როდესაც წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლია. ეს იმას ნიშნავს, რომ საინვესტიციო პროექტის შემოსავლიანობის

შინაგანი ნორმა t წლების ხანგრძლივობით ჩვენ უნდა განვსაზღვროთ შემდეგი ფორმულით:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1+IRR} + \frac{C_2}{(1+IRR)^2} + \frac{C_3}{(1+IRR)^3} + ... + \frac{C_t}{(1+IRR)^t} = 0$$

ამრიგად, შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმა განისაზღვრება როგორც დისკონტის განაკვეთი, როდესაც პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლია. აღნიშნული მეთოდი ფართოდ გამოიყენება ფინანსების სფეროში, რის გამოც აუცილებელია ვიცოდეთ მისი გამოანგარიშება. მით უმეტეს, შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის მეთოდის თანახმად კომპანიებს შეუძლიათ გამოიყენონ ნებისმიერი საინვესტიციო პროექტი, თუ მასში შემოსავლიანობის შინაგან ნორმას აღემატება ალტერნატიული დანახარჯები.

შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის მეთოდი წმინდა მიმდინარე ღირებულების მსგავსად აგებულია ფულადი სახსრების ნაკადების დისკონტირებაზე. სწორედ ამიტომ, ამ მეთოდის სწორად გამოყენების პირობებში იგი რეალურ პასუხს იძლევა. ვერ გამოვრიცხავთ იმასაც, რომ პრობლემა შეიძლება დარჩეს მისი არასწორად გამოყენებით.

დასავლეთში გავრცელებული კორპორაციული ფინანსების პრობლემებს შორის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი საკითხია საინვესტიციო პროექტების შეფასების პრაქტიკის მისაწვდომობა. **არსებობს კაპიტალურ დაბანდებათა ეფექტიანობის ანალიზის 4 მეთოდი:**

1. ინვესტიციებზე მოგების საშუალო ნორმის მეთოდი;

2. ანაზღაურების მეთოდი;

3. მოგების შიდა ნორმის მეთოდი;

4. წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდი.

პირველი ორი მეთოდით პროექტის ეკონომიკური ღირებულების შედარებით ზუსტი შეფასება წარმოეებს.

ინვესტიციებზე მოგების საშუალო ნორმის მეთოდი ეყრდნობა საშუალო-წლიური მოგების (საგადასახადო დაბეგვრის გამოკლებით) შეფასებას პროექტის ინვესტიციების საშუალო სიდიდეზე. ამ მეთოდის მთავარი ღირსებაა სიმარტივე და ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა. ნაკლოვანება უნდა ვეძებოთ იმაში, რომ იგი ეფუძნება შემოსავლის ბუღალტრულ განსაზღვრას და არა ფულადი სახსრების ნაკადებს. არ გაითვალისწინება სახსრების შემოსვლისა და გასვლის დრო; მხედველობაში არ მიიღება ინფლაციური კონიუნქტურა.

ანაზღაურების მეთოდის გამოყენება მოითხოვს კაპიტალის ამოგების პერიოდის განსაზღვრას. ე.ი. დროის ხანგრძლივობა, რომლის პერიოდშიც ფულადი სახსრების არადისკონტირებული პროგნოზირებული შემოსვლა აღემატება ინვესტიციების არადისკონტირებულ თანხას.

საინვესტიციო პროექტის ანაზღაურების პერიოდი იმ წლების რაოდენობას, რომელიც აუცილებელია სასტარტო საინვესტიციო დანახარჯების დასაფარავად.

მოგების შიდა ნორმა წარმოადგენს დისკონტირების კოეფიციენტს, როდესაც აწონასწორებს ფულადი სახსრების ნაკადების მიმდინარე ღირებულებას მათი უკუდენის საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციის შედეგად წარმოქმნილი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებასთან.

საყურადღებოა, რომ ფულადი ნაკადების დისკონ-

ტირების მეთოდით საინვესტიციო პროექტის შედარებით ობიექტური შეფასება წარმოებს.

წმინდა მიმდინარე ღირებულების (ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება მინუს ფულადი უკუდენის მიმდინარე ღირებულება) მეთოდი გამოიყენება გრძელვადიანი ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრისათვის.

VI.3. ფინანსური ლიზინგი და მისი შეფასება

კორპორაციულ ფინანსებში ერთ-ერთი გავრცელებული სახეა **ლიზინგი**, რომელიც წარმოადგენს იჯარის შესახებ შეთანხმებას ერთი წლის ან მეტი ხნის ხანგრძლივობით, რომელშიც გათვალისწინებულია ფიქსირებული გადახდის სერია.

კორპორაცია მიმართავს ლიზინგს, როგორც მოწყობილობის ალტერნატიულ შესყიდვას ხანგრძლივი მომსახურების ვადით. იჯარით შეიძლება გაიცეს ნებისმიერი ქონება, თუნდაც ელექტროსადგური, რკინიგზის ვაგონები, სატვირთო ავტომობილები, თვითმფრინავები, გემები და სხვ.

მე-20 საუკუნის 80-იანი წლებიდან ლიზინგმა განვითარების მაღალ დონეს მიაღწია, მისი საშუალო წლიური ზრდის ტემპი 15%-ს აღემატება.

ნებისმიერი სალიზინგო გარიგება ორ მხარეს მოიცავს. ქონების გამომყენებული მოიჯარედ წარმოგვიდგება, ხოლო ქონების მეპატრონე იჯარის გამცემად.

ლიზინგი მრავალი სახისაა, მაგრამ ყველა შემთხვევაში იჯარის მოსარგებლე იჯარის მესაკუთრეს პერიოდულად უნაზღაურებს იჯარის ფასს.

სალიზინგო კონტრაქტის დამთავრების შემდეგ იჯარით აღებული ქონება მის მესაკუთრეს უბრუნდება. ხშირ შემთხვევაში იჯარით მოსარგებლეს შეუძლია გამოისყიდოს მოწყობილობა ან დადოს ახალი ხელშეკრულება.

არსებობს ლიზინგის შემდეგი ფორმები: მოკლევადიანი საოპერაციო და ფინანსური ანუ კაპიტალური, შებრუნებითი და კომბინირებული.

საოპერაციო ლიზინგი, როგორც წესი, გამიზნულია როგორც დაფინანსებისათვის, ისე აქტივების ტექნიკური მომსახურებისათვის. აქ ტექნიკურ მომსახურებას ლიზინგის გამცემი ახორციელებს, რომლის ღირებულება ემატება ასანაზღაურებელ თანხას.

ფინანსური ანუ კაპიტალური ლიზინგი – ეს არის ხელშეკრულება, რომელიც საოპერაციო ლიზინგისაგან განსხვავდება: 1. არ ითვალისწინებს ტექნიკურ მომსახურებას, არ ექვემდებარება ანულირებას; ითვალისწინებს აქტივების სრულ ამორტიზაციას.

შებრუნებითი ლიზინგის ხელშეკრულებით კომპანია, რომელიც ფლობს მიწებს, შენობებს, ნაგებობებს, მოწყობილობებს, ყველაფერს ამას ყიდის სხვა კომპანიაზე, და ერთდროულად აფორმებს ხელშეკრულებას ამ აქტივების ლიზინგის წესით აღების შესახებ (განსაზღვრულ პერიოდში, სპეციალური პირობებით).

კომბინირებული ლიზინგი. თანამედროვე პირობებში ლიზინგის გამცემები ძალიან ბევრ ამოსარჩევ პირობებს ფლობენ. პრაქტიკულად, ხელშეკრულება იდება საოპერაციო, ფინანსური თუ კაპიტალური ლიზინგის ფორმით. ასეთმა შეთანხმებამ მიიღო კომბინირებული ლიზინგის სახელწოდება.

ფინანსური ლიზინგი წარმოადგენს დაფინანსების

წყაროს. ფინანსური ლიზინგის შესახებ კონტრაქტის გაფორმება კრედიტის მსგავსია.

რა უპირატესობები გააჩნია სალიზინგო ურთიერთობას? ჯერ ერთი, მოკლევადიანი ლიზინგი მოხერხებულია, ამცირებს ადმინისტრაციულ და საოპერაციო ხარჯებს. ამასთან, ლიზინგი ხელს უწყობს კაპიტალურ დაბანდებაზე კონტროლის შეზღუდვას; იგი შეიძლება გახდეს ბალანსგარეშე დაფინანსების წყარო, ნაკლებად დამაჯერებლად წარმოსახავს საბალანსო მოგებას.

განვიხილოთ სალიზინგო კონტრაქტის კონკრეტული მაგალითი.

ლიზინგის ხელშეკრულება №60-100

ქ.თბილისი 29 მარტი, 2005 წ.

1. ხელშეკრულების მონაწილე მხარეები

1.1. „ლიზინგის გამცემი“ დასახელება	სააქციო საზოგადოება „თიბისი ლიზინგი“
იურიდიული მისამართი	ქ.თბილისი, ჭავჭავაძის გამზ. 11
რეგისტრაციის №	5/5-115
რეგისტრაციის თარიღი	22 სექტემბერი, 2003 წ.
ანგარიშსწორების ანგარიში	700467700 სს „თიბისი ბანკის“ მარჯანიშვილის ფილიალი
წარმომადგენელი	დირექტორი
სახელი და გვარი	თეა ლორთქიფანიძე

1.2. „ლიზინგის მიმღები“ დასახელება	სს „არქეოპოლისი“
იურიდიული მისამართი	სენაკის რაიონი, სოფ. ძველი სენაკი
რეგისტრაციის №	56/5-6
რეგისტრაციის თარიღი	02.01.1996
ანგარიშსწორების ანგარიში	220101535 საქართველოს ბანკის ფოთის ფილიალი
წარმომადგენელი	დირექტორის წარმომადგენელი (ბრძანება №5, 2005 წლის 26 მარტი, №12)
სახელი და გვარი	დავით გვარამია

„ლიზინგის გამცემი“ და „ლიზინგის მიმღები“ ემოქმედებთ რა საქართველოს მოქმედი კანონმდებლობისა და საზოგადოების წესდებებით მინიჭებული უფლებამოსილებების შესაბამისად ვდებთ წინამდებარე ხელშეკრულებას შემდეგზე:

2. ხელშეკრულების საგანი

2.1. წინამდებარე ხელშეკრულებით ლიზინგის გამცემი იღებს ვალდებულებას ცალკე გაფორმებული ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების საფუძველზე (შემდგომში „ნასყიდობის ხელშეკრულება“) შეისყიდოს ლიზინგის მიმღების მიერ შერჩეული მომწოდებლისგან (შემდგომში „გამყიდველი“) ლიზინგის მიმღების მიერ შერჩეული საგანი (შემდგომში „ლიზინგის საგანი“), რომელიც ლიზინგით გადაეცემა ლიზინგის მიმღებს წინამდებარე ხელშეკრულების პირობების დაცვით.

3. ფინანსური ლიზინგის პირობები

3.1. ლიზინგის საგანი	იხ. დანართი № 1
3.2. გამყიდველი დანართი № 1-ის 1 და 2 პუნქტებისთვის	ЗАО "РАСКАТ" г.Рибинск, Россия
გამყიდველი დანართი № 1-ის 3 და 4 პუნქტებისთვის	შპს „საქკამაზავტოცენტრი", ქ.თბილისი, საქართველო
3.3. ლიზინგის საგნის მიწოდების ვადა	გამყიდველისგან მიღებიდან გონივრულ ვადაში
3.4. ლიზინგის საგნის მიწოდების ადგილი	ქ.თბილისი, საბაჟო ტერმინალი – ლილო 1
დანართი № 1-ის 1 და 2 პუნქტებისთვის ლიზინგის საგნის მიწოდების ადგილი	ქ.თბილისი, ზემო ალექსეევკის დასახლება გამყიდველის ტერიტორიაზე
დანართი № 1-ის 3 და 4 პუნქტებისთვის	
3.5. ლიზინგის საგნის განთავსების ადგილი	საქართველო
3.6. ლიზინგის მთლიანი ფასი	292.99657 (ორას ორმოცდათორმეტი აშშ დოლარი და 57 ცენტი)
3.6.1. მათ შორის ღღგ	48,832.76 (ორმოცდარვა ათას რვაას ოცდათორმეტი აშშ დოლარი და 76 ცენტი)
3.7. ხელშეკრულების მოქმედების ვადა	24 (ოცდაოთხი) თვე

3.8. ლიზინგის საზღაურის გადახდა	დანართში № 2 მოცემული გრაფიკის მიხედვით
3.9. ლიზინგის საზღაურის ვადამდე დაფარვა	დანართში № 2 მოცემული პრინციპით
3.10. პირგასამტეხლო ვადაგადაცილებაზე	0,5 % ყოველ ვადაგადაცილებულ ღღეზე, არა უმეტეს ლიზინგის მთლიანი ფასის 20 %
3.11. ლიზინგის საგნის დამზღვევი	ლიზინგის გამცემი
3.12. ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა	40000 (ორმოცი ათასი აშშ დოლარი)
	აშშ დოლარი
3.13. ვალდებულების უზრუნველყოფის სარგებელი	9 (ცხრა) %
3.14. ვალდებულების უზრუნველყოფის დაბრუნების თარიღი	15 იელისი, 2005 წელი

4. განმარტებები და მნიშვნელობები

4.1. წინამდებარე ხელშეკრულებაზე მხარეთა ხელმოწერა ადასტურებს, რომ ლიზინგის მიმღებმა უშუალოდ თვითონ შეარჩია სასურველი მომწოდებელი და განსაზღვრა ლიზინგის საგანი. ამდენად, ლიზინგის გამცემს არ ეკისრება პასუხისმგებლობა ლიზინგის საგნის ან მისი მოწოდების ვადების შესაბამისობაზე ლიზინგის მიმღების მოთხოვნებთან, აგრეთვე ნასყიდობის ხელშეკრულებასთან და წინამდებარე ხელშეკრულების დანართში № 1 განსაზღვრულ მახასიათებლებთან.

4.2. ლიზინგის მიმღები ლიზინგის საგანთან ან მისი მოწოდების ვადებთან დაკავშირებით პრეტენზიის შემთ-

ხვევაში ვალდებულია მიმართოს გამყიდველს. მას გამყიდველთან ენიჭება ისეთივე სოლიდარული უფლება პრეტენზიის წაყენებისა, როგორიც ლიზინგის გამცემს. ამასთან, პრეტენზიის წაყენება და დაკმაყოფილება სავალდებულოა წერილობითი შეთანხმების ლიზინგის გამცემთან. გამყიდველისგან ფულადი კომპენსაციის მიღების შემთხვევაში, თანხა უნდა მიემართოს ლიზინგის გამცემის ანგარიშზე ლიზინგის საზღაურის შესამცირებლად.

4.3. ლიზინგის მიმღებს ეკისრება ნასყიდობის ხელშეკრულებასთან დაკავშირებული მყიდველის ვალდებულებები ლიზინგის საგნის მიღების, შენახვის, მონტაჟის, ექსპლუატაციაში შეყვანის, მოხმარებისა და რემონტის წესებთან დაკავშირებით (გარდა ღირებულების გადახდის ვალდებულებისა) ისე, თითქოს ის იყოს ნასყიდობის ხელშეკრულების მონაწილე მხარე. ლიზინგის გამცემს არ ეკისრება პასუხისმგებლობა ამ ვალდებულებების შეუსრულებლობის, ან არასათანადო შესრულებაზე.

4.4. ლიზინგის საგნის მესაკუთრეს წარმოადგენს ლიზინგის გამცემი.

4.5. ლიზინგის საგნის მიწოდება ხორციელდება 3.4 პუნქტში მითითებულ მისამართზე.

4.6. ლიზინგის საგნის მიწოდება ფორმდება მიღება-ჩაბარების აქტით. მიღება-ჩაბარების აქტზე ხელს უნდა აწერდნენ ლიზინგის გამცემისა და ლიზინგის მიმღების უფლებამოსილი წარმომადგენლები.

4.7. მიღება-ჩაბარების აქტის ხელმოწერისთანავე ლიზინგის მიმღები იძენს ლიზინგის საგნით სარგებლობისა და ფლობის უფლებას, აგრეთვე ეკისრება ლიზინგის საგნის დაზიანების და/ან შემთხვევით დაღუპვის რისკი მთლიანად.

4.8. იმ შემთხვევაში, თუ ლიზინგის მიმღები დაუყოვნებლივ წერილობით უარს არ განაცხადებს ლიზინგის საგნის მიღებაზე, მაგრამ აყოვნებს მიწოდებული ლიზინგის საგნის მიღებას, მაშინ ლიზინგის მიწოდებულად ჩაითვლება და ლიზინგის მიმღებს დაეკისრება ლიზინგის საგნის დაზიანების და/ან შემთხვევით დაღუპვის რისკი მთლიანად.

4.9. ლიზინგის მიმღების მიერ ლიზინგის საგნის მიღებაზე დაუსაბუთებელი უარის შემთხვევაში, ან მიღების შემდეგ მფლობელობაზე უარის თქმისა და წინამძღებარე ხელშეკრულების ვადამდე მოშლის მოთხოვნის შემთხვევაში, ლიზინგის მიმღებს ეკისრება პირგასამტეხლო ლიზინგის საერთო თანხის 20%-ის ოდენობით.

4.10. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია განათავსოს ლიზინგის საგანი 3.5. პუნქტში მითითებულ მისამართზე და არ გადააადგილოს ლიზინგის გამცემის წერილობითი თანხმობის გარეშე.

4.11. ლიზინგის მთლიანი ფასი წარმოადგენს ლიზინგის მიმღების მიერ ლიზინგის საგნით სარგებლობის საერთო საზღაურს.

4.12. ლიზინგის საზღაურის გადახდა წარმოებს დანართში №2 მოცემული გრაფიკის შესაბამისად.

4.13. წინამძებარე ხელშეკრულების ვადის ბოლოს, ხელშეკრულებით განსაზღვრული ვალდებულებების სრულად შესრულებისა და ლიზინგის მთლიანი ფასის სრულად გადახდის გარეშე. საკუთრებაში გადაცემასთან დაკავშირებული რეგისტრაციის ან სხვა ტიპის გადასახადების არსებობის შემთხვევაში, ასეთი ხარჯების გაწევას ახორციელებს ლიზინგის მიმღები.

4.14. ლიზინგის მიმღებს შეუძლია ვადაზე ადრე გამოისყიდოს ლიზინგის საგანი. დანართში №2 მოცემულია ვადაზე ადრე გამოსყიდვის შემთხვევაში დარჩენილი ლიზინგის საზღაურის დისკონტირებული მოცულობა, კონკრეტულ თარიღში გრაფიკით გათვალისწინებული ლიზინგის საზღაურის გადახდის შემდეგ. ლიზინგის საზღაურის ვადაზე ადრე ნაწილობრივი შემცირების შემთხვევაში ლიზინგის მთლიანი ფასი არ იცვლება. დაუშვებელია დანართში №1 მოცემული ლიზინგის საგნის ნაწილის გამოსყიდვა.

4.15. იმ შემთხვევაში, თუ ლიზინგის მიმღები ისარგებლებს 4.14. პუნქტში მითითებული უფლებით, მან ლიზინგის საგნის ვადამდე გამოსყიდვის სურვილის შესახებ წერილობით უნდა შეატყობინოს ლიზინგის გამცემს. ასეთი შეტყობინება უნდა გაკეთდეს გამოსყიდვამდე არანაკლებ 30 კალენდარული დღით ადრე.

4.16. პირგასამტეხლო ვადაგადაცილებაზე დაირიცხება იმ შემთხვევაში, თუ ლიზინგის მიმღები დააგვიანებს და/ან არ გადაიხდის ლიზინგის საზღაურს მთლიანად ან ნაწილობრივ გრაფიკით გათვალისწინებულ ვადებში და ოდენობით. პირგასამტეხლო დაერიცხება ვადაგადაცილებულ დავალიანებას ყოველ ვადაგადაცილებულ დღეზე 3.10 პუნქტში წარმოდგენილი ოდენობით დღგ-ის ჩათვლით.

4.17. ლიზინგის საგნის დაზღვევას ახორციელებს 3.11 პუნქტით განსაზღვრული მხარე, წინამდებარე ხელშეკრულების მე-9 პუნქტში მოცემული პირობების დაცვით.

4.18. ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა წარმოადგენს ლიზინგის მიმღების მიერ წინამდებარე ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულებების უზრუნველყოფას.

4.19. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია ჩარიცხოს ლიზინგის გამცემის ანგარიშზე ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა წინამდებარე ხელშეკრულების ხელმოწერიდან არაუგვიანეს 3 საბანკო დღის განმავლობაში.

4.20. ვალდებულების უზრუნველყოფის სარგებელი არის წლიური პროცენტი, რომელიც იანგარიშება ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხიდან, ლიზინგის გამცემთან განთავსების ფაქტიურ დღეებზე გადაანგარიშებით. სარგებლის დარიცხვა ხორციელდება განთავსების პერიოდის ბოლოს.

4.21. 3.14. პუნქტში მითითებულია თარიღი, როდესაც უზრუნველყოფის თანხა უბრუნდება ლიზინგის მიმღებს დარიცხულ სარგებელთან ერთად ან იქვითება ლიზინგის მიმღების მიერ გადასახდელ საზღაურში.

4.22. ლიზინგის მიმღების მიერ ხელშეკრულების პირობების დარღვევის/არაჯეროვნად შესრულების შემთხვევაში ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია დააკავოს პირგასამტეხლოს, საურავის, მიყენებული ზიანის ან ვადაგადაცილებული დავალიანების თანხა ვალდებულების უზრუნველყოფისა და მასზე დარიცხული სარგებლის თანხიდან.

5. ანგარიშსწორების პირობები

5.1. ლიზინგის მიმღებმა ლიზინგის გამცემს ლიზინგის საზღაური უნდა გადაუხადოს უნაღდო ანგარიშსწორებით, ლიზინგის გამცემის საბანკო ანგარიშზე თანხის ჩარიცხვის გზით. გადახდის თარიღად ითვლება ლიზინ-

გის საბღაურის ლიზინგის გამცემის საბანკო ანგარიშზე ჩარიცხვის თარიღი.

5.2. ლიზინგის საბღაური დაფიქსირებულია აშშ დოლარებში. ლიზინგის მიმღების მიერ ლიზინგის გამცემისათვის ლიზინგის საბღაურის გადახდა უნდა განხორციელდეს ლარებში ანგარიშ-ფაქტურის გამოწერის დღეს ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის კონვერტაციის კურსის შესაბამისად.

5.3. ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა ლიზინგის მიმღებმა უნდა გადაიხადოს ეკვივალენტით ლარებში, ლიზინგის გამცემის ანგარიშზე თანხის ჩარიცხვის დღეს უბრუნდება ლიზინგის მიმღებს ან იქვითება სალიზინგო საბღაურში ეკვივალენტით ლარებში, 3.14 პუნქტში მითითებულ თარიღში არსებული კურსის შესაბამისად.

5.4. ვადაგადაცილების არსებობის შემთხვევაში, პირველ რიგში, იფარება ვადაგადაცილებაზე დარიცხული პირგასამტეხლო, შემდეგ ლიზინგის საბღაური.

5.5. თუ ლიზინგის საგნის მიწოდება არ განხორციელდა გრაფიკით გათვალისწინებულ პირველ გადახდამდე, პირველი თვის საბღაური გაზრდილი 1,5%-ით ემატება მომდევნო თვის გადასახადს. გადახდა იწყება ლიზინგის საგნის მიწოდების შემდეგ გრაფიკით გათვალისწინებულ პირველივე გადახდის თარიღში და გადაიხდება წინა თვეების თანხები ჯამურად (გაზრდილი თვეში 1,5%-ით).

5.6. ლიზინგის საგანთან დაკავშირებული საგადასახადო და მასთან გათანაბრებული ისეთი გადასახადების ცვლილებების შემთხვევაში, რომელთა გადამხდელია ლიზინგის გამცემი, ამ უკანასკნელს უფლება აქვს მოითხოვოს ლიზინგის საბღაურის გაზრდა გადასახადების ცვლილების შესაბამისად. ლიზინგის გამცემი წერილობით ატყობინებს ლიზინგის მიმღებს განხორციელებული ცვლილებებისა და ლიზინგის საბღაურის შეცვლის აუცილებლობის შესახებ. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია განახორციელოს გადახდები შეცვლილი თანხის შესაბამისად.

5.7. ლიზინგის საგნის ნაკლის გამო გამყიდველისგან მიღებული თანხობრივი ანაბღაურებით, ან სადაზღვევო შემთხვევის დადგომის შედეგად სადაზღვეო კომპანიის მიერ ანაბღაურებული თანხით ლიზინგის საბღაურის შემცირება არ ხსნის ლიზინგის მიმღების ვალდებულებას შემდგომი გადახდის დადგომის ვადაში სრული მოცულობით გადაიხადოს ლიზინგის ყოველთვიური საბღაური. წინასწარ გადახდილი თანხის შესაბამისად, მცირდება ლიზინგის მოქმედების ვადა.

5.8. ლიზინგის გამცემის მიერ ლიზინგის მიმღებისათვის ყოველთვიურ სალიზინგო საბღაურზე ანგარიშ-ფაქტურის გამოწერა მოხდება თანდართული გრაფიკით განსაზღვრულ გადახდის თარიღებში.

5.9. იმ შემთხვევაში, თუ თანდართული გრაფიკით განსაზღვრული გადახდის თარიღი ემთხვევა უქმე დღეს, თანხის გადახდა და ანგარიშ-ფაქტურის გამოწერა უნდა განხორციელდეს პირველივე სამუშაო დღეს.

6. მხარეთა უფლება-მოვალეობანი

6.1. ლიზინგის გამცემი ვალდებულია:

6.1.1. გააფორმოს 3.2. პუნქტში მითითებულ გამყიდველთან ნასყიდობის ხელშეკრულება 3.1. პუნქტში მითი-

თებულ ლიზინგის საგანზე და გააცნოს ლიზინგის მიმღებს ნასყიდობის ხელშეკრულების პირობები.

6.1.2. გადაიხადოს ლიზინგის საგნის ფასი ნასყიდობის ხელშეკრულებით გათვალისწინებული პირობებით.

6.1.3. ლიზინგის გამცემი მხოლოდ მაშინ აგებს პასუხს ლიზინგის საგნის/საგნის ნაწილის ნაკლზე თუ ლიზინგის საგნის/საგნის ნაწილის ლიზინგის მიმღებისთვის გადაცემამდე იცოდა ნაკლი, რომელიც არ აკმაყოფილებდა ხელშეკრულებით დათქმულ თვისებებს და ეს ნაკლი განზრახ დამალა. ყველა სხვა შემთხვევაში ლიზინგის საგნის/საგნის ნაწილის ნაკლზე პასუხისმგებლობა ეკისრება გამყიდველს.

6.1.4. დაუბრუნოს ლიზინგის მიმღებს ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა დარიცხულ სარგებელთან ერთად 3.13. პუნქტში მითითებული ვადის გასვლის შემდეგ, ამ პერიოდისათვის ლიზინგის მიმღების მიერ წინამდებარე ხელშეკრულების ყველა პირობის შესრულების შემთხვევაში.

6.2. ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია:

6.2.1. მოსთხოვოს ლიზინგის მიმღებს ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხისა და ლიზინგის მთლიანი ფასის გადახდა ხელშეკრულების პირობების დაცვით.

6.2.2. ნებისმიერ დროს, ლიზინგის მიმღებთან წინასწარი შეთანხმების გარეშე, შეამოწმოს ლიზინგის საგნის მდგომარეობა.

6.2.3. ლიზინგის საგანზე გააკეთოს შესამჩნევი მარკირება რათა უზრუნველყოს მესამე პირთა ინფორმირება, რომ ლიზინგიმ გამცემი არის ლიზინგის საგნის მესაკუთრე.

6.2.4. მოითხოვოს ლიზინგის საგნის დაბრუნება, თუ

ლიზინგის მიმღები არ ასრულებს ხელშეკრულებით ნაკისრ ვალდებულებებს სრულად.

6.3. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია:

6.3.1. ჩარიცხოს ვალდებულების უზრუნველყოფის თანხა ლიზინგის გამცემის ანგარიშზე 4.1.9. პუნქტის პირობების დაცვით.

6.3.2. მიიღოს ლიზინგის საგანი ლიზინგის გამცემის მიერ 3.4. პუნქტში მითითებულ მისამართზე მიწოდებისთანავე და მიღებისთანავე ხელი მოაწეროს მიღება-ჩაბარების აქტს.

6.3.3. განახორციელოს ლიზინგის მთლიანი ფასის გადახდა დანართში მოცემული გრაფიკის დაცვით.

6.3.4. აუნაზღაუროს ლიზინგის გამცემს ლიზინგის საგანზე გაწეული გაუთვალისწინებელი ხარჯები.

6.3.5. იზრუნოს ლიზინგის საგნის სათანადოდ მოვლაზე.

6.3.6. განახორციელოს ლიზინგის საგნის მხოლოდ მიმდინარე რემონტი, ხოლო კაპიტალური სამუშაოები (რემონტი) განახორციელოს მხოლოდ ლიზინგის გამცემის წინასწარი წერილობითი თანხმობით.

6.3.7. ლიზინგის საგნის დაზიანების შემთხვევაში საკუთარი სახსრებით დაუყოვნებლივ აღადგინოს ლიზინგის საგანი და მისი გამართული ფუნქციონირებისათვის საჭირო მოწყობილობა.

6.3.8. არ დაუშვას ლიზინგის საგნის ექსპლუატაციისას, სარგებლობისას, ისეთი სახის თუ ხარისხის (დაბალხარისხიანი და დაბალფასიანი დეტალით/ნაწილით) ნივთით ნებისმიერი სახით მომსახურება, რამაც შეიძლება გააუარესოს, არსებითად შეცვალოს ლიზინგის საგნის მდგომარეობა.

6.3.9. დაიცვას ლიზინგის საგნის ტექნიკური პირობები და ექსპლუატაციის წესები.

6.3.10. თუ ლიზინგის საგანს აღმოაჩნდება ნაკლი, ნაკლის გამოსწორება მოსთხოვოს გამყიდველს.

6.3.11. ლიზინგის საგნის/საგნის ნაწილის მიღებაჩაბარებისას წარმოშობილი ხარჯები, რომელიც დაკავშირებული არ არის ნივთის ყიდვასთან, აგრეთვე ლიზინგის საგნის საკუთრებაში მიღების ხარჯები აანაზღაუროს სრულად.

6.3.12. არ დაუშვას ლიზინგის საგნის გამოყენება კანონმდებლობის ან რაიმე ნორმატიული აქტის დარღვევით. კეთილსინდისიერად შეასრულოს კანონმდებლობის მოთხოვნები სალიზინგო ქონებით სარგებლობასთან დაკავშირებით, მიიღოს ყველა ლიცენზია, ნებართვა ან სხვაგვარი ადმინისტრაციული აქტი, რომელიც მოითხოვება ან მოთხოვნილ იქნება ხელშეკრულების მოქმედების პერიოდში.

6.3.13. ქველიზინგის ხელშეკრულება დადოს მხოლოდ ლიზინგის გამცემის წერილობითი თანხმობით.

6.3.14. ლიზინგის გამცემის წერილობითი თანხმობის გარეშე არ შეცვალოს და არ დააზიანოს მარკირების ფორმა. მარკირების შემთხვევით განადგურების ან დაზიანების შემთხვევაში ერთი დღის ვადაში შეატყობინოს ლიზინგის გამცემს და მიუთითოს მარკირების დაზიანების გამომწვევი მიზეზები. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია ლიზინგის გამცემს აღმოუჩინოს დახმარება ერთი დღის ვადაში განმეორებითი მარკირების განხორციელებისათვის.

6.4. ლიზინგის მიმღები უფლებამოსილია:

6.4.1. გამოიყენოს ლიზინგის საგანი თავისი სამეურნეო მიზნებისთვის წინამდებარე ხელშეკრულების პირობების დაცვით.

6.4.2. წინამდებარე ხელშეკრულების ვადის ბოლოს, ხელშეკრულებით განსაზღვრული ვალდებულებების სრულად შესრულების შემთხვევაში საკუთრებაში მიიღოს ლიზინგის საგანი.

6.4.3. გამოისყიდოს ლიზინგის საგანი ვადამდე, წინამდებარე ხელშეკრულებით განსაზღვრული წესით.

6.4.4. ვალდებულების უზრუნველყოფის განთავსების ვადის ბოლოს მოითხოვოს უზრუნველყოფის თანხის დაბრუნება მასზე დარიცხულ სარგებელთან ერთად, ამ პერიოდისათვის ლიზინგის გამცემის მიმართ ვალდებულებების სრულად შესრულების შემთხვევაში.

7. უფლებები ლიზინგის საგანზე

7.1. ლიზინგის მიმღებს ლიზინგის საგანზე არ გააჩნია საკუთრების უფლება. იგი აღჭურვილია მხოლოდ საგნის ფლობისა და სარგებლობის უფლებით. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია არ დაუშვას მესამე პირთა მიერ ლიზინგის საგნით სარგებლობა და/ან განკარგვა მესაკუთრის წერილობითი თანხმობის გარეშე.

7.2. ლიზინგის მიმღებს არ შეუძლია თავისი უფლება გადასცეს მესამე პირს ლიზინგის გამცემის წერილობითი თანხმობის გარეშე. ლიზინგის გამცემს მიმღების თანხმობის გარეშე შეუძლია საკუთრების უფლებამოვალეობანი ლიზინგის მიმღების მიმართ, გადასცეს მესამე პირებს.

7.3. ლიზინგის მიმღებს არ შეუძლია ლიზინგის გამ-

ცემის წერილობითი ნებართვის გარეშე შეცვალოს ლიზინგის საგნის რაიმე დეტალი/ნივთის ცვლილება, ლიზინგის საგნის გაუმჯობესება იქნება ის შეთანხმებული თუ არა ლიზინგის გამცემთან, იქნება თუ არა საგნის განუყოფელი ნაწილი ავტომატურად ითვლება ლიზინგის გამცემის საკუთრებად. თუ ლიზინგის მიმღებზე საკუთრებაში გადადის ლიზინგის საგანი, ანუ ლიზინგი მთავრდება გამოსყიდვით, საგნის შეცვლილ/გაუმჯობესებულ ნივთზეც შესაბამისად გადადის საკუთრების უფლება.

7.5. ლიზინგის მიმღების მიერ ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულებების სრულად შესრულების შემთხვევაში ლიზინგის საგანი ავტომატურად გადადის ლიზინგის მიმღების საკუთრებაში.

8. კონტროლი

8.1. ხელშეკრულების მოქმედების პერიოდში ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია აკონტროლოს ლიზინგის მიმღების საფინანსო-სამეურნეო მდგომარეობა, აგრეთვე ლიზინგის საგანი და მისი ექსპლუატაციის პირობები;

8.2. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია შექმნას ლიზინგის საგნის გამოყენების კონტროლისა და ამ ხელშეკრულების შესრულებასთან დაკავშირებული ნებისმიერი ინფორმაციის მოპოვების პირობები. ლიზინგის მიმღების ფინანსური მდგომარეობისა და საქმიანი ოპერაციების ამსახველი საბუთების რეგულარული გაცნობის და მისი შენობა-ნაგებობებში თავისუფალი შეღწევის, სათავსოებისა და მოწყობილობების დათვალიერებისა და შემოწმების ჩათვლით. შემოწმების პერიოდულობა და რაოდენობა განისაზღვრება ლიზინგის გამცემის მიერ მიმღების წინასწარი შეტყობინების გარეშე.

8.3. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია ლიზინგის გამცემის წინასწარი წერილობითი მოთხოვნიდან 3 (სამი) საბანკო დღის განმავლობაში წარმოადგინოს ლიზინგის გამცემისათვის საჭირო ინფორმაცია და საბუთები.

8.4. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია ლიზინგის გამცემის მოთხოვნის საფუძველზე, ლიზინგის გამცემის მიერ დადგენილ ვადებში და მის მიერ დადგენილი ფორმით წარუდგინოს ლიზინგის გამცემს ყოველი ანგარიში, ღებულება და დოკუმენტაცია ლიზინგის მიმღების ფინანსური მდგომარეობისა და საქმიანი ოპერაციების, აგრეთვე ლიზინგის საგნის შესახებ.

9. დაზღვევა

9.1. ლიზინგის საგნის დაზღვევას ახორციელებს 3.11 პუნქტში მითითებული მხარე.

9.2. თუ 3.11. პუნქტის მიხედვით ლიზინგის საგნის დამზღვევად განსაზღვრულია ლიზინგის მიმღები, იგი ვალდებულია:

9.2.1. ლიზინგის საგნის მიღებიდან ერთი დღის ვადაში განახორციელოს დაზღვევა და წარადგინოს ლიზინგის გამცემთან სადაზღვევო პოლისი.

9.2.2. თუ სადაზღვევო პოლისის მოქმედების ვადა ნაკლებია ლიზინგის მოქმედების ვადაზე, პოლისის მოქმედების ვადის გასვლიდან ერთი დღის ვადაში წარუდგინოს ლიზინგის გამცემს განახლებული სადაზღვევო პოლისი.

9.3. ლიზინგის მიმღების მიერ 9.2. პუნქტით განსაზღვრული პირობების დაუკმაყოფილებლობის შემთხვევაში, ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია თვითონ დააზღვიოს ლიზინგის საგანი. ამ შემთხვევაში ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია გაზარდოს ლიზინგის საგნის საერთო ფასის დარჩენილი საზღაური დარჩენილ წლებზე გადაანგარიშებით, წელიწადში არაუმეტეს 10%-ის ოდენობით, რის შესახებაც წერილობით ატყობინებს ლიზინგის მიმღებს.

9.4. სადაზღვევო კომპანიის, დაზღვევის თანხისა და დაზღვეული რისკების შერჩევას ახორციელებს ლიზინგის გამცემი.

9.5. დაზღვევის ბენეფიციარს წარმოადგენს ლიზინგის გამცემი.

9.6. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია დაიცვას დაზღვევის ხელშეკრულების პირობები.

9.7. სადაზღვევო შემთხვევის დადგომის შემთხვევაში ლიზინგის მიმღები ვალდებულია დაუყოვნებლივ აცნობოს ლიზინგის გამცემს და სადაზღვევო კომპანიას. აგრეთვე, განახორციელოს ყველა ის ქმედება, რომელიც მოთხოვნილია სადაზღვევო კომპანიის მიერ დაზღვევის ასანაზღაურებლად.

9.8. სადაზღვევო შემთხვევის დადგომისას ლიზინგის გამცემს უფლება აქვს მოითხოვოს სადაზღვევო ანაზღაურებით ლიზინგის საზღაურის შემცირება, ან ლიზინგის საგნის აღდგენა.

9.9. თუ სადაზღვევო კომპანია სადაზღვევო შემთხვევის დადგომისას რაიმე მიზეზის გამო აყოვნებს საზღაურის გადახდას, ლიზინგის მიმღები ვალდებულია გა-

აგრძელოს სალიზინგო საზღაურის გადახდა დადგენილი გრაფიკით.

9.10. თუ სადაზღვევო კომპანია სადაღზვევო შემთხვევის დადგომისას რაიმე მიზეზის გამო არ აანაზღაურებს დაზღვევის თანხას, ლიზინგის მიმღები ვალდებულია საკუთარი სახსრებით აღადგინოს ლიზინგის საგანი და გააგრძელოს სალიზინგო საზღაურის გადახდა.

9.11. თუ ლიზინგის საგანი არ ექვემდებარება აღდგენას, ხოლო სადაზღვევო კომპანია რაიმე მიზეზით არ ანაზღაურებს დაზღვევის თანხას ან ეს თანხა არასაკმარისია ლიზინგის დარჩენილი საზღაურის გადასახდელად, ლიზინგის მიმღები ვალდებულია დაფაროს დარჩენილი დავალიანება სრულად, საურავების ჩათვლით (ასეთის არსებობის შემთხვევაში). თუ მიღებული სადაზღვევო ანაზღაურება აღემატება ლიზინგის მიმღების დავალიანებას, სხვაობა წარმოადგენს ლიზინგის მიმღების საკუთრებას.

9.12. თუ რაიმე მიზეზის გამო ლიზინგის საგანი არ არის დაზღვეული, მისი დაზიანების ან განადგურების რისკი ეკისრება ლიზინგის მიმღებს მთლიანად.

10. განცხადებები და გარანტიები

10.1. ლიზინგის მიმღები აცხადებს და გარანტიას იძლევა, რომ:

10.2. წარმოადგენს საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად დაფუძნებულ და რეგისტრირებულ იურიდიულ პირს, რომელიც თავის საქმიანობას ეწევა მოქმედი კანონმდებლობის შესაბამისად.

10.3. აქვს წინამდებარე ხელშეკრულების და მასთან დაკავშირებული უზრუნველყოფის ხელშეკრულებების დადებისა და შესრულებისათვის საჭირო უფლებაუნარიანობა.

10.4. არ მონაწილეობს არცერთ სასამართლო პროცესში (მოსარჩელის, მოპასუხის ან მესამე პირის სახით), რითაც საფრთხე ემუქრება მის ქონებას და/ან აქტივებს.

10.5. წარუდგინა ლიზინგის გამცემს ინფორმაცია წინამდებარე ხელშეკრულების დადების დღისათვის არსებული ყველა ვალდებულების შესახებ, მათ შორის, დაფუძნებულების პირადი ვალდებულებების შესახებ.

10.6. წინამდებარე ხელშეკრულების დადება და შესრულება არ იწვევს ლიზინგის მიმღების სადამფუძნებლო დოკუმენტების და ან ნებისმიერი გარიგების პირობის დარღვევას, რომლის მხარესაც წარმოადგენს ლიზინგის მიმღები.

10.7. აღნიშნული გარიგების დადებისას, ლიზინგის მიმღები არ იმყოფება შეცდომის, მოტყუების, მის წინააღმდეგ გამოყენებული ძალადობის ან მუქარის გავლენის ქვეშ.

11. ხელშეკრულების შეწყვეტა

11.1. ლიზინგის მიმღები თანახმაა, რომ ლიზინგის გამცემს შეუძლია ხელშეკრულების ვადამდე შეწყვეტა, თუ:

11.1.1. გამყიდველი ცვლის ნასყიდობის ხელშეკრულების დადებისათვის წინასწარ შეთანხმებულ პირობებს და შეცვლილი პირობები მიუღებელია ლიზინგის გამცემისათვის ან ლიზინგის მიმღებისათვის.

11.1.2. ლიზინგის მიმღები ვერ გადაიხდის ლიზინგის საბღაურს წინამდებარე ხელშეკრულების დანართით განსაზღვრულდი წესით.

11.1.3. ლიზინგის მიმღები ვერ შეასრულებს ან ვერ დაიცავს ამ ხელშეურელებით დადგენილ (ლიზინგის საბღაურის გადახდის გარდა) ნებისმიერ ვალდებულებას ან ლიზინგის მიმღებსა და ლიზინგის გამცემს შორის არსებული ნებისმიერი სხვა ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ ვალდებულებას;

11.1.4 ლიზინგის გამცემის წინასწარი თანხმობის გარეშე ლიზინგის მიმღები დაიკისრებს რაიმე დამატებით ვალებს ან ვალდებულებებს;

11.1.5. განადგურდა, დაზიანდა ან ღირებულება შეუმცირდა (ნორმალური ამორტიზაციის გარდა) ლიზინგის საგანს, რაც არ იფარება დაზღვევით.

11.1.6. ლიზინგის მიმღების ან მისი თავდების მიმართ იქნება ლიკვიდაციის ან ბანკნოტად გამოცხადების მოთხოვნა ან თუ ისინი თვითონ მიიღებენ გადაწყვეტილებას ლიკვიდაციის შესახებ;

11.1.7. ლიზინგის მიმღების კაპიტალი მნიშვნელოვნად შემცირდება;

11.1.8. ლიზინგის მიმღების ან თავდების, მათი ქონების, მმართველობის ორგანოებისა და თანამდებობის პირების მიმართ ნებისმიერი სახელმწიფო ან მსგავსი უფლებამოსილების მქონე ორგანოს მიერ მიღებული იქნება გადაწყვეტილება ან გამოყენებული იქნება ღონისძიება, რომლებიც არსებითად გაართულებს ან შეუძლებელს გახდის ლიზინგის მიმღების მიერ საკუთარი ქონების განკარგვას, მისი მმართველობის ორგანოებისა და სხვა უფლებამოსილ პირთა საქმიანობას;

11.1.9. ნებისმიერი უფლებამოსილი ორგანო ჩამოართმევს ლიზინგის მიმღებს ქონებას ან სხვა აქტივებს ან მის მნიშვნელოვან ნაწილს.

11.1.10. ლიზინგის მიმღების ნებისმიერი განცხადება ან გარანტია, რომელსაც ადასტურებს ან რაც მოცემულია ამ ხელშეკრულებასთან კავშირში, აღმოჩნდება მნიშვნელოვნად არასწორი.

11.1.11. ლიზინგის მიმღების მოქმედება მიმართულია ლიზინგის გამცემის მოტყუებისაკენ.

11.2. წინამდებარე ხელშეკრულება შეიძლება შეწყდეს, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსით გათვალისწინებულ სხვა შემთხვევებში და წესით.

11.3. გემოთ აღწერილი ნებისმიერი დარღვევის შემთხვევაში (იქნება ეს ლიზინგის მიმღების მოქმედების შედეგად თუ კანონის ძალით), ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია შეტყობინების მიწოდების გზით მოითხოვოს ხელშეკრულების ცალმხრივად შეწყვეტა და თავისი შეხედულებით ქვემოთ მითითებული ერთ-ერთი პირობის შესრულება:

11.3.1. ლიზინგის დარჩენილში საზღაურის და პირგასამტეხლოს (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) ერთჯერადი დაფარვა, აგრეთვე ყველა იმ ხარჯისა და გიანის დაფარვა, მიუღებელი შემოსავლის ჩათვლით, რაც მიადგა ლიზინგის გამცემს ხელშეკრულების პირობების შეუსრულებლობით ან/და არაჯეროვანი შესრულებით.

11.3.2. ლიზინგის საგნის დაბრუნება (ლიზინგის გამცემის მიერ დადგენილი წესით), აგრეთვე ლიზინგის გამცემის მფლობელობაში ლიზინგის საგნის გადასვლასთან დაკავშირებული ხარჯების, ყველა იმ ხარჯისა და გიანის დაფარვა, მიუღებელი შემოსავლის ჩათვლით, რაც

მიადგა ლიზინგის დარჩენილი საზღაურისა და პირგასამტეხლოს (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) გადახდა დაბრუნების მომენტისთვის ლიზინგის საგნის საბაზრო ფასის გამოკლებით;

11.3.3. სხვა მოთხოვნა, რომელიც არ ეწინააღმდეგება მოქმედ კანონმდებლობას.

11.4. შეტყობინებაში მითითებული უნდა იყოს ვალდებულება, რომლის შეუსრულებლობის გამო ლიზინგის გამცემს შეუძლია ლიზინგის ხელშეკრულების მოშლა და ვადა, რომელსაც ლიზინგის გამცემი აძლევს ლიზინგის მიმღებს ვალდებულების შესასრულებლად. თუ ვალდებულება შესრულდება მხარეთა მიერ შეთახმებულ ვადაში, ლიზინგის ხელშეკრულება არ მოიშლება.

11.5. ლიზინგის გამცემი უფლებამოსილია წინამდებარე ხელშეკრულების შეწყვეტის შესახებ შეტყობინებაში არ განუსაზღვროს მიმღებს ვალდებულების შესრულებისათვის რაიმე ვადა, თუ აშკარაა, რომ:

11.5.1. ლიზინგის მიმღების მიერ ვალდებულებების შესრულება შეუძლებელია;

11.5.2. ლიზინგის საგანს მნიშვნელოვანი დაზიანების საფრთხე ემუქრება;

11.5.3. ლიზინგის საგნის ადგილსამყოფელი შეიძლება შეიცვალოს გამცემის ნებართვის გარეშე.

11.6. ლიზინგის მიმღები ვალდებულია წინამდებარე ხელშეკრულების 11.3 პუნქტში აღნიშნული შეტყობინების მიღების შემდეგ და მასში მითითებულ ვადაში შეასრულოს შეტყობინებაში მოთხოვნილი პირობა. ვადის ამოწურვის შემდეგ დავალიანების მთლიანი მოცულობა ჩაითვლება ვადაგადაცილებულად და დაერიცხება 3.10 პუნქტით გათვალისწინებული პირგასამტეხლო. პირგასამტეხ-

ლოს გადახდა არ ათავისუფლებს ლიზინგის მიმღებს ლიზინგის გამცემის მიმართ ვალდებულებების შესრულებისაგან.

11.7. ლიზინგის საგნის ლიზინგის გამცემისთვის დაბრუნების შემთხვევაში ლიზინგის მიმღების დარჩენილი ვალდებულების მოცულობა დამოკიდებულია დაბრუნების მომენტისთვის ლიზინგის საგნის საბაზრო ფასზე 11.3.2. პუნქტის შესაბამისად. საბაზრო ფასი განისაზღვრება ლიზინგის გამცემის შერჩევით ქვემოთ მოცემული ერთ-ერთი წესით:

11.7.1. მხარეთა შეთანხმებით.

11.7.2. ლიზინგის საგნის რეალიზაციის ფასით. რეალიზაცია ხორციელდება ლიზინგის გამცემის მიერ.

11.2.3. ლიზინგის საგნის ხელახალი ლიზინგით გამცემის ფასით დისკონტირებული ახალი ლიზინგის ვადის მიხედვით – დისკონტირების კოეფიციენტი წლიური 24%. ლიზინგის ახალი მიმღების შერჩევას და შეფასებას ახორციელებს ლიზინგის გამცემი, მის მიერ განსაზღვრული წესებისა და პირობების დაცვით.

11.7.4. ლიზინგის საგნის რეალიზაციის/ხელახალი ლიზინგის გადაცემის შემთხვევაში ლიზინგის მიმღებს უნდა ეცნობოს რა ფასად ხდება რეალიზაცია/ხელახალი ლიზინგით გაცემა და მიეცეს არანაკლებ 5 საბანკო დღე უფრო მაღალ ფასად ყიდვის მსურველის შესარჩევად. მიმღების მიერ შერჩეული ახალი მყიდველის მიერ ლიზინგის საგნის საზღაურის გადახდის ვადა არ შეიძლება აღემატებოდეს ამ მუხლით დადგენილ ვადას.

12. ხელშეკრულების ძალაში შესვლა და მოქმედების ვადა, დავების გადაწყვეტა, დასკვნითი დებულებები

12.1. წინამდებარე ხელშეკრულება ძალაში შედის მხარეთა მიერ მისი ხელმოწერის მომენტიდან და მოქმედებს მხარეებს შორის წარმოშობილი უფლება-მოვალეობების სრულ ამოწურვამდე.

12.2. მხარეთა შორის წამოჭრილი ნებისმიერი დავა გადაწყდება ურთიერთშეთანხმების გზით.

12.3. თუ მხარეებმა შეთანხმებას ვერ მიაღწიეს, დავა განსახილველად და საბოლოო გადაწყვეტილების მისაღებად გადაეცემა სასამართლოს.

12.4. თუ წინამდებარე ხელშეკრულების რომელიმე დებულება ბათილია, მიუხედავად ბათილობის საფუძვლისა, ეს არ გამოიწვევს მთელი ხელშეკრულების ბათილობას.

12.5. წინამდებარე ხელშეკრულების დანართები წარმოადგენს ხელშეკრულების განუყოფელ ნაწილს და მოქმედებს მასთან ერთობლიობაში.

12.6. მხარეთა შორის წერილობითი შეთანხმების საფუძველზე, წინამდებარე ხელშეკრულებაში შეიძლება შეტანილ იქნეს ცვლილებები და დამატებები.

12.7. წინამდებარე ხელშეკრულება რეგულირდება საქართველოს მოქმედი კანონმდებლობით.

12.9. მხარეთა შეთანხმებით წინამდებარე ხელშეკრულების შესრულების ადგილად მიჩნეულია ქ.თბილისი, ი.ჭავჭავაძის გამზირი № 11.

12.10 მხარეთა შორის წარმოშობილი ნებისმიერი

დავა და უთანხმოება წყდება მოლაპარაკების საფუძველზე; შეთანხმების მიუღწევლობის შემთხვევაში, საქართველოს სამოქალაქო საპროცესო კოდექსის მე-16 მუხლის მეორე ნაწილის შესაბამისად და წინამდებარე ხელშეკრულების 12.9. პუნქტიდან გამომდინარე, დავა განიხილება ქ.თბილისის ვაკე-საბურთალოს რაიონული სასამართლოს მიერ, საქართველოს მოქმედი კანონმდებლობის შესაბამისად.

12.11. წინამდებარე ხელშეკრულება, მისი ვალდებულებებითა და სარგოებით ვრცელდება მხარეთა შესაბამის მემკვიდრეებზე და უფლებამონაცვლეებზე, მაგრამ ლიზინგის მიმღებს უფლება არა აქვს გადასცეს ან გადააბაროს მესამე პირს ამ ხელშეკრულებით მასზე დაკისრებული ნებისმიერი ვალდებულება ან მინიჭებული უფლება.

12.12. წინამდებარე ხელშეკრულების ერთ-ერთი მხარის მიერ წინამდებარე ხელშეკრულებით გათვალისწინებული რომელიმე უფლების გამოუყენებლობა არ წარმოადგენს ასეთი უფლების უარყოფას.

12.13. წინამდებარე ხელშეკრულება გაფორმებულია ორ ეგზემპლარად რომელთაგან ორივეს თანაბარი იურიდიული ძალა აქვს. მხარეებს გადაეცემათ ხელშეკრულების თითო-თითო ეგზემპლარი.

13. მხარეთა ხელმოწერები და რეკვიზიტები:

„ლიზინგის გამცემი“	„ლიზინგის მიმღები“
სს „თიბისი ლიზინგი“	სს „არქეოპოლისი“
დირექტორი:	დირექტორის წარმომადგენელი (ბრძანება №5, 2005 წლის 26 მარტი, №12)
- - - - - - - - - - - -	- - - - - - - - - - - -
ბ.ა.	ბ.ა.

№60-100 ლიზინგის ხელშეკრულების დანართი №1

ლიზინგის საგნის სპეციფიკაცია

№	დასახელება, აღწერა	რაოდენობა
1	Каток ДУ-84	1 ცალი
2	Каток ДУ-100	1 ცალი
3	თვითმცლელი КАМАЗ-6520-032, ტვირთამწეობა 20 ტონა, თვლების ფორმულა 6X4, ძრავი Е-2, სიმძლავრე 320ცხ.ძ.,სიჩქარეთა კოლოფი КП-ZF 8S (8 გადაცემა),ABC(ძარის გათბობა, საწვავის ავზი 350 ლიტრი, ТНВД Ф BOSH	1 ცალი
4	თვითმცლელი КАМАЗ-6520-006, ტვირთამწეობა 20 ტონა, თვლების ფორმულა 6X4, ძრავი Е-2, სიმძლავრე 320 ცხ.ძ., სიჩქარეთა კოლოფი КП-ZF, ABC, (ძარის გათბობა, საწვავის ავზი 350 ლიტრი, ТНВД Ф BOSH	1 ცალი

„ლიზინგის გამცემი“
სს „თიბისი ლიზინგი“
დირექტორი:

„ლიზინგის მიმღები“
სს „არქეოპოლისი“
დირექტორის წარმომადგენელი (ბრძანება №5, 2005 წლის 26 მარტი, №12)

- - - - - - - - - - - - -

- - - - - - - - - - - - -

ბ.ა.

ბ.ა.

№60-100 ლიზინგის ხელშეკრულების დანართი №2

ლიზინგის საბღაურის გადახდის გრაფიკი

გადახდის თარიღი	ლიზინგის საბღაურის დაფარვა	მათ შორის დღგ	დარჩენილი საბღაური ვადამდე გამოსყიდვის შემთხვევაში	მათ შორის დღგ
4/15/2005	$ -	$ -	$ 292,997	$ 48,833
5/15/2005	$ -	$ -	$ 292,997	$ 48,833
6/15/2005	$ 48,830.86	$ 8,138.48	$ 213,760	$ 35,627
7/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 201,294	$ 33,549
8/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 188,732	$ 31,455
9/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 175,957	$ 29,326
10/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 162,869	$ 27,145
11/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 149,655	$ 24,942
12/15/2005	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 136,134	$ 22,689
1/15/2006	$ 1,800.00	$ 300.00	$ 136,557	$ 22,759
2/15/2006	$ 1,800.00	$ 300.00	$ 136,986	$ 22,831
3/15/2006	$ 1,800.00	$ 300.00	$ 137,198	$ 22,866
4/15/2006	$ 20,289.71	$ 3,381.62	$ 123,548	$ 20,591
5/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 109,598	$ 18,266
6/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 95,479	$ 15,913
7/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 81,068	$ 13,511
8/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 66,279	$ 11,046
9/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 51,059	$ 8,510
10/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 35,839	$ 5,973
11/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 20,620	$ 3,437
12/15/2006	$ 15,219.71	$ 2,536.62	$ 5,400	$ 900
1/15/2007	$ 1,800.00	$ 300.00	$ 3,600	$ 600
2/15/2007	$ 1,800.00	$ 300.00	$ 1,800	$ 300
3/15/2007	$ 1,800.06	$ 300.01		$ -
სულ	$ 292,996.57	$ 48,832.76	$ -	-

„ლიზინგის გამცემი“
სს „თიბისი ლიზინგი“
დირექტორი:

„ლიზინგის მიმღები“
სს „არქეოპოლისი“
დირექტორის წარმომადგენელი (ბრძანება №5, 2005 წლის 26 მარტი, №12)

- - - - - - - - - - - - -

- - - - - - - - - - - - -

ბ.ა.

ბ.ა.

საკონტროლი კითხვები:

1. ჩამოთვალეთ რისკის სახეები.
2. როგორ წარმოებს რისკის შეფასება?
3. რას ნიშნავს ჰეჯირება?
4. რა იგულისხმება დივერსიფიკაციაში?
5. როგორ განისაზღვრება პორტფელის შემოსავლიანობა?
6. როგორ გამოვთვალოთ პროექტის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა?
7. განმარტეთ ფინანსური ლიზინგის არსი.
8. როგორ წარმოებს ფინანსური ლიზინგის შეფასება?

თემა VII

კაპიტალის სტრუქტურა და კაპიტალზე კომპანიის დანახარჯები

VII.1. კაპიტალის სტრუქტურა

კორპორაციის ფორმირების პროცესს, როდესაც ინვესტორები მას უყოფენ საკუთარ სახსრებს, თელიან რომ ისინი ამ სახსრებს გაამრავლებენ. კომპანიის თვალსაზრისით, შემოსავლები, რომლებსაც ინვესტორები მიიღებენ, იგი გამოდის მიღებული კაპიტალის ღირებულების სახით და მას ეწოდება **კორპორაციული კაპიტალის ღირებულება.**

კომპანიის კაპიტალის ღირებულებაზე მრავალი ფაქტორი მოქმედებს, რომელთა ნაწილი: საპროცენტო განაკვეთის დონე, საგადასახადო პოლიტიკა და ბიზნეს-გარემო მთლიანობაში, დამოკიდებული არ არის კომპანიაზე. ამასთან, პროექტის რისკის ხარისხი, რომელსაც კომპანია ახორციელებს, აგრეთვე, აქტივები, რომლის ფორმირება ხდება ინვესტორების სახსრებით, თავისთავად ხელმისაწვდომია მენეჯერისათვის. ასე, რომ ფაქტორთა ეს ორი წყება ერთნაირად მოქმედებს კაპიტალის ღირებულებაზე.

სწორედ კაპიტალის ღირებულება წარმოადგენს საინვესტიციო ბიუჯეტის ამოსავალ წერტილს. ამიტომ მისი სწორი შეფასება კომპანიისათვის მნიშვნელოვანი უკუგების მომენტია.

მანამ, სანამ განისაზღვრება კაპიტალის მიზნობრივი სტრუქტურა, კორპორაციამ უნდა გაანალიზოს მთელი რიგი ფაქტორები.

კაპიტალის სტრუქტურასთან დაკავშირებული პოლიტიკა მოიცავს რისკსა და შემოსავლიანობას შორის კომპრომისს:

1. ნასესხები საშუალებების დიდი მოცულობით გამოყენება ზრდის რისკის ფაქტორს, რომელიც უარყოფით გავლენას ახდენს ინვესტორთა შესაძლებლობებზე.

2. ამასთან, ნასესხები თანხების დიდი ოდენობით გამოყენება ჩვეულებრივად ზრდის საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობას.

რისკის უფრო მაღალი დონე, როგორც წესი, ამცირებს აქციების ფასს.

კაპიტალის სტრუქტურასთან დაკავშირებულ გადაწყვეტილებაზე გავლენას ახდენს ხუთი ფაქტორი:

1. **ბიზნეს-რისკი** – კომპანიის ოპერაციების რისკი იმ შემთხვევაში, როცა ნასესხები საშუალებები არ გამოიყენება;

2. **საგადასახადო სტატუსი.** ნასესხები სახსრების გამოყენებისათვის მთავარი მიზეზია ის, რომ გასაცემი პროცენტი ამცირებს საგადასახადო დასაბეგრ მოგებას, რაც ფაქტიურად ამცირებს ვალის მომსახურების დანახარჯებს;

3. **ფინანსური მოქნილობა,** ანუ უნარი ავარჩიოთ კაპიტალის საუკეთესო წყაროები;

4. **მენეჯერების კონსერვატიულობა ან აგრესიულობა;**

5. **ზრდის პოტენციალი.**

სწორედ ეს ხუთი ფაქტორი მნიშვნელოვანწილად გასაზღვრავს კაპიტალის ოპტიმალურ სტრუქტურას.

საბაზრო ეკონომიკის ხანგრძლივი განვითარების მანძილზე ფინანსისტ-მენეჯერები გრძელვადიანი დაბანდებების დაგეგმვისას რისკის ფაქტორს თანამედროვე თეორიების წარმოშობამდეც კი ითვალისწინებდნენ, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც რისკსა და მოსალოდნელ შემოსავალს შორის სპონტანური კავშირურთიერთობები მყარდებოდა. კორპორაციათა ხელმძღვანელები და მესაკუთრეები ინტუიტურად მიდიოდნენ იმ დასკვნამდე, რომ სხვა თანაბარ პირობებში, სარისკო პროექტების შემოსავლის ნორმებზე უფრო მკაცრი მოთხოვნილებები უნდა ყოფილიყო წამოწყებული.

სწორედ ამიტომ კორპორაციის გრძელვადიან დაბანდებათა დაგეგმვის პროცესში რისკის ფაქტორის გათვალისწინება პრობლემათა დაძლევის მთავარი საკითხია. აქ გამოიყენება რისკის ფაქტორის მრავალგვარი მეთოდი. მაგალითად, კომპანირების ერთი ნაწილი შემოსავლიანობის ნორმის შეფასებას ინვესტორთა მოთხოვნით აკეთებენ, განსაკუთრებით ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის დროს. ამ შემთხვევაში გამოიყენება ისეთი ეფექტიანი მაჩვენებელი, როგორიცაა კომპანიის დანახარჯები კაპიტალზე ყველა ახალი პროექტის ფულადი ნაკადების დისკონტირებისათვის. იმდენად, რამდენადაც ინვესტორები მოითხოვენ კომპანიისაგან შემოსავლიანობის უფრო მაღალ ნორმებს მაღალი რისკის ხარისხის საფასურად. კომპანია იძულებულია კაპიტალზე დანახარჯები უფრო მაღალი დააწესოს, რისთვისაც იგი ცდილობს გამოიყენოს დისკონტის უფრო დიდი განაკვეთი თავისი ახალი საინვესტიციო შესაძლებლობისათვის.

კაპიტალზე დანახარჯების მეთოდის გამოყენებამ კორპორაცია შეიძლება მძიმე მდგომარეობაში ჩააგდოს ჩვეულებრივ, უწყინარ ბიზნეს-საქმიანობასთან შედარებით.

განსახილველი საინვესტიციო პროექტების შეფასება უნდა მოხდეს ალტერნატიული დანახარჯების გამოანგარიშებით.

კომპანიის ღირებულება ცალკეული აქტივების ღირებულებათა ჯამის ტოლია.

გავარკვიოთ როგორ წარმოებს კორპორაციაში კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი თითოეული დანახარჯის ფორმირება. სწორედ, მოზიდულ კაპიტალზე დანახარჯები წარმოადგენს იმ მინიმალურად მისაღებ განაკვეთს, რომელიც გაითვალისწინება გრძელვადიან დაბანდებათა დაგეგმვისას. განაკვეთის სიდიდე დამოკიდებულია კომპანიის საინვესტიციო შესაძლებლობათა საქმიან რისკზე. ჩვეულებრივი აქციების რისკი ასახავს რეალური აქტივების საქმიან რისკს, რომელიც კორპორაციას გააჩნია. ამასთან, აქციონერები განიცდიან ფინანსურ რისკსაც, რომელიც დაკავშირებულია კომპანიის მიერ რეალურ აქტივებში ინვესტიციების დაფინანსებისათვის გამოშვებულ ვალის ვალდებულებებთან. ფირმა რაც უფრო დიდი ზომით ეყრდნობა ვალის დაფინანსებას, მით მეტი რისკი გააჩნია ჩვეულებრივ აქციებს.

ისმის კითხვა, კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებები რა გავლენას მოახდენს კომპანიის მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე? რა მიზნით გამოიყენება მაჩვენებელი – კომპანიის დანახარჯები მოზიდულ კაპიტალზე? მას ჩვენ განვსაზღვრავთ ფირმაში უკვე არსებულ აქტივებზე ინვესტირების ალტერნატიული დანახარჯის სახით, რომელიც გამოიყენება იმ ახალი აქტივების შეფასებისათვის, რომლებიც ისეთივე რისკს განიცდიან, როგორც ძველი აქტივები.

თუ ჩვენ ვფლობთ ფირმის მთელი ფასიანი ქაღალ-

დების პორტფელის 100% ვალის ვალდებულებებს და 100% საკუთარ კაპიტალს, მაშინ ბუნებრივია, ფირმის მფლობელობაში იმყოფება ყველა აქტივი. ასე, რომ ფირმას არავისთან არა აქვს გასაყოფი წულადი სამუალებების ნაკადები. წულადი სამუალებების თითოეული ლარი, რომელსაც კომპანია გაიღებს, ეკუთვნით მხოლოდ ფირმას და მის მესაკუთრეებს.

კორპორაციის მომგებიანი ფუნქციონირება მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია მის საინვესტიციო შესაძლებლობებზე და რამდენად სრულყოფილად მოხდება ინვესტიციების დაგეგმვა, კორპორაციის მრავალმხრივი საქმიანობის წინასწარ განჭვრეტა – პროგნოზირება, მით უფრო მაღალეფექტიანი შედეგები იქნება მიღწეული.

კორპორაციის ფინანსისტ-მენეჯერის აპარატი მთელს ინჟინერ-ტექნიკურ პერსონალთან ერთად წინასწარ განსაზღვრავს დაგეგმვის ძირითად კომპონენტებს, რომლებიც მოიცავს: მაღალეფექტიანი საინვესტიციო შესაძლებლობათა შერჩევას, კონკურენციული საინვესტიციო ვარიანტების საწარმოო-ტექნოლოგიური, საკონსტრუქტორო და მარკეტინგული ასპექტების ანალიზს, სხვადასხვა საინვესტიციო პროექტების საფინანსო-ეკონომიკური მახასიათებლების შეფასება-ანალიზს. სწორედ, ეკონომიკური და ფინანსური ანალიზი წარმოადგენს საინვესტიციო დაგეგმვის პროცესის უმნიშვნელოვანეს საწყის ნაწილს და საგეგმო გადაწყვეტილებათა რეალობისა და ცხოვრებაში განხორციელების კონტროლის ინსტრუმენტს.

გრძელვადიან კაპიტალურ დაბანდებათა დაფინანსების დაგეგმვის საწყისი ეტაპია საინვესტიციო პროექტის შერჩევის ფაზა, ან ინფორმაციების მოძიება – გა-

მოვლინების ფაზა, ეს საინვესტიციო ანალიზის ყველაზე რთული და ძვირადღირებული ეტაპია. აქ ყველაფერი განისაზღვრება ხელმისაწვდომი მასალებისა და ინფორმაციების გზით. თუ კომპანიას არ გააჩნია საინვესტიციო ანალიზისათვის სასარგებლო ინფორმაცია, მაშინ ანალიზის ჩატარებას აზრი არა აქვს. ერთი სიტყვით, საიმედო საინფორმაციო სისტემის არარსებობის პირობებში ფირმამ არ უნდა გასწიოს ფუჭი საქმიანობა და უნდა ეცადოს სხვა გზის გამონახვა.

როგორც წესი, საინვესტიციო შესაძლებლობათა პროექტების ანალიზი მოიცავს 4 სახის ინფორმაციას: ფირმის შესახებ შიდა ინფორმაციას; საგარეო-ეკონომიკურ მონაცემებს; საფინანსო ინფორმაციას და არასაფინანსო ინფორმაციას.

საინვესტიციო პროექტის შერჩევის ფაზა ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესია. მენეჯერთა მიზანია გაარკვიონ ინფორმაცია საინვესტიციო პროექტის პოტენციური ღირებულების შესახებ. შერჩევის ფაზა ითვალისწინებს ღირებულების გაზომვის ეტაპებს, ანუ პროექტის შემოსავლიანობას, მათი რისკების შეფასებას და დანახარჯების შედარებას ყველა საინვესტიციო ალტერნატივების ღირსებებთან. რაც პროექტის ოპტიმალურად შერჩევის საშუალებას იძლევა, რათა უზრუნველყოფილი იქნეს ფირმის ღირებულების ზრდა რისკის დასაშვებ დონესთან შედარებით.

საინვესტიციო პროექტების დამამთავრებელი ფაზაა კონტროლის ფაზა. ეს ფაზა მოიცავს შერჩეული და დამტკიცებული პროექტის დაფინანსებისათვის სახსრების გამოყოფას და მათ კონტროლს. კონტროლის პროცესში უმნიშვნელოვანესი როლი აკისრია პროექტის პოსტაუ-

დიტის ეტაპს, რომლის დროსაც განვლილი გადაწყვეტილებების შეფასება წარმოებს. მომავალი ხარჯებისათვის მათი სარგებლიანობის თვალსაზრისით.

საინვესტიციო ანალიზის ტექნიკა მოითხოვს პროექტის ფულადი სახსრების ნაკადების მოძრაობის შესახებ ინფორმაციის შეფასებას.

ყველაზე მთავარია სახსრების ნაკადები, რომლებიც მიმართული იქნება არა ძველი აქტივების სარეალიზაციოდ, არამედ ყველა დაბანდება უნდა წარიმართოს ახალი მშენებლობის განსახორციელებლად, მოწინავე ტექნოლოგიებისა და მოწყობილობების შესაძენად. საინვესტიციო ფულადი სახსრების ნაკადებში მათი მოთხოვნილების ორი მიმართულება გამოიყოფა:

1. **ამორტიზაციასთან დაკავშირებული ხარჯები,** რომელიც მოიცავს: მშენებელთა ხელფასის, მასალებისა და მოწყობილობების შეძენისა და ადგილზე მიტანის ანაზღაურებას, რომ გაფართოვდეს საწარმოო სიმძლავრეები.

2. **წმინდა საბრუნავ კაპიტალზე მოთხოვნილებები.** საწარმოო სიმძლავრეთა მატება საშუალებას იძლევა გადიდდეს გაყიდვათა მოცულობა, რათა გაიზარდოს შემოსავლები და საბრუნავ კაპიტალზე მოთხოვნები. როგორც წესი, მიმდინარე აქტივების ზრდის დაფინანსება წარმოებს მოკლევადიანი სესხებით, რომელიც შესაბამისად იწვევს მიმდინარე პასივების ზრდას. მიმდინარე აქტივების ზრდასა და მიმდინარე პასივების ზრდას შორის სხვაობის დაფინანსება ჩვეულებრივად გრძელვადიანი საბანკო სესხებით წარმოებს, რომელიც აისახება საბრუნავ კაპიტალზე მოთხოვნილებებში.

VII.2. საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები

სერიოზული მნიშვნელობა ენიჭება საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდებს. ფინანსისტ-მენეჯერი მოვალეა გამოიყენოს საინვესტიციო პროექტების შეფასების რამდენიმე მეთოდი მაინც. მათ შორის ყველაზე მარტივია: სააღრიცხვო შემოსავლიანობისა და პროექტის ათვისების პერიოდის შეფასების მეთოდები. ეს მეთოდები არ მოითხოვს რთულ გათვლებს.

რაც შეეხება ისეთ მეთოდებს, როგორიცაა: შიდა შემოსავლიანობის, წმინდა მიმდინარე ღირებულებისა და მომგებიანობის ინდექსის განსაზღვრა, უფრო მეტ ინფორმაციას მოითხოვს იმის გამო, რომ მხედველობაშია მისაღები კაპიტალის ღირებულება და ფულის ღირებულება დროში.

სააღრიცხვო შემოსავლიანობის შეფასების მეთოდის გამოყენებისას პროექტის შეფასება წარმოებს საშუალო წმინდა შემოსავლისა და ინვესტიციების საშუალო მოცულობის მაჩვენებლების დახმარებით.

პროექტის ათვისების პერიოდის შეფასების მეთოდიც მარტივია და მის გამოყენებას პრაქტიკოსებისათვის დიდი მნიშვნელობა გააჩნია, თუმცა, იგი კონკურენციას ვერ უწევს მიმდინარე ღირებულების მიხედვით შეფასების მეთოდს.

პროექტის შიდა შემოსავლიანობის შეფასების მეთოდი ეფუძნება ფულადი სამუალებების დისკონტირებული ნაკადების კონცეფციას. თუ ცნობილია პროექტის მიმდინარე ღირებულება და სახსრების ნაკადები, შიდა შემოსავლიანობა ტოლი იქნება შემოსავლიანობის დონის

მაჩვენებლისა იმ მომენტისათვის, როცა დაბანდებათა მიმდინარე ღირებულება გაუტოლდება თავდაპირველი დაბანდების ღირებულებას.

კორპორაციის გრძელვადიანი დაბანდებების დაფინანსების დაგეგმვის პროცესში ანალიზური საქმიანობის შემდეგი ეტაპი ეხება კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრას.

კომპანიის კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა უმნიშვნელოვანესია შემდეგ გარემოებათა გამო: 1. კორპორაციის ღირებულების მაქსიმიზაცია მოითხოვს მის მიერ გამოყენებული წარმოების ყველა ფაქტორის ფასი, მათ შორის ამოქმედებული კაპიტალის ფასი, მინიმალური იყოს. კაპიტალის ფასების შემცირება თავისთავად მოითხოვს მისი ხარისხიანი შეფასების პრინციპების ცოდნას; 2. კაპიტალის ფასის შეფასება უნდა მოხდეს საინვესტიციო ბიუჯეტის ფორმირების თაობაზე გადაწყვეტილების მიღებისას; 3. სხვა დანარჩენი გადაწყვეტილებებიც, მათ შორის გადაწყვეტილებები კომუნალური სამსახურების საქმიანობის, არენდის, ძველი ობლიგაციების ახალზე გაცვლის, აქტივების მოკლევადიან მართვაზე და სხვა აგებულია „კაპიტალის ფასის“ კატეგორიის გამოყენებაზე.

კორპორაციის კაპიტალის ფასის განსაზღვრა ითვალისწინებს მისი ძირითადი კომპონენტების იდენტიფიკაციას. გამოთვლების შედეგები დაიყვანება ერთიან მაჩვენებელზე, რომელსაც კაპიტალის საშუალოშეწონილი ფასი ეწოდება.

კაპიტალის შემადგენლობისა და საშუალო შეწონილი ფასის გასაანგარიშებლად აუცილებელ წინაპირობას წარმოადგენს ფულადი სახსრების იმ წყაროების განსაზ-

ღვრა, რომლებიც უშუალოდ გამოიყენება გრძელვადიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების პროცესში. ჩვენი მთავარი ყურადღება მიპყრობილი უნდა იქნეს ამ მაჩვენებლების გაანგარიშებათა პრინციპების გამოყენებისაკენ საინვესტიციო ბიუჯეტის ფორმირების მიზნით.

პირველ რიგში, განვიხილოთ ფულადი სახსრების ის წყაროები, რომლებზედაც კორპორაცია არ იხდის პროცენტებს. ამაში შედის: კრედიტორული დავალიანება საქონელზე, მომსახურებასა და შესრულებულ სამუშაოებზე, ვადაგადაცილებულ სახელმწიფო და საგადასახადო დავალიანებებზე. ყველა ამ სახის დავალიანება წარმოადგენს მიმდინარე ოპერაციების შედეგს – რეალიზაციის მოცულობის გადიდებას ავტომატურად თან ახლავს შესაბამისი წყაროების წარმოქმნა.

როგორც წესი, იმ კაპიტალში, რომლის ფასის გამოთვლისას და რომელიც დაკავშირებულია გრძელვადიან საინვესტიციო დაბანდებათა დაგეგმვასთან შეტანილი უნდა იქნეს: 1. მოკლევადიანი კრედიტებისა და სესხების ნაწილი, რომლებიც წარმოადგენს დაფინანსების მუდმივ წყაროს; 2. გრძელვადიანი კრედიტორული დავალიანებები; 3. პრივილეგირებული აქციები და 4. საკუთარი კაპიტალი. ამასთან, ყველა უპროცენტო კრედიტორული დავალიანება საინვესტიციო ბიუჯეტის ფორმირებისა და ანალიზის პროცესში არ ითვალისწინებენ და, შესაბამისად, გამოირიცხება კაპიტალის ფასის გამოანგარიშებისას.

კაპიტალის ფასის შეფასების პროცესში წარმოიქმნება კითხვა გადასახადების შესახებ: რომელ ბაზაზე მიმდინარეობს გაანგარიშება – გადასახადების გადახდამდე თუ გადახდის შემდეგ ბაზაზე? მსოფლიო პრაქტიკით მიღებულია, რომ ანალიზმა მაქსიმალურად უნდა გაითვალისწინოს გადასახადების გავლენა.

როგორც აღვნიშნეთ, საინვესტიციო ბიუჯეტის ფორმირების გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესში კაპიტალის ფასის სახით გამოყენებული უნდა იქნეს კორპორაციის კაპიტალის სხვადასხვა შემადგენელი ნაწილების საშუალო შეწონილი ფასები, რომელიც ჩვეულებრივად შედგება: გრძელვადიანი კრედიტორული დავალიანების, პრივილეგირებული აქციების და საკუთარი კაპიტალისაგან.

გრძელვადიანი კრედიტორული დავალიანების ფასი წარმოადგენს ახალი ნასესხები კაპიტალის გადასახადის გადახდის შემდგომი ფასისაგან, რომელიც ჩვეულებრივად განისაზღვრება კრედიტზე ან სესხზე საპროცენტო განაკვეთის გამრავლებით 1-T სიდიდეზე, სადაც T წარმოადგენს საგადასახადო დაბეგვრის ზღვრულ განაკვეთს ფირმისათვის:

$$Kd\ (1\text{-}T).$$

„გამოუსყიდველი პრივილეგირებული აქციების“ წყაროს ფასი გამოიანგარიშება პრივილეგირებული აქციების დივიდენდის გაყოფით გამოშვების წმინდა ფასზე, ე.ი. ფასზე, რომელსაც ფირმა ღებულობს განთავსებისათვის გაწეული ხარჯების გამოკლების შემდეგ:

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}.$$

საკუთარი კაპიტალის ფასი წარმოადგენს გაუნაწილებელი მოგების ფასს მანამ, სანამ ფირმას გააჩნია ეს წყარო და გახდება ახალი გამოშვების ჩვეულებრივი აქციების ფასი, რა დროიდან ამოიწურება გაუნაწილებელი მოგება.

როგორც აღვნიშნეთ, გაუნაწილებელი მოგების ფა-

სი წარმოადგენს იმ შემოსავალს, რომელსაც ინვესტორები ითხოვენ ფირმის ჩვეულებრივი აქციებიდან. იგი შეიძლება გამოანგარიშებული იქნეს ერთ-ერთი ქვემოთ მოტანილი მეთოდით: 1. ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის შეფასების მოდელის დახმარებით; 2. დისკონტირებული ფულადი ნაკადების მეთოდით და 3. „ობლიგაციების შემოსავლიანობას პლუს პრემია რისკისათვის“ მეთოდით.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ფასის გამოყენება ითვალისწინებს შემდეგ ეტაპებს:

1. როგორც წესი, „ახალი გამოშვების ჩვეულებრივი აქციების“ წყაროს ფასი უფრო მაღალია, ვიდრე გაუნაწილებელი მოგების ფასი, იმდენად, რამდენადაც კომპანია ამ აქციების გაყიდვის პროცესში იძულებულია მათი განთავსების ხარჯები გასწიოს.

2. კორპორაციის (ფირმის) კაპიტალის ბღვრული ფასი წარმოადგენს კორპორაციის მიერ კვლავ მოზიდული უკანასკნელი დოლარის ფასს. სახსრების დამატებითი მოცულობის მოზიდვით კაპიტალის ბღვრული ფასი იზრდება.

3. დაბოლოს, კორპორაციის ფინანსური მენეჯერის მთავარი მიზანია კომპანიის ღირებულების მაქსიმიზაცია, რომლის მიღწევის ერთ-ერთი მთავარი მეთოდია დანახარჯების შემცირება, მათ შორის, კაპიტალის მოზიდვის დანახარჯების შემცირება.

ეკონომიკური თვალსაზრისით, კაპიტალის ღირებულება ერთდროულად წარმოადგენს ალტერნატიული დანახარჯების შეფასებას.

ინვესტორის მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობა აისახება საინვესტიციო პროექტზე, როგორც ალტერნატიული დანახარჯები.

როგორც ცნობილია, საინვესტიციო ფონდების წყაროებად შეიძლება გამოყენებული იქნეს ნასესხები საშუალებები, პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი აქციები, გაუნაწილებელი მოგება. თითოეულ ამ წყაროს თან ახლავს განსაზღვრული რისკი, რომელთა საკომპენსაციოდ აუცილებელია შემოსავალი. ამასთან, კომპანია დარწმუნებული უნდა იყოს იმაში, რომ ინვესტიციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მომავალში აღემატება მოზიდულ სახსრებზე გაწეულ დანახარჯებს.

საინვესტიციო ანალიზის მთავარი საკითხია ისეთი საინვესტიციო პროექტების შერჩევა, რომლებიც უზრუნველყოფენ რისკის კომპენსაციას და სააქციონერო საკუთრების ღირებულების ზრდას. სწორედ, კაპიტალის ღირებულების გამოანგარიშებამ უნდა უპასუხოს საინვესტიციო ანალიზის ყველა ამ მოთხოვნილებებს.

კაპიტალის მოზიდვის დანახარჯები წარმოადგენს მინიმალურ მისაღებ განაკვეთს, რომელიც გრძელვადიან დაბანდებათა დაგეგმვის პროცესში გაითვალისწინება. მისი სიდიდე დამოკიდებულია კორპორაციის საინვესტიციო შესაძლებლობათა რისკზე. საყურადღებოა, რომ ჩვეულებრივი აქციების რისკი გამოხატავს იმ რეალური აქტივების საქმიან რისკს, რომლებიც ფირმის განკარგულებაშია.

ამასთან, აქციონერები განიცდიან ფინანსურ რისკსაც, რომელიც დაკავშირებულია ფირმის მიერ გამოშვებულ ახალი ვალის ვალდებულებებთან, რომელთაგან შემოსული თანხები მიმართულია რეალურ აქტივებში ინვესტიციების დასაფინანსებლად. ფირმა რაც მეტი ვალის ვალდებულებებს ეყრდნობა, მით მეტ რისკს განიცდის მისი ჩვეულებრივი აქციები.

საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ **კაპიტალის სტრუქტურა ეს არის თანაფარდობა ან ფასიანი ქაღალდების სტრუქტურა, რომელიც კომპანიის მიერ გამოიყენება დაფინანსებისათვის.**

მანამ, სანამ გადავიდოდეთ კაპიტალის სტრუქტურის საფუძვლიან ანალიზზე, განვიხილოთ ჰარვარდის უნივერსიტეტის პროფესორის **გორდონ დონალდსონის** მიერ ჩატარებული გამოკვლევა ამერიკელი კომპანიებისათვის კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების რეალური პრაქტიკა. რა დასკვნამდე მივიდა მკვლევარი?

1. კომპანიამ ამ საკუთარი შესაძლებლობიდან გამომდინარე, უპირატესობა უნდა მიანიჭოს საკუთარ შინაგან რესურსებს გაუნაწილებელი მოგებისა და საამორტიზაციო ანარიცხების ჩათვლით;

2. კომპანია ცდილობს დივიდენდების შემცირებას იმ შემთხვევაში, როდესაც საქმე ცუდად მიდის;

3. კომპანია დივიდენდს გასცემს იმ ზომით, რომ გაუნაწილებელი მოგება და საამორტიზაციო ანარიცხები მიმართული იქნეს კაპიტალურ დაბანდებათა დასაფარავად;

4. თუ კომპანიას გააჩნია ფულადი სახსრების დიდი მარაგი, რომელიც აჭარბებს საინვესტიციო მოთხოვნებს, იგი ამ თანხებს დააბანდებს ლიკვიდურ საბაზრო ინსტრუმენტებში, ან გაზრდის დივიდენდებს.

5. თუ კომპანია ფინანსურ სიძნელეებს განიცდის აუცილებელი პროექტების დასაფინანსებლად, პირველ რიგში, ყიდის მის ხელთ არსებულ ლიკვიდურ ინსტრუმენტებს და შემდეგ მიმართავს გარე საინვესტიციო რესურსებს.[1]

[1] ***Бригхэм., Эрхардт С.***, "Финансовый менеджменти", М., Скб, "Питер", 2005, стр. 669-670.

მთავარია კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურაში რა ნაწილი უჭირავს ნასესხებ საშუალებებს. ამ კითხვაზე პასუხი დამოკიდებულია ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებისათვის მოსალოდნელი მოგების ზრდასა და რისკის ფაქტორზე.

ნასესხობა ქმნის ფინანსურ დამოკიდებულებას ან როგორც იტყვიან, **ფინანსურ ლევერიჯს**. ფინანსური დამოკიდებულება გავლენას ვერ ახდენს რისკზე ან ფირმის აქტივების მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე, მაგრამ აძლიერებს ჩვეულებრივი აქციებისათვის რისკს და აქციონერებს აიძულებს მოითხოვონ შესაბამისად უფრო მაღალი მოგება.

ისმის კითხვა: კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებები როგორ მოქმედებს ფირმის მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე?

ვალის მოცულობის შემცირება ამცირებს სავალო ვალდებულებათა მფლობელების რისკს და იწვევს მათ მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის შემცირებას. ამასთან, ფინანსური დამოკიდებულების შესუსტება აქციებს უფრო საიმედოს ხდის და ამცირებს აქციონერების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის მოცულობას.

გრძელვადიან დაბანდებათა დაგეგმვისათვის დაკავშირებით მისაღებ გადაწყვეტილებებში მთავარია **კომპანიის კაპიტალზე დანახარჯების მოცულობა და არა ჩვეულებრივი აქციების შემოსავლიანობა. კომპანიის კაპიტალზე დანახარჯები წარმოადგენს საშუალოშეწონილ შემოსავლებს, რომელსაც ინვესტორები ელოდებიან ფირმისაგან გამოშვებულ სხვადასხვა ვალის ვალდებულებიდან.**

როდესაც კომპანია ცვლის თავისი ფინანსური და-

მოკიდებულების დონეს, რისკი და ცალკეული ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობაც იცვლება.

მოზიდულ კაპიტალზე დანახარჯების შეფასების მეთოდებს შორის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანია **საშუალო შემოსავლიანობის შეფასების მეთოდი, რომელშიც გამოიყენება აქტივების შემოსავლიანობის ნორმა.** შეფასების ეს მოდელი შემოთავაზებული იქნა მოდილიანისა და მილერის (1958 წელი) მიერ, რომლის ძალითაც კომპანიის საბაზრო ღირებულება

$$v = \frac{x}{K},$$

სადაც x არის საშუალო მოსალოდნელი მომავალი ღირებულება, ხოლო K – კაპიტალის ღირებულება.

ამ მოდელის მთავარი ნაკლოვანება ის არის, რომ შემოსავლიანობის ზრდის ტემპი არ გამოიყენება მოზიდული კაპიტალის დანახარჯების სიდიდის განსაზღვრისას.

ამ ნაკლოვანების აღმოსაფხვრელად გამოიყენება მიმდინარე შემოსავლიანობის გამოანგარიშების მეთოდი. 1963 წელს ლინტერმა ჩამოაყალიბა დებულება მასზე, რომ მიმდინარე შემოსავლიანობის მაჩვენებელი ტოლია კაპიტალის ზღვრული ღირებულების განსაზღვრულობის პირობებში. განუსაზღვრელობის პირობებში კი კაპიტალის ზღვრული ღირებულება, რომელიც გამოიანგარიშება მიმდინარე შემოსავლიანობის მეთოდით და რომელსაც უნდა დაემატოს რისკისათვის პრემია.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გასაანგარიშებლად შესასრულებელია ორი მოქმედება: 1. განისაზღვროს კაპიტალის სტრუქტურაში სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების შეფარდებითი ხვედრითი

წონა და 2. გამოითვალოს კაპიტალის სტრუქტურის თითოეული კომპონენტის მიხედვით დანახარჯები.

პირველი მოქმედება გულისხმობს კაპიტალის კომპონენტების განსაზღვრას. ეს კომპონენტები ამოიღება კომპანიის საბალანსო ანგარიშგების მარჯვენა მხრიდან: ვალი, პრივილეგირებული აქციები, გაუნაწილებელი მოგება და ჩვეულებრივი აქციები. ბალანსის მთავარი განტოლებიდან A=L+E (აქტივები ტოლია პასივებისა და საკუთარი კაპიტალის თანხის) გამომდინარე, ნათელია, რომ აქტივების ნებისმიერი გადიდება დაფინანსებული უნდა იქნეს კაპიტალის ერთ ან რამდენიმე კომპონენტის ზრდით.

კაპიტალის სტრუქტურის თითოეულ კომპონენტს ახასიათებს საკუთარი დანახარჯები.

გავარკვიოთ რას წარმოადგენს ვალის ღირებულება? ვალის ღირებულება წარმოადგენს ვალის ზღვრულ ღირებულებას ან, მარტივად, პროცენტს, რომელიც კომპანიამ უნდა შესთავაზოს ბაზარს, რათა ინვესტორები ობლიგაციების შესაძენად დააინტერესოს.

ვალის ღირებულებით განისაზღვრება შემოსავლიანობა, რომელსაც ინვესტორები მოითხოვენ კომპანიის ობლიგაციებში სახსრების განთავსებისათვის.

რამ განაპირობა კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების კატეგორიის შემოღება? იმისათვის, რომ მოვახდინოთ საინვესტიციო პროექტების ოპტიმალურის შერჩევა, კომპანია განხილული უნდა იქნეს, როგორც მდგრადი, მყარი სუბიექტი, რომელსაც შეუძლია სამეურნეო ოპერაციები განახორციელოს ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე, ამიტომ ჩვენ არ შეგვიძლია კაპიტალის კომპონენტები ცალ-ცალკე, იზოლირებულად განვიხილოთ. სა-

ყურადღებოა ისიც, რომ საინვესტიციო პროექტების დიდი ნაწილის დაფინანსება მიმდინარეობს არა ცალკეული კომპონენტების ანგარიშიდან, არამედ მთლიანი ფინანსური სალაროდან.

მოზიდული კაპიტალის გღვრული დანახარჯების ან კაპიტალის გღვრული ღირებულების მაჩვენებელი მეტად დიდ სარგებლობას უწევს ფინანსურ მენეჯერებს თავიანთ საქმიანობაში. დანახარჯთა მინიმიზაცია წარმოადგენს ერთ-ერთ მთავარ გზას კომპანიის ღირებულების მაქსიმიზაციის მისაღწევად.

გღვრული დანახარჯები შეიძლება განვსაზღვროთ, როგორც დამატებით ერთეულზე დანახარჯები. კაპიტალის გღვრული დანახარჯები ტოლია იმ ხარჯების, რომელიც საჭიროა დამატებითი კაპიტალის კიდევ ერთი დოლარის სამეურნეო ბრუნვაში ჩართვისათვის. აქედან გამომდინარე, კაპიტალის გღვრული დანახარჯები იზრდება ახალი კაპიტალის მოცულობის გადიდების შესაბამისად.

საკონტროლო კითხვები:

1. როგორ წარმოებს კორპორაციაში კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი თითოეული დანახარჯის ფორმირება?

2. რა გავლენას ახდენს კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებები კომპანიის მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე?

3. ჩამოთვალეთ საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები.

4. როგორ განვსაზღვროთ კაპიტალის ფასი?

5. რას წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის ფასი?

6. როგორ წარმოებს გაუნაწილებელი მოგების ფასის გაანგარიშება?

7. ჩამოაყალიბეთ ფინანსური რისკის თავისებურებები.

8. რას ნიშნავს ფინანსური ლევერიჯი?

9. რას წარმოადგენს კომპანიის კაპიტალზე დანახარჯები?

10. როგორ გამოვთვალოთ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება?

თემა VIII

გადაწყვეტილებები კორპორაციათა კაპიტალურ დაბანდებების დაფინანსების შესახებ და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობა

VIII.1. კორპორაციის დაფინანსება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობა

კორპორაციის გრძელვადიანი დაბანდებების დაფინანსების წყაროების შერჩევა ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი პრობლემაა. უმსხვილესი კომპანიები ფულადი რესურსების მობილიზაციისათვის იყენებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, რომელშიც თავს იყრის ფასიანი ქაღალდები და წარმოებს მათი განთავსება.

სწორედ კორპორაციის მიერ საინვესტიციო გადაწყვეტილებები ფინანსურ აქტივებთან ურთიერთობაში დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზართან, სადაც წარმოებს სასესხო კაპიტალის ფორმირება.

მანამ, სანამ გადავიდოდეთ ბაზრის ეფექტიანობის გარკვევაზე, საჭიროა აღვნიშნოთ ერთი აქსიომა – გრძელვადიანი დაბანდებების დაგეგმვა და მისი დაფინანსების საშუალებების შესახებ გადაწყვეტილება ერთმანეთისაგან დამოუკიდებელი ფენომენებია. თანაც, საინვესტიციო გადაწყვეტილებები დაფინანსების შესახებ გადაწყვეტილებებზე უფრო მარტივია.

როდესაც კორპორაცია ღებულობს საინვესტიციო გადაწყვეტილებას, იგი იმაზე არ ფიქრობს ექნება თუ არა მას საქმე სრულყოფილ კონკურენტულ ბაზართან. მისთვის ცნობილია მხოლოდ კონკურენტები მოკად ფორმებში. თანაც, კარგად ესმის ის გარემოება, რომ მის მიერ მიღებული დაფინანსების შესახებ გადაწყვეტილებას საფუძვლად უდევს დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება, ე.ი. ამ გადაწყვეტილებით მოზიდული თანხების ჯამი აღემატება აღებულ ვალდებულებათა ღირებულებას. თუ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით უზრუნველყოფილია დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება, ხოლო მყიდველისათვის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უნდა იყოს უარყოფითი.

თუ კაპიტალის ბაზარი ეფექტიანია, მაშინ ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის ან ყიდვის გარიგების ფასი არასოდეს არ დაემთხვევა წმინდა მიმდინარე ღირებულებას.

ინვესტორებმა იციან, რომ მიღებულ ინფორმაციაში ასახულია ფასიანი ქაღალდების ფასი. სწორედ ამიტომ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებები ეფექტიან ბაზარზე უბრალოდ არ შეიძლება იყოს დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება.

ამერიკელი ეკონომისტის გარი რობერტსის მიერ 1967 წელს განისაზღვრა ბაზრის ეფექტიანობის სამი ღონე. პირველ ღონესთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც მიმდინარე ფასები გამოხატავს წარსულში ფასების შესახებ ყოველგვარ ინფორმაციას. **ავტორმა ამ ღონეს ეფექტიანობის სუსტი ფორმა უწოდა.**

ბაზრის ეფექტიანობის მეორე ღონესთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც ფასები ასახავს არა მარტო წარსულის ფასებს, არამედ ყველა სხვა დანარჩენ გამოქვეყნებულ ინფორმაციას. **რობერტსმა ამ ღონეს უწოდა ეფექტიანობის საშუალო ფორმა.**

ბაზრის ეფექტიანობის მესამე ღონე ავტორის მიერ

განხილული იქნა როგორც ეფექტიანობის ძლიერი ფორმა, როდესაც ფასი ასახულია არა უბრალოდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციაში, არამედ ყველა იმ ინფორმაციაში, რომლებიც შეიძლება მოპოვებული იქნეს კორპორაციის მიერ ხარგრძლივი ანალიზისა და კვლევის შედეგად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობის აქ მოტანილი მოკლე თეორიული მსჯელობის შემდეგ უფრო ვრცლად შევეხოთ ბაზრის თანამედროვე სრუქტურასა და ფუნქციებს, რომლებიც ნათელ წარმოდგენას მოგვცემს მის ადგილსა და როლზე კორპორაციის ფინანსური პრობლემების გადაწყვეტაში.

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

ამჟამად, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების სამი ძირითადი ბაზარი: პირველადი (არასაბირჟო), მეორადი (საბირჟო) და ბირჟის გარეშე (ქუჩის). პირველადი და

მეორადი ბაზარი თანამედროვე ეკონომიკის განსაკუთრებით, ფულად-საკრედიტო ურთიერთობათა სფეროს უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია.

პირველად ბაზარზე წარმოებს ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსება, რომლის ემიტენტებს წარმოადგენენ კორპორაციები და ხელისუფლების ორგანოები. საფონდო ფასეულობათა შეძენას ახდენენ ინდივიდუალური ინვესტორები და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთაგან აღსანიშნავია კორპორაციათა და სახელმწიფო დაწესებულებათა საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები, კომერციული ბანკები და ა.შ. როგორც ვიცით, ფასიანი ქაღალდების განთავსება შეიძლება განხორციელდეს ემიტენტების ინვესტორებთან უშუალო ურთიერთობით ან შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც თვითონ ახდენენ ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება ჩავთვალოთ **ფულად ბაზრად**, რომელზეც დაც მიმოიქცევა მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადით) ვალის ვალდებულებები, ძირითადად სახაზინო თამასუქების (ბილეთების) სახით. ფულადი ბაზარი უზრუნველყოფს სახელმწიფო ხაზინას ნაღდი ფულით, ხოლო კორპორაციებსა და ფიზიკურ პირებს საშუალებას აძლევს მიიღონ შემოსავალი დროებით თავისუფალი სახსრების მობილიზაციით.

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

განვითარებულ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბა-

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

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანაა დანაზოგების რაც შეიძლება სრულად და სწრაფად განთავსდება ინვესტიციებში ისეთ ფასებში, რომელიც ორივე მხარისათვის მისაღებია. ამ ამოცანის გადაწყვეტა შეუძლებელია ბაზრის შუამავლების – ბროკერებისა და საინვესტიციო დილერების გარეშე. მხოლოდ მათ გაეგებათ, თუ რა მდგომარეობაშია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რა სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაა მიზანშეწონილი და როდის. ბროკერი ფასიანი ქაღალდების გამყიდველს ახვედრებს მყიდველს და ამისათვის ღებულობს გასამრჯელოს – საკომისიოს სახით. ამასთან, საინვესტიციო დილერი ყიდულობს ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით და საკუთარი ანგარიშიდან, რომ შემდგომში გაყიდოს. ამ ოპერაციიდან ამონაგები ქმნის მის მოგებას. ბროკერებისა და დილერების ინსტიტუტი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ისეთივე აუცილებელი პროფესიაა, როგორიცაა ბანკირები და სადილერო საქმიანობას ეწევიან როგორც ცალკეული პიროვნებები, ისე ფირმებიც.

დღეს მსოფლიოში უდიდესი ფირმები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საშუამავლო საქმიანობით არიან დაკავებულნი. სწორედ ისინი და არა ცალკეული ბროკერები განსაზღვრავენ თანამედროვე საინვესტიციო ბიზნესს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მთავარი ფიგურა უმ-

სხვილესი ფირმაა, რომელიც თავის საქმიანობაში ბროკერული და დილერული ოპერაციების ინტეგრირებას ახღენს.

მყიდველი, ან ინვესტორი, საჭიროებს რჩევა-დარიგებებს. თვით იგი უძლურია განსაზღვროს რომელი ფასიანი ქაღალდები იყიდოს და რომელი არა. მანამ, სანამ შუამავალი რჩევა-დარიგებას მისცემს ინვესტორს, საჭიროა შეისწავლოს მისი ფსიქოლოგია და მიზანი, შემდეგ კოლოსალური რაოდენობის ფასიანი ქაღალდებიდან შეარჩიოს ისეთი, რომელიც ინვესტორის მოთხოვნებს დააკმაყოფილებს. ინვესტიციებზე შემოსავალი, საბოლოო ანგარიშში, დამოკიდებული იქნება არა მარტო იმაზე, რომ შუამავალმა საქმის ცოდნით შეასრულა თავისი პროფესიული ვალდებულებები, არამედ ბაზარი მაინც ბაზარია და დიდია რისკი დაკარგო არა მარტო შემოსავალი, არამედ თვით ინვესტიციები. მთავარია, რომ ბუნებაში არ არსებობს ისეთი სისტემა, რომელიც გამორიცხავდა ყოველგვარ რისკს და უზრუნველყოფდა ცხოვრების უურო მაღალ დონეს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სხვა ბაზრების მსგავსად, წარმოადგენს რთულ ორგანიზაციულ-ეკონომიკურ სისტემას ტექნოლოგიური ციკლების ერთიანობისა და სისრულის მაღალი დონით.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი პირველადი ბაზრის ფუნქციონირების აუცილებელი წინაპირობაა; მეორადი ბაზრის აწყობილ და შეუფერხებელ მუშაობაზეა დამოკიდებული ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობა, ე.ი. ნაღდ ფულზე უდანაკარგოდ გაყიდვის შესაძლებლობა.

ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ფასიანი ქა-

ღალდების ყიდვა-გაყიდვით დასაქმებულნი არიან პროფესიონალი შუამავლები – საფინანსო ბროკერები, რომლებიც ქმნიან მკაცრად ორგანიზებული მეორადი ბაზრის რეგულარულ სექტორს – საფინანსო ბირჟას.

მანამ, სანამ გადავიდოდეთ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის საკითხებზე, აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზრების განსხვავებულობაზეც ვისაუბროთ. ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველი გაყიდვა კერძო ან სახელმწიფო ინვესტორზე, რომელიც გამოშვებულია სამთავრობო ორგანოების ან კორპორაციის მიერ, იწოდება პირველად განთავსებად. ემიტენტი სახსრებს, რომლებიც მიღებულია ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით, იყენებს წარმოების გასაფართოებლად, გამოკვლევების ჩასატარებლად, რკინიგზების, გემების თუ ხიდების ასაშენებლად და ა.შ. იმის გამო, რომ ძნელია ინვესტორი დააჯეროთ ხანგრძლივი ვადით განთავსებული სახსრები მას მოუტანს მოგებას, ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს შეუძლიათ ეს ქაღალდები გაყიდონ ნებისმიერ დაინტერესებულ მყიდველზე. თავდაპირველად მყიდველს შეუძლია მათი გასაყიდად გამოტანა ორივე მხარისათვის მისაღებ ფასებში.

ფასიანი ქაღალდების ბირჟის ფუნქციას შეადგენს დააწესოს ადგილი, სადაც განსაზღვრული იქნება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ფასები, რომლებიც ორივე მხარისათვის (მყიდველებისა და გამყიდველებისათვის) მისაღები იქნება.

ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი სავაჭრო გარიგება, რომელიც განხორციელდება პირველადი მიწოდების შემდეგ, იწოდება მეორადი განთავსების გარიგებად. სწორედ აქედან გამომდინარე, ყველა საბირჟო გარიგება თავისი ბუნებით მეორადია.

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

მაგრამ შერწყმის, კონვერგენციის და კაპიტალის ცენტრალიზაციის საერთო მასშტაბები, რომლებიც განპირობებული იყო წარმოების მოთხოვნებით, მეცნიერულ-ტექნიკური რევოლუციითა და კონკურენციული ბრძოლით, განსაკუთრებით კი ე.წ. აღდგენით პერიოდში, არსებითად გამოცოცხლდა საფონდო ბირჟების საქმიანობა, რომელთა ოპერაციებში აქტიურად მონაწილეობდნენ წვრილი და საშუალო ინდივიდუალური მეანაბრეები. თუმცა, საბირჟო ოპერაციებში მსხვილი საკრედიტო და-

წესებულების ფუნქციონირების მასშტაბების გამო შეიქმნა ისეთი შთაბეჭდილება, რომ ინდივიდუალური მეანაბრეების როლი დასუსტებულია.

პირველად ბაზარს საფონდო ბირჟის მსგავსად გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით, განსაკუთრებით ობლიგაციებით ვაჭრობის საკუთარი მეთოდები, რომელთაგან დღეისათვის ფართოდ გავრცელებულია ფასიანი ქაღალდების ე.წ. **ანდერრაიტინგის, პირდაპირი და საჯარო განთავსების, აგრეთვე კონკურენციული ტორგების მეთოდები, რომლებიც საშუალებას იძლევიან ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებსა და მათ მყიდველებს შორის დამყარდეს პირდაპირი კავშირები.** მაგრამ ერთადერთ ორგანიზებულ შუამავლებად გამოდიან საინვესტიციო ბანკები. არასაბირჟო ბრუნვის ამ მეთოდებმა ფართო გავრცელება ჰპოვეს აშშ-ში, დიდ ბრიტანეთსა და კანადაში.

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

ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზ-

რები ძირითადში წინააღმდეგობრივი მოვლენებია. მაგრამ ამასთან, ისინი ერთმანეთს ავსებენ. ურთიერთწინააღმდეგბრივი დამოკიდებულება განპირობებულია იმით, რომ ისინი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ფუნქციის შესრულებისას იყენებენ შერჩევისა და რეალიზაციის სპეციფიკურ მეთოდებს. პირველადი ბრუნვა მოიცავს მხოლოდ ახალი გამოშვების ფასიან ქაღალდებს. განსაკუთრებით კი კორპორაციათა ობლიგაციების განთავსებას (ეს კორპორაციები საინვესტიციო ბანკების მეშვეობით უშუალო კონტაქტში შედიან საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტებთან, რომლებიც ახდენენ ფასიანი ქაღალდების შეძენას).

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

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

1. ბირჟის მეშვეობით მეანაბრეები ადვილად თმობენ დანაზოგებს გრძელვადიანი ინვესტიციების დასაფინანსებლად. თავის მხრივ, საინვესტიციო კორპორაციას არ აშინებს კრედიტორის თამასუქი. პირიქით, ის ცდილობს ეფექტიანად გამოიყენოს მისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით მიღებული ფინანსური რესურსები, რომ

მუდმივად შეინარჩუნოს ფასიანი ქაღალდების მაღალი კურსი.

2. საფონდო ბირჟა ააღვილებს ფირმების კაპიტალის დანაწევრებას. თითოეული მეანაბრე შეიძლება კორპორაციის თანამფლობელი, მესაკუთრე გახდეს.

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

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

როგორც წესი, ფინანსური ბაზრის ეკონომიკური საფუძველია საოჯახო მეურნეობებისა და სამეურნეო სუბიექტების ხელთ არსებული თავისუფალი ფულადი სახსრები, რომლებიც საბაზრო ურთიერთობების პროცესში ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი ხდება. ე.ი. ფინანსური ბაზარი გამოდის ეროვნულ მეურნეობაში ფულადი სახსრების ორგანიზაციის განსაკუთრებულ ფორმად, რომელიც გულისხმობს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულირებასა და ეფექტიანად გამოყენებას. ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი დანიშნულებაა ხელი შეუწყოს ფულადი სახსრების შეუფერხებელ მოძრაობას მათი მფლობელებიდან გამომყენებლებამდე.

დროებითი თავისუფალი ფულადი სახსრების სარჯებში ინვესტირება ხორციელდება ფინანსურ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საშუალებით.

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

მაგრამ საწინააღმდეგო სურათს ვხედავთ პოსტსოციალისტურ ქვეყნებში. საქართველოში ვერა და ვერ განვითარდა ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იმ დონემდე მაინც, რომ ქვეყნის კორპორაციები დააკმაყოფილოს სამამულო საინვესტიციო რესურსებით, რომლის მთავარი მიზეზია ქვეყანაში თავისუფალი ფულის დეფიციტი და ბაზრისადმი (განსაკუთრებით საბანკო სისტემისადმი) ჯერ კიდევ უნდობლობის სიჭარბე. სავსებით მართებულად აღნიშნავს პროფ. მიხეილ ჯიბუტი: „ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება ერის კეთილდღეობით. რაც უფრო მაღალია ცხოვრების დონე, ადამიანები ახლენენ შემოსავლების მეტ დაგროვებას და ყიდულობენ მეტ ფასიან ქაღალდებს. მთავარი შედეგებიც გამომდინარეობს უკანასკნელი მსჯელობიდან. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ისეთია, როგორიცაა ცხოვრების დონე ქვეყანაში“. [1]

---

[1] *მ. ჯიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, 2003, გვ. 23.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას ხელს უშლის დაუსრულებელი რეფორმები, ვერ ჩამოყალიბდა რეფორმების ერთიანი პოლიტიკა, ფაქტობრივად მას არც ერთ დარგში დასრულებული სახე არ გააჩნია.

VIII.2. ფასიანი ქაღალდები და მათი თავისებურებანი თანამედროვე ეპოქაში

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

ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენს უფლებას რესურსებზე. ფასიანი ქაღალდების სახით ფულად რესურსებზე ისეთი უფლებაა მისაღები, როდესაც ფასიანი ქაღალდები პასუხობს შემდეგ ფუნდამენტურ მოთხოვნებს: ბრუნვადობას, სამოქალაქო ბრუნვისათვის მისაწვდომობას, სტანდარტულობასა და სერიოზულობას, დოკუმენტურობას, რეგულირებადობასა და სახელმწიფოს მიერ აღიარებას, ლიკვიდობას, რისკს.

ნებისმიერმა სპეციალისტმა, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე იწყებს ოპერაციებს, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიაქციოს იმას, თუ რამდენად სარისკოა ესა თუ ის ოპერაცია, რამდენად აგრესიულია ეს ბაზარი. ამასთან დაკავშირებით, მნიშვნელოვანია გაეცნოთ ფინანსური რისკების იმანენტურ ბუნებაში, ერთმანეთისაგან გავარჩიოთ მათი სახეობები და შევაფასოთ მათი კონკრეტული სიდიდე.

ფინანსური რისკი არის შემოსავლიანობის შემცირების ან პირდაპირი ფინანსური დანაკარგის რისკი, რომელიც წარმოიქმნება ფინანსური ოპერაციების პროცესში მათი შედეგების გაურკვევლობის მაღალი ხარისხისა და შემთხვევითი გაუთვალისწინებელი ფაქტორების გადაჭარბებით შეფასების გავლენით.

ფასიანი ქაღალდები უპირატესად სამი სახისაა: აქციები, ობლიგაციები და მათგან წარმოებული ფასიანი ქაღალდები.

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

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

აქცია კი წარმოადგენს ფირმის საკუთრების ნაწილის ფლობის უფლებას. აქციის კურსი განსაზღვრავს ფულის რაოდენობას, რომელსაც იხდის ინვესტორი საკუთრებაში მონაწილეობისათვის. აქციონერებს შეუძლი-

ათ მიიღონ ფირმის შემოსავლების ნაწილი დივიდენდების სახით.

პრივილეგირებული აქცია მის მფლობელს უფლებას აძლევს ყოველწლიურად მიიღოს გარკვეული თანხა – პროცენტის, ან ფიქსირებული გადასახდელის სახით.

აქციები ორი სახისაა: პრეფერენციული (პრივილეგირებული) და ჩვეულებრივი. პრეფერენციული აქციების მფლობელებს შუალედური მდგომარეობა უჭირავთ კორპორაციის კრედიტორებსა და სხვა სახის აქციების მფლობელებს შორის. ისინი ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს კორპორაციის წმინდა შემოსავლებიდან. მაშინ, როდესაც კორპორაციის სამეურნეო საქმიანობის ფინანსური შედეგები უარესდება და პროცენტებისა და დივიდენდების გაცემა ძნელდება პრეფერენციული აქციების მფლობელები აღმოჩნდებიან „შუა ბონაში“ და უფრო დაცულნი არიან, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები. თუმცა, კრედიტორები უპირატესობით სარგებლობენ. აუცილებელია ვიცოდეთ, რომ ობლიგაციების მფლობელები კრედიტორები არიან, ხოლო აქციების მფლობელები – კორპორაციის თანამესაკუთრეები.

პრივილეგირებულმა აქციამ პრეფერენციული აქციის სახელწოდება იმიტომ მიიღო, რომ იგი მფლობელს აძლევს პრეფერენციას, რომელიც არ გააჩნია კორპორაციის სხვა დანარჩენ თანამესაკუთრეებს. პირველი პრეფერენცია ეხება აქტივებს. ბიზნესის გაუქმების ან კორპორაციის დაშლის შემთხვევაში პირველად აკმაყოფილებენ კრედიტორების პრეტენზიებს, შემდეგ – პრეფერენციული აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს, და ბოლოს კი ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს.

მეორე პრეფერენცია ეხება დივიდენდებს. პრეფაქციის მფლობელები ჩვეულებრივად ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს, რომელიც გამოხატულია ან ეროვნულ ვალუტაში, ან პირად ღირებულებაში.

დივიდენდები გაიცემა მიმდინარე ან წარსული მოგებიდან. პროცენტებისაგან განსხვავებით დივიდენდები ყოველთვის არ გაიცემა და თუ გაიცემა, მხოლოდ დირექტორთა საბჭოს გადაწყვეტილების შემდეგ. ისმის კითხვა: კორპორაცია რატომ უშვებს პრეფაქციებს? მისი გამოშვება ხომ ობლიგაციებთან შედარებით უფრო ძვირი ჯდება იმიტომ, რომ იგი არ ითვლება ბიზნესის მართვის დანახარჯებად და მისი ანაზღაურება წარმოებს მოგებიდან გადასახადების გასტუმრების შემდეგ. თუ გავითვალისწინებთ ყველა გარემოებას, მაშინ პრეფაქციის გამოშვება საკმაოდ გამართლებული იქნება. კომპანიის პოზიციიდან პრეფაქციას არ გააჩნია ისეთი პრეტენციები, როგორსაც ობლიგაციები ქმნიან. მათ არა აქვთ დაფარვის ვადები. დირექტორთა საბჭოს შეუძლია პრეფაქციაზე დივიდენდები არ გამოაცხადოს. როდესაც საშემოსავლო გადასახადი დაბალია, პრეფაქციებს უპირატესად ინვესტორები ყიდულობენ შემოსავლის გადიდების მიზნით.

პრეფაქციები ორგვარია: დაბრუნებადი და დაუბრუნებელი. კომპანია, როდესაც პრეფაქციის გამოშვებას განიზრახავს, ხშირად იტოვებს „გამოთხოვის“ უფლებას მისი გამოსყიდვის გზით. კომპანიისათვის პრეფაქციის დაბრუნება ხელსაყრელია, მაგრამ ინვესტორებისათვის – არა. დაუბრუნებელი პრეფაქცია შეიძლება მანამ არ დაიფაროს, სანამ იარსებებს მისი გამომშვები კორპორაცია. კორპორაციის პოზიციებიდან ეს ნაკლოვანებად

ათ მიიღონ ფირმის შემოსავლების ნაწილი დივიდენდების სახით.

პრივილეგირებული აქცია მის მფლობელს უფლებას აძლევს ყოველწლიურად მიიღოს გარკვეული თანხა – პროცენტის, ან ფიქსირებული გადასახდელის სახით.

აქციები ორი სახისაა: პრეფერენციული (პრივილეგირებული) და ჩვეულებრივი. პრეფერენციული აქციების მფლობელებს შუალედური მდგომარეობა უჭირავთ კორპორაციის კრედიტორებსა და სხვა სახის აქციების მფლობელებს შორის. ისინი ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს კორპორაციის წმინდა შემოსავლებიდან. მაშინ, როდესაც კორპორაციის სამეურნეო საქმიანობის ფინანსური შედეგები უარესდება და პროცენტებისა და დივიდენდების გაცემა ძნელდება პრეფერენციული აქციების მფლობელები აღმოჩნდებიან „შუა ბონაში“ და უფრო დაცულნი არიან, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები. თუმცა, კრედიტორები უპირატესობით სარგებლობენ. აუცილებელია ვიცოდეთ, რომ ობლიგაციების მფლობელები კრედიტორები არიან, ხოლო აქციების მფლობელები – კორპორაციის თანამესაკუთრეები.

პრივილეგირებულმა აქციამ პრეფერენციული აქციის სახელწოდება იმიტომ მიიღო, რომ იგი მფლობელს აძლევს პრეფერენციას, რომელიც არ გააჩნია კორპორაციის სხვა დანარჩენ თანამესაკუთრეებს. პირველი პრეფერენცია ეხება აქტივებს. ბიზნესის გაუქმების ან კორპორაციის დაშლის შემთხვევაში პირველად აკმაყოფილებენ კრედიტორების პრეტენზიებს, შემდეგ – პრეფერენციული აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს, და ბოლოს კი ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს.

მეორე პრეფერენცია ეხება დივიდენდებს. პრეფაქციის მფლობელები ჩვეულებრივად ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს, რომელიც გამოხატულია ან ეროვნულ ვალუტაში, ან პირად ღირებულებაში.

დივიდენდები გაიცემა მიმდინარე ან წარსული მოგებიდან. პროცენტებისაგან განსხვავებით დივიდენდები ყოველთვის არ გაიცემა და თუ გაიცემა, მხოლოდ დირექტორთა საბჭოს გადაწყვეტილების შემდეგ. ისმის კითხვა: კორპორაცია რატომ უშვებს პრეფაქციებს? მისი გამოშვება ხომ ობლიგაციებთან შედარებით უფრო ძვირი ჯდება იმიტომ, რომ იგი არ ითვლება ბიზნესის მართვის დანახარჯებად და მისი ანაზღაურება წარმოებს მოგებიდან გადასახადების გასტუმრების შემდეგ. თუ გავითვალისწინებთ ყველა გარემოებას, მაშინ პრეფაქციის გამოშვება სავსებით გამართლებული იქნება. კომპანიის პოზიციიდან პრეფაქციას არ გააჩნია ისეთი პრეტენციები, როგორსაც ობლიგაციები ქმნიან. მათ არა აქვთ დაფარვის ვადები. დირექტორთა საბჭოს შეუძლია პრეფაქციაზე დივიდენდები არ გამოაცხადოს. როდესაც საშემოსავლო გადასახადი დაბალია, პრეფაქციებს უპირატესად ინვესტორები ყიდულობენ შემოსაელის გადიდების მიზნით.

პრეფაქციები ორგვარია: დაბრუნებადი და დაუბრუნებელი. კომპანია, როდესაც პრეფაქციის გამოშვებას განიზრახავს, ხშირად იტოვებს „გამოთხოვის“ უფლებას მისი გამოსყიდვის გზით. კომპანიისათვის პრეფაქციის დაბრუნება ხელსაყრელია, მაგრამ ინვესტორებისათვის – არა. დაუბრუნებელი პრეფაქცია შეიძლება მანამ არ დაიფაროს, სანამ იარსებებს მისი გამომშვები კორპორაცია. კორპორაციის პოზიციებიდან ეს ნაკლოვანებად

ითვლება იმის გამო, რომ კაპიტალის ნაწილი „გაყინულია“ კორპორაციის არსებობის მანძილზე. სწორედ ამიტომ თანამედროვე ეპოქაში პრეფაქციის დაუბრუნებლობა იშვიათობას წარმოადგენს.

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

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

1. კომპანიის მიერ დაწესებული ჩვეულებრივი აქციებისათვის გასაცემი ნებისმიერი დივიდენდის მიღების უფლება;

2. კაპიტალის გაზრდის შესაძლებლობა;

3. შედარებით სასურველი საგადასახადო დაბეგვრა;

4. ჩვეულებრივი აქციების პორტფელის ადვილად გადიდების, შემცირების ან გაყიდვის შესაძლებლობები;

5. ხმის უფლება.

ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს შეუძლიათ აირჩიონ დირექტორები და დაამტკიცონ საფინანსო შედეგები, აუდიტორული დასკვნები, ანგარიშგება და სხვა დოკუმენტები. მათ უფლება აქვთ აქციონერთა კრებაზე კითხვები დაუსვან მენეჯერებს ყოველგვარ საჭირბოროტო საკითხებზე. ამასთან, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს კორპორაციის საქმიანობასთან დაკავშირებით შეზღუდული პასუხისმგებლობა აქვთ დაკისრებული.

მეოცე საუკუნის მანძილზე აქციების ფლობის მიზეზები არ შეცვლილა, ესენია: კაპიტალის გრძელვადიანი მატება, დივიდენდი და ინფლაციისაგან საიმედო დაცვა.

აქციების ფლობის მიმზიდველობის ერთ-ერთი ძირითადი მიზეზი, რომელიც დაკავშირებულია ინფლაციისაგან დაცვასთან, ხშირად შეიძლება გამოვლინდეს მოკლევადიან პერიოდში. მაგალითად, გასული საუკუნის 70-80-იან წლებში აშშ-ის ეკონომიკა მოიცვა მაღალმა ინფლაციამ, რაც აქციების კურსის დაცემაში გამოიხატა, მაგრამ წონასწორობა აღდგენილი იქნა ხანგრძლივი პერიოდის შემდეგ. აქციების ის მფლობელები, რომლებმაც დინჯად, თავშეკავებით გადაიტანეს ეს მეტად მძიმე პერიოდი, არ შემცდარან მოსალოდნელ სიკეთეში. ფინანსურ ბაზარზე იმ პერიოდში მიყენებული ზარალი სულ მალე დაფარეს აქციათა კურსის ამაღლების შედეგად. აშშ-ში, განსაკუთრებით ჩიკაგოს უნივერსიტეტში ჩატარებულმა გამოკვლევებმა აჩვენა, რომ ჩვეულებრივი აქციების ფლობა წარმოადგენს ინფლაციისაგან დაცვის არა მარტო მნიშვნელოვან ეფექტიან გრძელვადიან საშუალე-

ბას, რომელთანაც ნებისმიერ ინვესტორს შეუძლია ურთიერთობა.

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

კორპორაციული ობლიგაციები წარმოადგენს ფირმის კანონიერი ვალის ვალდებულებებს. ობლიგაციის ემიტენტის განკარგულებაშია ფულის რაღაც რაოდენობა გარკვეული პერიოდის მანძილზე იმ ვალდებულებით, რომ ნასესხებ თანხაზე რეგულარულად იხადოს პროცენტი, ხოლო დაწესებული ვალის ბოლოს დაფაროს მთლიანად სესხი. შესაბამისად, ობლიგაციის მფლობელი წარმოადგენს ფირმის კრედიტორს და ამ უკანასკნელის გაკოტრების შემთხვევაში კრედიტორს აქციონერთან შედარებით გააჩნია უპირატესობა მის აქტივებზე.

არსებობს კონვერსიული ობლიგაციები, რომლებიც მის მფლობელს უფლებას აძლევს განსაზღვრული პირობების დადგომისას ეს ობლიგაციები გაცვალოს კორპორაციათა აქციებზე.

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

კორპორაციებს უფლება აქვთ გამოუშვან შემდეგი სახის ობლიგაციები:

1. ობლიგაციები პირველი საწინდრით (გამოშვება

წარმოებს მაშინ, როდესაც კორპორაციას გააჩნია გირაო);

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

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

4. კორპორაციის ობლიგაციები სხვა ფასიანი ქაღალდების საწინდარით;

5. კონვერტირებადი ობლიგაციები ორდერით;

6. კორპორაციული თამასუქები.

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

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

საყურადღებოა, რომ ოცდამეერთე საუკუნის გარიჟრაჟზე დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში გაძნელებულია ობლიგაციების მფლობელთა რიცხოვნობის დადგენა იმის გამო, რომ ობლიგაციების უმსხვილესი ემიტენტები, განსაკუთრებით სახელმწიფო სტრუქტურები, ფასიან ქაღალდებს უპირატესად უშვებენ სერტიფიკატების

სახით „წარმომდგენზე“, სადაც არ აღინიშნება მფლობელთა ვინაობა.

როგორც წესი, აქციებსა და ობლიგაციებს გააჩნიათ არაერთგვაროვანი საინვესტიციო თვისებები, ე.ი. ინვესტორებისათვის არაერთგვაროვანია მათი მიმზიდველობის ხარისხი. ობლიგაციები აქციებთან შედარებით უზრუნველყოფს დანაზოგების უფრო ხანგრძლივ დაცულობას და ამის გამო, ის უფრო მიმზიდველია ფრთხილად და კონსერვატიულად განწყობილი პიროვნებებისათვის.

არსებობს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდებიც, კერძოდ„ ორდერები, სასესხო ფონდების ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონების ფასიანი ქაღალდები, ოფციონი, ფიუჩერსული კონტრაქტები და სხვ.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება მოსახლეობის კეთილდღეობის დონით. რაც უფრო მაღალია ცხოვრების დონე, მოქალაქეს მით უფრო მეტი დანაზოგები გააჩნია შემოსავლიდან და მით უფრო მეტ ფასიან ქაღალდებს შეიძენენ. ფასიანი ქაღალდების მიწოდება მოთხოვნით განისაზღვრება. ეს ყველაფერზე მეტად გამართლებულია საბაზრო ეკონომიკის პირობებში. ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა იმ ქვეყნებშია დაბალი, სადაც ხელისუფლება მეტად ერევა სამეურნეო ცხოვრებაში – წარმოების, განაწილებისა და გაცვლის პროცესში. ცენტრალიზებული გეგმიანი მეურნეობრიობის პირობებში, როდესაც საწარმოთა აბსოლუტური უმრავლესობა სახელმწიფო საკუთრებაში იმყოფებოდა, აუცილებელ ფულად რესურსებს სახელმწიფო ჯიბიდან ღებულობდა და არავითარ საჭიროებას არ წარმოადგენდა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.

VIII.3. ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება

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

1. ტრადიციული კონსორციული წესი;
2. ტენდერი ანუ აუქციონი;
3. ბაზრის მომსახურება ან ოპერაციები ღია ბაზარზე;
4. კერძო განთავსება;
5. რეგულარული ემისიები;
6. რამდენიმე საშუალების კომბინაციური გამოყენება.

როგორც ცნობილია, თავისუფალი კონკურენციის ეპოქის ეკონომიკური სისტემის პირველი ინსტრუმენტი, რომელსაც ბარომეტრის ფუნქცია ჰქონდა დაკისრებული, ბირჟა იყო. ბირჟის მეშვეობით წარმოებდა და წარმოებს ეკონომიკის კონიუნქტურის მდგომარეობის ცვლილებების პირველი ნიშნების გამოვლენა და მათი გადაყვანა საბირჟო კურსის ენაზე. ბირჟა აღწარმოების პროცესის მიმდინარეობაზე რეაგირებას ახდენს არა მარტო კურსის ცვლილებით (თუმცა, ეს მაჩვენებელი ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესთაგანია საბირჟო ცხოვრებაში), არამედ ისეთი მაჩვენებლით, როგორიცაა ბირჟის ოპერაციათა ერთობლივი მოცულობა, განსაზღვრული დარგის კომპანიის აქციების ოპერაციათა მოცულობა, კონკრეტული

კორპორაციის აქციათა ოპერაციების მოცულობა და ბირჟის წევრ-ფირმათა საკუთარი გარიგებების ხასიათი.

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

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

ამიტომ საინვესტიციო ბანკები ფლობენ მძლავრ კვლევით ქვედანაყოფებს, რომლებიც წარმოადგენენ კორპორაციათა განვითარების ტენდენციების კვალიფიციური და ავტორიტეტული ანალიზის წყაროს. ეს ქვედანაყოფები ერთ-ერთ მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ საბაზრო კონიუნქტურის სწორი შეფასების საქმეში.

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

როგორც წესი, ყველწლიურად და ყოველსაათობით საფონდო ბირჟაზე ყიდიან და ყიდულობენ ასეულობით კომპანიათა აქციებს. თანაც, აქციათა ფასები განისაზღვრება მათზე მიწოდება-მოთხოვნის შესაბამისად. ცალკეული აქციის ფასი იზრდება ან მცირდება იმის მიხედვით თუ რა მოგებას ელოდება თითოეული ფირმა. საფონდო

ბირჟაზე ჩამოყალიბებული საშუალო ფასები მკაცრი მეთვალყურეობის ობიექტია. ეს ფასები ხშირად იცვლება. ამიტომ საფონდო ბირჟის უმყარობა დღის წესრიგში აყენებს ერთ მნიშვნელოვან საკითხს – საშუალო ფასის ცვალებადობა რა გავლენას მოახდენს მაკროეკონომიკურ უმყარობაზე? ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკურ ურთიერთობაში საფონდო ბირჟასა და ეროვნულ მეურნეობას შორის არსებული კავშირები ამ კითხვაზე დადებითი პასუხის გაცემის შესაძლებლობას იძლევა.

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

მაგრამ ერთი კი ცხადია, სინამდვილეში აქციათა კურსი ხშირად ეკონომიკური ბრდის შენელებისას ეცემა და მის ბრდას ადგილი აქვს ეკონომიკური აღმავლობის დაწყებამდე. ამიტომ არის, რომ აქციათა კურსი შეტანილია ეკონომიკაზე მოქმედ მთავარ მაჩვენებელთა ნუსხაში.

ამრიგად, საფონდო ბირჟაზე ფასებსა და მაკროეკონომიკას შორის არასტაბილური დამოკიდებულებაა. აქციათა კურსის შეცვლა არ წარმოადგენს მაკროეკონომიკური უმყარობის მთავარ წყაროს და არც საიმედო

კრიტერიუმს იმისათვის, რომ წინასწარ იქნეს განჭვრეტილი ეკონომიკის დაცემა ან აღმავლობა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მკაცრი სახელმწიფო კონტროლისა და რეგულირების ობიექტია.

საქართველოში შექმნილია და ფუნქციონირებს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია.[1]

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

ფასიანი ქაღალდების შესახებ მიღებული კანონები როგორც წესი, მარეგულირებელი ორგანიზაციებისათვის უნდა ითვალისწინებდეს სამ ძირითად ფუნქციას, რომელთა შესრულება ასე თუ ისე საიმედოდ გარანტირებულს გახდის ინვესტორებს თავი დააღწიონ დაბალი კომპეტენტურობით, ან ავი ზრახვებით გამოწვეულ ფინანსურ დანაკარგებსა და ზარალს.

პირველი მთავარი ფუნქციაა იმათი რეგისტრაცია, რომლებიც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობენ, ან ეწევიან ინვესტორთა კონსულტაციებს. რეგისტრაციის პროცესში გამოვლინდება მოსამსახურე ფირმების რწმუნებულთა პროფესიული ვარგისიანობა, მისი და ფირმის ფინანსური მდგომარეობა, ფასიანი ქაღალდების შესახებ საკანონმდებლო აქტების ცოდნა. რეგისტრაციაზე უარის თქმა მთავრობის კომპეტენციაა. ასევე, აშშ-ში, იაპონიასა და ევროპის განვითარებულ ქვეყნებში მთავრობები აკონტროლებენ საფონდო ბირჟებსაც. ბირჟამ ოფიციალური აღიარება თუ ვერ მიიღო, მას ფუნქციონირება აკრძალული აქვს. თუმცა, ბირჟა ითვლება თვითრეგულირებად დარგად, მაგრამ მათ მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები და ნორმატიული დოკუმენტები მთავრობის კონტროლს არის დაქვემდებარებული. მაგალითად, იტალიაში, საფრანგეთსა და ბელგიაში მთავრობა არა მარტო ნიშნავს ბროკერებს, არამედ უშუალო ზედამხედველობას უწევს ბირჟების საქმიანობას.

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

მარეგულირებელი ორგანოების მესამე ფუნქციათა – დარგში წესრიგის დაცვაზე მხარდაჭერა. მთავრობის შესაბამის ორგანოებს უფლება აქვთ გამოიძიონ კანონდარღვევათა ფაქტები და გაატარონ ადმინისტრაციული ზომები მათზე, რომლებიც ინვესტორთა ინტერესების წინააღმდეგ მოქმედებენ, ან მასალები გადასცენ სასამართლოს.

თვითკონტროლი და თვითრეგულირება აქვს დაკის-

[1] საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის საქმიანობას ვრცლად ვიხილავთ მეთერთმეტე თემაში (დ.გ.).

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

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში შექმნილია და ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, გამოქვეყნდა შესაბამისი საკანონმდებლო აქტები, კომისია ასრულებს თავის მარეგულირებელ ფუნქციებსაც, მაგრამ შედეგები მაინც სავალალოა. მდგომარეობა იმანაც გაართულა, რომ პრივატიზაციას მოყვა აქციონირება ზემოდან და წარმოიშვა 500 ათასამდე აქციონერი. „მაგრამ იმის გამო, რომ ეს აქციები საფონდო ბირჟაზე არ იყიდება, არავინ იცის მათი რეალური, ანუ საბაზრო ღირებულება“.[1]

ამას ისიც ემატება, რომ ეკონომიკაში არ წარმოებს ეკონომიკის ეფექტიანი მართვა. თანაც, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე უშუალოდ აისახება ყველა ის პრობლემა, რაც ეროვნულ ეკონომიკას გააჩნია. ბაზარს იმის გამოც უჭირს, რომ იგი ფუნქციონირებს გარედან ფინანსური დახმარების გარეშე.

დიდი ამოცანები აქვს დასახული ეროვნულ კომისიას. აუცილებელია პრივატიზაცია მოხდეს საფონდო ბირჟის მეშვეობით, უნდა შეიცვალოს შესაბამისად. საგადასახადო კანონმდებლობა, არაფრად არ ვარგა ინვესტიციების დაბეგვრის სისტემა, ბიუჯეტის დეფიციტი უნდა ივსებოდეს სახაზინო ვალდებულებებით, ბაზარზე უნდა გამოჩნდეს ინსტიტუციური ინვესტორები.

VIII.4. ფასიანი ქაღალდები ბაზრების განვითარების ძირითადი ტენდენციები და თავისებურებები თანამედროვე ეტაპზე

მე-20 საუკუნის 80-იან წლებიდან ეკონომიკა განვითარების ახალ ფაზაში შევიდა, მსოფლიო გლობალიზაციის პროცესმა მოიცვა საერთაშორისო კაპიტალი. ამასთან, მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის მიღწევების სამეურნეო ცხოვრებაში დანერგვამ მოითხოვა კოლოსალური მოცულობის ინვესტიციების თავმოყრა-კონსოლიდაცია. გაიზარდა საინვესტიციო კომპანიებისადმი საყოველთაო ინტერესი და მათი შეთანხმებული ინტეგრირებისაკენ ლტოლვა – გაძლიერდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინტერნაციონალიზაციის პროცესი, რამაც თავისი გამოხატულება ჰპოვა საფონდო ბირჟების მართვაში თანამედროვე კომპიუტერული სისტემის დანერგვით.

[1] *მ. ჯიბუტი,* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, 2003, გვ. 23.

როგორც ცნობილია, ნებისმიერი საზოგადოების ფინანსური სისტემა შედგება იმ ეკონომიკური ინსტიტუტებისაგან, რომლებიც ერთმანეთთან აკავშირებს ისეთ ადამიანებს, რომელიც ერთი მხრივ, დაზოგვის, მეორე მხრივ კი, ინვესტირების სურვილი და შესაძლებლობები აქვთ. როგორც წესი, დანაზოგები და ინვესტიციები ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი ფაქტორებია. მაშინ, როდესაც ქვეყანა შექმნილი მშპ-ის მნიშვნელოვან ნაწილს ზოგავს, რესურსების უფრო მეტი ოდენობის გაცემა შეიძლება კაპიტალის ინვესტირებისათვის, კაპიტალის ზრდა კი წარმოებს ეფექტიანობისა ლა ცხოვრების დონის ამაღლებას იწვევს.

როგორც აღვნიშნეთ, ფინანსურ სისტემას, თავისი ინსტიტუტების მეშვეობით ეკონომიკის შეზღუდული რესურსები გადააქვს დამზოგველებისაგან მსესხებლებამდე და ხელს უწყობს მათ კოორდინირებას. თუ დანაზოგები საკუთარი განსაკარგავი შემოსავლის ის ნაწილია, რომელიც არ მოიხმარება, ინვესტიციები წარმოადგენს იმ დანახანჯთა ერთობლიობას, რომლის რეალიზაცია წარმოებს ეროვნული მეურნეობის დარგებში კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდებების ფორმით. „ინვესტიციები – ეს არის მზა პროდუქციის ნაკადი გარკვეული პერიოდისათვის, რომელიც გამოიყენება ეკონომიკაში ძირითადი ფონდების შენარჩუნების ან მატების მიზნით“.[1] ეს უკანასკნელი მაკროეკონომიკაში ორმაგ როლს თამაშობს. ჯერ ერთი, რამდენადაც ინვესტიციები ხარჯების ცვალებადი კომპონენტია, მისმა მკვეთრმა გადიდებამ ან შემ-

[1] ***Д.Д. Сало, Фелипе Б.Ларрен,*** Макроэкономика, глобальный подход, пер. с англ., М., “Дело”, 1996, стр. 143.

ცირებამ შეიძლება მნიშვნელოვანი გეგავლენა მოახდინოს ერთობლივ მოთხოვნაზე, ხოლო მეორე, ამ უკანასკნელის ცვლილებები ზეგავდენას ახდენს გამოშვებასა და დასაქმებაზე. გარდა ამისა, ინვესტიციები იწვევს კაპიტალის დაგროვებას, რაც ქვეყანაში მატერიალური დოვლათის წარმოების გადიდების საფუძველია, რითაც უზრუნველყოფილი იქნება ეკონომიკური ზრდა ხანგრძლივი პერიოდისათვის.

ამრიგად, ინვესტიციების თეორია დინამიკური უნდა იყოს, ე.ი. აწმყო დაკავშირებულია მომავალთან იმიტომ, რომ დღეს ინვესტიციების სტიმულირება ნიშნავს საწარმოო შესაძლებლობის მატებას ხვალ.

იმისათვის, რომ სრულყოფილად იქნეს განხილული საკვლევი პრობლემები, აუცილებელია თავდაპირველად შევეხოთ ფინანსური ბაზრების ხასიათს.

როგორც ვიცით, ფინანსური ბაზარი ორი ნაწილისაგან შედგება: ერთი ნაწილია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მეორე – საბანკო სესხების ბაზარი. ბანკი, თუ ის ნამდვილი კომერციული ბანკია, იშვიათად გასცემს გრძელვადიან სესხებს. ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით შეიძლება მიღებული იქნეს ფული რამდენიმე ათეული წლით (ობლიგაციები), ან უვადო სარგებლობით (აქციები) . ფინანსური ბაზრის ორ ნაწილად დაყოფა გულისხმობს კაპიტალის დაყოფის ძირითად და საბრუნავ კაპიტალად.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო კრედიტის ბაზარს და იმყოფება მასთან ურთიერთობაში.

როგორც წესი, ბიზნესმენის შემოსავალი, პირველ რიგში, მიიღება ბაზრის რყევებითა და დივერსიფიკაციით. მსოფლიო ეკონომიკის გლობალიზაციის და ინტეგრაციის განვითარება, კონიუნქტურის ციკლების რეგიო-

ნალიზაცია, ევროს შემოღება და „მდიდარი“ ქვეყნების საფონდო ბაზრების კორელაციის ზრდა სტრუქტურული და სტრატეგიული ურთიერთობების პირობებში ხელს არ უწყობს ვალუტითა და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას. ამასთან, სხვადასხვა ინსტიტუციური ინვესტორები იგნორირებას უკეთებენ საფონდო ბაზრების დამოუკიდებლად მუშაობის პრინციპებს და თავს უყრიან რამდენიმე განვითარებულ ეროვნულ ბაზარს განვითარებადი ბაზრების ინვესტორებთან შეთახმებით.

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

თანამედროვე მსოფლიოში ფასიანი ქაღალდების, კრედიტების და დერივატების[1] თავისებურებათა სულ უფრო დაახლოება, აქტივების ლიკვიდურობის ზრდა, დაფინანსების ცალკეულ სახეობათა მოცულობების გადიდება მიმდინარეობს მსხვილი კაპიტალის მქონე უნივერსალური ბანკების სასარგებლოდ, რომლებიც ორიენტირებული არიან საერთაშორისო ბაზრებზე.

[1] დერივატი – ფასიანი ქაღალდების მიმოქცესის საფუძველზე წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტი. ხელშეკრულება (ოფციონი, ფიუჩერსი, სვოპი), რომელიც დაფუძნებულია ვალუტის, ფასიანი ქაღალდების ან საქონლის კურსებზე და, რომელიც მის მფლობელს საშუალებას აძლევს დააფიქსიროს ყიდვა-გაყიდვის მისთვის სასურველი ფასები.

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

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

მსოფლიო ფინანსური ბაზრების ექსპერტები და ჟურნალისტები აცხადებენ, რომ თანამდროვე ეპოქაში კლასიკური საბანკო კრედიტი კვდება და მას მომავალი არ გააჩნია. ბანკის შუამდგომლობის ფუნქცია კლიენტებს უფრო ძვირი უჯდებათ, ვიდრე კაპიტალის ბაზრიდან სესხების მოზიდვა. ჩვეულებრივი საბანკო კრედიტი, როგორც საქონელი, მოითხოვს კონტრაქტის ფაქტორების ინტენსიურ დაგროვებას, რათა დამატებითი შემოსავლის შესაძლებლობა შეიქმნას. დღეისათვის პირველი კლასის კლიენტები, რომლებსაც ბანკი „თავს ევლება“ მსხვილი სესხებისათვის იშვიათად, სპორადულად მიმართავენ ბანკს.

როგორც ცნობილია, დღეს ბანკის უპირველესი ამოცანაა პროფესიონალურად შეაფასოს საკრედიტო რისკი. ამის გარდა, სასესხო კაპიტალის ბაზარზე განსახორციელებელი ოპერაციებისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება საიმედოობის შეფასებას.

თანამედროვე ბანკებისათვის ფუნდამენტურ ცოდნასთან ისეთ ინსტრუმენტებში, როგორიცაა: ინდექსები, ნაღ-

დი ფულის ნაკადების ანგარიშგება, კლიენტის რეაქციის ანალიზი, სტანდარტული კრედიტები და ინდივიდუალური შეკვეთების კრედიტები, სტატისტიკური მონაცემების ბაზა, რისკის კლასების სისტემა და საიმედოობის კოეფიციენტები და ა.შ. პროფესიონალური ანალიზისა და რისკის მართვის ინსტრუმენტები სულ უფრო დახვეწილ ფორმას ღებულობს.

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

ეკონომიკური სუბიექტების ფინანსური და სამეურნეო საქმიანობის შეფასების კომპლექსურობის ბრდა აუცილებელია შეიცვსოს და დაეყრდნოს დაკრედიტების თანამედროვე სისტემასა და სტრუქტურას, ასევე, საკრედიტო ოპერაციების კონტროლს ოპტიმალური რაოდენობრივი შეფასებისა და რაციონალური პროცესის სრულად გაგებისათვის, პირველ რიგში, აუცილებელია ჯანსაღი აზრი, ფისქოლოგიის ცოდნა, ინტუიცია და კლიენტის ან მეწარმის კრედიტუნარიანობისა და ხასიათის შეფასების უნარი.

საბანკო ბიზნესი ეს არის გადაწყვეტილების ოსტატურად მიღება მკაცრი და ლიბერალური შეზღუდვების მრავალფეროვნების საფუძველზე.

ბუნებრივია, ეროვნულ საბანკო სისტემაში სეკიურიტიზაციამ და პირველი კლასის კრედიტების აქტივების სტანდარტული პაკეტების რეალიზაციამ განსაკუთრებული ადგილი უნდა დაიკავოს, მაგრამ ამისათვის აუცი-

ლებელია შუალედური დაფინანსება, გარანტიები და ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა.[1]

თანამედროვე ბანკები განსაკუთრებით ბრუნავენ თავიანთი აქტივების ლიკვიდურობისათვის. აქტივები სტატიკურ მდგომარეობაში კი არ უნდა იქნეს მოქცეული, არამედ ბანკები ვალდებულნი არიან ისინი გაიტანონ გასაყიდად ან გასაცვლელად.

დაბოლოს, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარმა რატომ ვერ შეასრულა კორპორაციათა ძირითადი ამოცანა საინვესტიციო რესურსებით უზრუნველყოფის მიმართულებით?

ჯერ ერთი, საწარმოები არსებობენ კორპორაციის სახით, რომლის განმასხვავებელ ნიშნად მიიჩნევენ იმას, რომ ისინი კანონმდებლობით აღიარებული არიან იურიდიულ პირებად. საქართველოში ასეთი პირის სტატუსი აქვს პარტნიორულ გაერთიანებებსაც, რადგანაც კორპორაციებს ანსხვავებენ კიდევ ერთი – განსაზღვრული პასუხისმგებლობის ნიშნით, ამიტომ ჩვენი სინამდვილისათვის შეიძლება დაბეჯითებით ითქვას, რომ კორპორაციის პირობებს აკმაყოფილებს სააქციონერო საზოგადოებები და შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებები. კორპორაციის უპირატესობა იმაში მდგომარეობს, რომ შეუძლიათ ფულადი რესურსების შეესება ფასიანი ქაღალ-

[1] სეკიურიტიზაცია – ფასიანი ქაღალდების გაფართოების პროცესი ინსტრუმენტის სახით, რომელიც გამოხატავს სასესხო კაპიტალის მოძრაობას. უფრო კონკრეტულად, ის არის ტრადიციული საბანკო კრედიტებისა და მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტების შეცვლა სესხებით, დეპოზიტური სერტიფიკატებით და კომერციული ქაღალდებით.

დების გაყიდვით. ამავე დროს მათ ახასიათებს უარყოფითი მხარეებიც. შეიძლება ბოროტების ჩადენა. შეიძლება გამოშვებული იქნეს ისეთი აქციები გასაყიდად, რომელთაც არავითარი ღირებულება არა აქვთ, ან კორპორაციის მმართველებმა ბოროტად გამოიყენონ თავიანთი მდგომარეობა, რამეთუ საკუთრება და კონტროლი გამიჯნულია.

ყოველივე ეს იმაზე მიგვანიშნებს, რომ მარეგულირებელ კომისიას სერიოზული მუშაობის განხორციელება მოუწევს, სხვანაირად, ეროვნული ეკონომიკა მარტო უცხოურ კაპიტალზე ყურებით შორს ვერ წავა.

საკონტროლო კითხვები:

1. როგორ განვსაზღვროთ ბაზრის ეფექტიანობა?
2. რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობის სამი დონე?
3. რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანა?
4. დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესები, რომლებიც მეტნაკლებად არის გავრცელებული მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში.
5. რა ფუნდამენტურ მოთხოვნებს უნდა პასუხობდეს ფასიანი ქაღალდი?
6. რა როლი ენიჭება საფონდო ბირჟას მაკროეკონომიკური დესტაბილიზაციის დაძლევის საქმეში?
7. რა არის ფინანსური რისკი?

თემა IX
კორპორაციათა გაკოტრება, რეორგანიზაცია და ლიკვიდაცია

IX.1. ფინანსური სიძნელეები და მათი შედეგები

საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალი პერიოდის სამეურნეო სუბიექტები სამეწარმეო საქმიანობის პროცესში სერიოზულ პრობლემებს აწყდებიან ფინანსური ურთიერთობების სრულყოფის მიმართულებით.

როგორც წინა ლექციებში იყო აღნიშნული, კორპორაციათა ფინანსების კურსის შესწავლის მთავარი მიზანია სტუდენტმა საფუძვლიანად აითვისოს სააქციონერო საზოგადოებათა ფინანსური მექანიზმი და პრაქტიკული საქმიანობის პროცესში ხელი შეუწყოს კომპანიის ნორმალურ ფუნქციონირებას. ამასთან, გასათვალისწინებელია ისეთი სიტუაციებიც, როდესაც სამეურნეო საქმიანობის გაუარესებით კომპანია შეიძლება გაკოტრდეს. სწორედ ასეთი საშიშროება უნდა გაითვალისწინონ სამეურნეო სუბიექტის ხელმძღვანელებმა და კრედიტორებმა, რათა ფინანსური სიძნელეების პირობებში მათ შეძლონ დაგეგმილი ფულადი სახსრების მიღება.

ტერმინი „ფინანსური სიძნელეები“ თავის არსში საკმაო დოზით შეიცავს გაურკვევლობის ელემენტს იმის გამო, რომ კომპანიის ფინანსური სიძნელეები ერთმანეთისაგან განსხვავდება მათი სერიოზულობის ხარისხით.

კორპორაციის ფინანსური სიძნელეები ერთმანეთისაგან განსხვავდება სიმძიმისა და ფინანსური დაძაბულობის დონით. კომპანია გადახდისუუნაროდ შეიძლება გა-

მოცხადდეს მაშინაც კი, როდესაც არ ძალუძს შეასრულოს კრედიტორთა მიმდინარე ვალდებულებები. ასეთ შემთხვევაში საქმე გვაქვს ან დროებით ფინანსურ სიძნელეებთან, როცა სამეურნეო სუბიექტები ფულადი სახსრების დეფიციტს განიცდის, ან გადახდისუუნარობა გაკოტრების წინაპირობას მოასწავებს, რომ კომპანიის ვალდებულებები ჭარბობს აქტივებს, სხვა სიტყვებით, მისი საკუთარი კაპიტალი უარყოფითია. ფინანსურ სიძნელეებში იგულისხმება აგრეთვე სიტუაციათა მთელი სპექტრი, რომლებიც მოქცეულია გემოაღნიშნული მდგომარეობის ორ კიდურას შორის.

იმ კომპანიის გადარჩენისათვის, რომელიც დროებით ფინანსურ სიძნელეებს განიცდის, აუცილებელია შემუშავდეს კონკრეტულ ღონისძიებათა სისტემა, რომელიც შეიძლება დაკონკრეტდეს მდგომარეობის სიმძიმის გათვალისწინებით.

თუ პერსპექტივა უიმედოა, მდგომარეობიდან ერთადერთი შესაძლო გამოსავალია კორპორაციის ლიკვიდაცია, იმ პირობით, რომ საფრთხე არ დაემუქრება კრედიტორთა ინტერესებს. მხედველობაშია მისაღები მისი მესაკუთრე-აქციონერთა ინტერესებიც. თუმცა, განვითარებული ქვეყნების საკანონმდებლო აქტები უპირატესობას კრედიტორთა ინტერესებს აძლევენ. და თუ ეს ასე არ იქნებოდა, კრედიტორთა უნდობლობას მოყვებოდა სესხების გაცემის შეწყვეტა და ამით შეფერხდებოდა ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის პროცესი და, საბოლოო ჯამში, ეს ფინანსური რესურსების გამოყენების ეფექტიანობის დაცემასთან მიგვიყვანდა.

მიუხედავად იმისა, რომ კომპანიების ფინანსური სიძნელეების გამომწვევი მიზეზები საკმაოდ ბევრია,

მათ გაკოტრებაში პასუხისმგებლობა პირდაპირ თუ არაპირდაპირ ფირმის მენეჯერებსა და მესაკუთრეებს ეკისრება.

თუ კომპანია გადახდისუუნაროა ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე, იგი განხილული უნდა იქნეს, როგორც კომერციულად გაკოტრებული. მაგრამ, როგორც ზემოთ აღინიშნა, კომპანიის გაკოტრებასთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც მისი ვალდებულებები აჭარბებს აქტივების საბაზრო ღირებულებას და გააჩნია უარყოფითი რეალური წმინდა ღირებულება.

კომპანიის გაკოტრების მრავალი მიზეზია ცნობილი, რომელთაგან განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს: მენეჯერების და, საერთოდ, ხელმძღვანელთა არაკვალიფიციურობა და არაპროფესიონალიზმი, წარმოების მოცულობის შემცირება, სასარჩელო პროცესი და კატასტროფა.

იმის გათვალისწინებით, რომ კომპანიის გაკოტრებით იზრდება კრედიტორების მიერ გაცემული სესხების დაკარგვის ალბათობა, ისინი თავდაპირველად ცდილობენ კომპანიის ფინანსური სიძნელეების სასამართლოს გარეშე მოგვარებას. მას აძლევენ სამეურნეო საქმიანობის გაგრძელების საშუალებას, რისთვისაც გამოიყენებენ ვალების პროლონგაციას, მოვალისა და კრედიტორის კომპრომისულ შეთანხმებას. პრაქტიკით დადასტურებულია, რომ კომპრომისული შეთანხმება სასარგებლოა: ნაკლები დანახარჯებია, მოხერხებულია შესასრულებლად, ვიდრე სასამართლოს გადაწყვეტილება გაკოტრების შესახებ.

თუ ნებაყოფლობითი მოწესრიგება შეუძლებელია, კრედიტორებს უფლება აქვთ კომპანია გაკოტრეულად გამოაცხადონ. საქართველოში კომპანიის გაკოტრებულად

გამოცხადების შემდეგ წარმოებს მისი რეორგანიზაცია ან ლიკვიდაცია, საქართველოს კანონით „გაკოტრების საქმეთა წარმოების შესახებ“ (25 ივნისი, 1996 წელი) შესაბამისად. კომპანიას შეუძლია შეარჩიოს ნებაყოფლობითი ან იძულებითი რეორგანიზაცია.

ნებაყოფლობითი რეორგანიზაციის დროს კომპანია ეძებს რეორგანიზაციის საკუთარ გზას, თანაც აუცილებელი არ არის იგი იყოს გადახდისუუნარო.

იძულებითი რეორგანიზაციის დროს კრედიტორები ადგენენ შესაბამის დოკუმენტაციას, რითაც ასაბუთებენ, რომ ფირმა ვალდებულებებს ვერ ასრულებს.

პრაქტიკა იცნობს რეორგანიზაციის შემდეგ ეტაპებს: 1. განცხადება რეორგანიზაციაზე; 2. მოსამართლის თანხმობა კრედიტორებისაგან მბრუნველის არჩევაზე; 3. მბრუნველს ევალება სასამართლოში წარადგინოს რეორგანიზაციის გეგმა; 4. აღნიშნული გეგმა გადაეცემა კრედიტორებს; 5. რეორგანიზაციის პროცედურასთან დაკავშირებული ხარჯების გადამხდელია მოვალე-კომპანია.

როგორც ცნობილია, ფინანსური დაგეგმვისა და მართვის ერთ-ერთი ცენტრალური ამოცანაა კომპანიის გაფართოება-განვითარება. გაფართოება წარმოადგენს კომპანიის ნორმალურ განვითარებას, როცა მისი ხელმძღვანელები ცდილობენ მაქსიმალურად დააკმაყოფილონ საკუთარ პროდუქციაზე მოთხოვნები, გახსნან ახალი წარმოებები და აითვისონ მომსახურების ახალი სახეები. თანაც, შინაგანი ექსპანსიის დამახასიათებელი თავისებურებაა აქტივების შეძენა. კომპანია შეიძლება ჩართული იქნეს საგარეო ექსპანსიის პროცესში, რომელიც ხასიათდება საწარმოების შეძენით. კომპანიების გაერთიანება ნიშნავს გაფართოებას, როდესაც ორი კომპანიის საქმიანობის ყველა არსებული სახეობები ერთიანდება ერთ საკუთრებაში.

განვიხილოთ უფრო კონკრეტულად.

როდესაც ერთი კომპანია თავის კონტროლზე იყვანს მეორე კომპანიის საქმიანობას, საქმე გვაქვს ამ უკანასკნელის პირველის მიერ შთანთქმასთან, შეძენასთან. მაგრამ, როდესაც ორი კომპანია ერთიანდება და ქმნის ახალს, ასეთ პროცესს გაერთიანება ეწოდება. თუ გამოვალთ აქციონერთა მაქსიმალური კეთილდღეობის კრიტერიუმიდან, მენეჯერს გააჩნია სამი ძირითადი მიზეზი განიხილოს ერთი კომპანიის მიერ მეორის შთანთქმის ან გაერთიანების საკითხი: სინერგიის ეფექტი, გადასახადებში ეკონომია ან საფონდო ბირჟაზე ამ ოპერაციებიდან მისაღები სარგებლიანობა.

1. **სინერგიის ეფექტის** შესახებ ლაპარაკი მაშინ მიდის, როდესაც ორი გაერთიანებული კომპანიის საწარმოო აქტივების ღირებულება მეტი აღმოჩნდება, ვიდრე მათი აქტივების ღირებულების ჯამი იყო გაერთიანებამდე. სინერგიის ეფექტთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც შეიმჩნევა წარმოების მასშტაბზე ეკონომიის მიღება, ან აღგილი აქვს საქონლის განაწილებას ორ ან მეტ ფირმაზე. არსებითად, კაპიტალის ღირებულება იზრდება გაერთიანებულ ფირმაში წარმოების ფაქტორების ეფექტიანად გამოყენების შედეგად.

2. აქციონერთა სიმდიდრის გადიდების მეორე შესაძლო ფაქტორია **გადასახადების შემცირება**, მოგჯერ იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც წარმოებასა და განაწილებაში დანახარჯების შემცირება არ არის მიღწეული, ისევ და ისევ სინერგიის ეფექტის გამოყენებით. კომპა-

ნიას შეუძლია უზრუნველყოს დანახარჯებში ეკონომია გადასახადების გადახდის შემცირებით.

3. აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფა გაერთიანებულ კომპანიაში შეიძლება მიღწეული იქნეს საფონდო ბაზარზე მომგებიანი გარიგებების გაფორმებით.

IX.2. კორპორაციათა გაერთიანების თეორიული დასაბუთება და პრაქტიკა

კორპორაციათა გაერთიანების თეორიული დასაბუთების შემუშავება დაკისრებული აქვს ფინანსებისა და ეკონომიკური სამსახურის სხვა დანარჩენ მუშაკებს.

კომპანიათა შერწყმა-გაერთიანების პროცესის დასაწყებად მრავალი მიზეზი არსებობს, სახელდობრ: წარმოების მასშტაბებში ეკონომია, საბაზრო პოზიციების გაძლიერება, დივერსიფიკაცია და კრედიტუნარიანობის ამაღლება, საგადასახადო მოსაზრებები და აქტივების შეუფასებლობა.

ხშირად ეკონომისტები მიიჩნევენ, რომ კომპანიის მთავარი მიზანია – მოგების მაქსიმიზაცია. თუ ამ ჰიპოთეზას გავითვალისწინებთ, უნდა გავაანალიზოთ შერწყმა-გაერთიანება და შთანთქმა შემდეგი ტერმინების – „წარმოების გადიდებისა“ და „მოგების ზრდის“ პოზიციებიდან, წარმოების მოცულობის ზრდით ერთეული პროდუქციის თვითღირებულება მცირდება. წარმოების დანახარჯთა ეკონომიის წყაროებს შეადგენს: ტექნოლოგიური მოწყობილობების დატვირთვის ზრდა, შრომისა და მოწყობილობათა სპეციალიზაცია და წარმოების თანმიმდევრულ ეტაპებს შორის კავშირი. ასეთი სახის ეკონომია შეიძლება იყოს როგორც ჰორიზონტალური, ისე ვერტიკალური ინტეგრაციის შედეგი.

ჰორიზონტალური ინტეგრაციის პირობებში ეფექტი შეიძლება მოგვცეს მოთხოვნის წყაროების სტაბილიზაციამ, ან დანახარჯების ნებისმიერმა შემცირებამ.

ჰორიზონტალური ინტეგრაციის დროს წარმოების მასშტაბით ეკონომიის წყაროებია: შრომის დანახარჯები, ბედნადები სარჯები და მოწყობილობაზე დანახარჯები, რომლებიც უფრო მეტ უკუგებას იძლევიან, ვიდრე პროდუქციის დიდი რაოდენობის წარმოების დროს შეუძლია მოგვცეს.

დამატებით ეკონომიას იძლევა აგრეთვე კვლევითი, მარკეტინგული და საფინანსო ქვედანაყოფების გაერთიანება.

კორპორაციათა გაერთიანების პროცესის მეორე ეკონომიკური დასაბუთება ეყრდნობა არსებული საბაზრო პოზიციის იდეისა და ბაზრის წილს, რომელიც კომპანიას ეკუთვნის.

საყურადღებოა, რომ წარმოების მასშტაბებზე ეკონომიასა და ბაზრის კონტროლირებად წილს შორის ზუსტი კავშირ-ურთიერთობა დღემდე ცნობილი არ არის. მაგრამ არსებობის უფლება გააჩნია შემდეგ დებულებას: ბაზრის წილის გადიდებას მივყავართ წარმოების მასშტაბით ეკონომიასთან. არსებობს მეორე არგუმენტიც, რომ წარმოების მასშტაბით ეკონომიას მივყავართ იმ ბაზრის წილის გადიდებასთან, რომელსაც კომპანია აკონტროლებს იმის გამო, რომ ასტიმულირებს უფრო ეფექტიან მწარმოებლებს.

ფინანსური მეცნერების თეორეტიკოსები ერთი აზ-

რის არიან იმაზე, რომ მენეჯერთა მიზანია აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაცია ან კომპანიის ღირებულების გადიდება. ეს კი ნიშნავს, რომ გადაწყვეტილება შეფასებული უნდა იქნეს კომპანიის ღირებულებაზე ან მესაკუთრეთა შემოსავლებზე რა გავლენას ახდენს ამ შემოსავლების გაურკვევლობა (რისკის ღონე).

ერთ-ერთი კონგლომერატული შეერთების დასაბუთება მიუთითებს იმაზე, რომ ამასთან, მიიღწევა ბიზნესის დივერსიფიკაცია. აღნიშნულის ძირითადი არგუმენტი ნასესხებია პორტფელური ინვესტიციის თეორიიდან: შემოსავლის ორი არასრულყოფილი კორექტირებული წყაროების გაერთიანება ამცირებს შემოსავლის შეფარდებით ცვალებადობას. ამის საპასუხოდ წამოყენებული იქნა დებულება იმის შესახებ, რომ კაპიტალის სრულყოფილ ბაზარზე წმინდა კონგლომერატულმა შეერთებამ არ შეიძლება მოგვცეს ეკონომიკური უპირატესობა. გაერთიანება-შერწყმა არ იძლევა დივერსიფიკაციიდან დამატებით სარგებლიანობას, რომლებიც მიუღწეველი იქნებოდა ინდივიდუალური ინვესტორისათვის კონგლომერატის შექმნამდე.

ცნობილია, რომ დივერსიფიკაცია რისკს ამცირებს. იქნებ შეიძლება სწორედ დივერსიფიკაცია წარმოადგენს შეერთების ძირითად უპირატესობას, მაგრამ ამ არგუმენტის ნაკლოვანება იმაში მდგომარეობს, რომ ცალკეული აქციონერი დივერსიკაციას მთელს კორპორაციაზე უფრო მარტივად და იაფად განახორციელებს. არც თეორიული მტკიცებით და არც ფაქტებით არ დასტურდება, რომ ინვესტორები მეტს იხდიან პრემიას დივერსიფიცირებული კომპანიის აქციების კურსზე. ფაქტობრივად უფრო ტიპიურია ფასდაკლება და არა პრემია.

არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ სრულყოფილი ბაზარი გავლენას არ ახდენს კომპანიის საბაზრო ღირებულებაზე მანამ, სანამ მისი განხორციელების შესაძლებლობა ცალკეული ინვესტორებისათვის შეზღუდული არ იქნება.

თანამედროვე პრაქტიკაში გავრცელებულია მოსაზრება იმის შესახებ, რომ გაერთიანებულ კომპანიას ნასესხები საშუალებების მობილდვა უფრო იაფი უჯდება, ვიდრე თითოეულს ცალ-ცალკე გაერთიანებამდე უჯდებოდა. ახალ კომპანიას შეერთების შემდეგ შეუძლია ბანკიდან ისესხოს ფულადი სახსრები დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, ვიდრე გაერთიანებამდე ცალკეული კომპანია იხდიდა. ეს გამოწვეული იყო იმით, რომ თუ ერთი კომპანია ვერ გადაიხდიდა აღებულ სესხს, მისი მეორეზე გადაკისრება შეუძლებელი იყო, მაგრამ გაერთიანების შემდეგ კომპანია უდავოდ ეკონომიკურად და ფინანსურად უფრო ძლიერია და გადახდისუნარიანი იმდენად, რამდენადაც გაერთიანების შემდეგ ახალ კომპანიაში თითოეული ვალდებულების შესრულებაში ერთმანეთის გარანტის როლში გამოდიან. რამდენადაც ეს ურთიერთგარანტირება ამცირებს რისკის დონეს, კრედიტორები კმაყოფილდებიან დაბალი საპროცენტო განაკვეთის კონტრაქტით.

ამასთან, ყურადსაღებია ის გარემოება, რომ უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთი არ უნდა იქნეს განხილული წმინდა მოგებად, რომლის მიღებაც განაპირობა გაერთიანებამ. ეს ყოვლეთვის ასე არ არის. განვიხილოთ ორი სიტუაცია: ა) **კორპორაციული ქაღალდების დამოუკიდებლად გამოშვება:** „ა“ კომპანია და „ბ“ კომპანია უშვებენ ობლიგაციებს თითოეული 150 ათასი ლარის მოცულობით.

ბ) **ერთიანი გამოშვება.** „ა“ და „ბ“ კომპანიები ერთიანდებიან და ახალი კომპანია უშვებს ობლიგაციებს 300 ათასი ლარის მოცულობით.

სხვა თანაბარ პირობებში გაერთიანებული კომპანია გადაიხდის ვალზე უფრო დაბალ საპროცენტო განაკვეთს. მაგრამ დაბალი პროცენტის მიღებისათვის აუცილებელი არ არის ორი კომპანიის გაერთიანება. გაერთიანებული კომპანიის აქციონერები იგებენ დაბალი საპროცენტო განაკვეთის დაწესებით, მაგრამ ერთდროულად აგებენ იმის გამო, რომ ამჟამად ისინი გამოდიან ერთმანეთის ვალდებულებების გარანტიად. დაბალი საპროცენტო განაკვეთები მათთვის უფრო სასურველი პირობების შედეგია, რომლებიც მათ შექმნეს თავიანთი კომპანიების ობლიგაციათა მფლობელებისათვის. ასეთ პირობებში წმინდა მოგება არ იქმნება.

ამრიგად, აუცილებელია იმის გათვალისწინება, რომ ორი კომპანიის გაერთიანება მაშინ უნდა განხორციელდეს, როდესაც მოგება (სარგებლიანობა) დანახარჯებზე მეტია. მოგება (სარგებლიანობა) წარმოადგენს სხვაობას ახალი გაერთიანებული კომპანიის აქტივების ღირებულებასა და გაერთიანებამდე კომპანიების (როგორც დამოუკიდებელი ერთეულების) აქტივების ღირებულებების ჯამს შორის:

$$\text{მოგება} = PV_{ა\&ბ} - (PV_ა + PV_ბ)$$

მოგებაში (სარგებლიანობაში) ვლინდება ეკონომია სამეურნეო საქმიანობის მასშტაბებისა და ვერტიკალური ინტეგრაციის ანგარიშზე ეფექტიანობის ზრდა, ურთიერთშემავსებელი რესურსების კომბინაცია და ფულადი სახსრების უფრო ეფექტიანი გამოყენება.

IX.3. კომპანიათა გაერთიანების სარგებლიანობისა და დანახარჯების ანალიზი. გაერთიანების კლასიფიკაცია

დავუშვათ „ა“ კომპანიის მენეჯერის მიზანია „ბ“ კომპანიის შესყიდვა, რისთვისაც იგი ამ უკანასკნელის საქმიანობის სათანადო ანალიზს ანხორციელებს. პირველი, რაზედაც უნდა დაფიქრდეს „ა“ კომპანიის მენეჯერი – **არის გაერთიანების ეკონომიკური სარგებლიანობის შესწავლა.** ასეთი სარგებლიანობა წარმოიქმნება მხოლოდ იმ პირობებში, როცა კომპანიის საბაზრო ღირებულება, რომელიც გაერთიანებით შეიქმნება, უფრო მაღალი იქნება, ვიდრე შთანთქმამდე ორივეს ღირებულება იყო. მაგალითად, თუ შთანთქმის შემდეგ შექმნილ კომპანიას გააჩნია $PV_ა$ და $PV_ბ$, მაშინ

$$\text{გაერთიანების სარგებლიანობა} = PV_{ა\&ბ} - (PV_ა + PV_ბ)$$

თუ ეს სხვაობა დადებითია, მაშინ კომპანიათა გაერთიანება გამართლებულია, მაგრამ ჩვენ უნდა დავფიქრდეთ დანახარჯებზეც, რომელიც გამოწვეული იქნება „ბ“ კომპანიის შთანთქმით.

გამარტივებისათვის დავუშვათ, რომ „ბ“ კომპანიის ყიდვა მოხდა მისი ღირებულების ერთბაშად გადახდით, მაშინ „ბ“ კომპანიის შეძენის დანახარჯები შეიძლება განვსაზღვროთ როგორც სხვაობა გადახდილ ფულად თანხასა და „ბ“ კომპანიის (როგორც ცალკე სამეურნეო ერთეულის) ღირებულებას შორის.

$$\text{დანახარჯები} = \text{ფულადი საშუალებები} - PV_ბ$$

„ა“ კომპანიის წმინდა მიმდინარე ღირებულება, რო-

მელიც წარმოიქმნა „ბ“ კომპანიის შთანთქმით, გამოიანგარიშება როგორც სხვაობა სარგებლიანობასა და დანახარჯებს შორის. შესაბამისად, შთანთქმა მიზანშეწონილია განხორციელდეს ამ ოპერაციით, თუ წმინდა მიმდინარე ღირებულებას დადებითი მნიშვნელობა გააჩნია. ამრიგად,

NPV=სარგებლიანობა-დანახარჯები=

$=PV_{ა\&ბ} - (PV_ა + PV_ბ) - (ფულადი\ საშუალებები - PV_ბ)$

ორი კომპანიის შერწყმის კრიტერიუმების განსაზღვრისა და ჩანაწერების გაკეთების ასეთი ხერხის გამოყენებით კომპანიათა გაერთიანება მიზანშეწონილია იმიტომ, რომ მასში ორი მთავარი მომენტია გათვალისწინებული. როცა „ა“ კომპანიის მენეჯერი „ბ“ კომპანიის შერწყმის უპირატესობის შეფასებას ახდენს, მისი ყურადღება კონცენტრირებული უნდა იქნეს იმ სარგებლიანობისაკენ, რომელიც მიიღება ამ ოპერაციის განხორციელების შედეგად. ამასთან, როცა მენეჯერი ანალიზს უკეთებს შერწყმასთან დაკავშირებულ დანახარჯებს, იგი მას განიხილავს, როგორც ამ სარგებლიანობის მონაწილე ორივე კომპანიას შორის განაწილებად.

საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ მენეჯერი ახდენს თუ არა ინვესტორების შესაძლო რეაქციის შეფასებას? მაგალითისათვის ავიღოთ ასეთი შემთხვევა: გაერთიანების შემდეგ „ა“ კომპანიის აქციების კურსი თუ ეცემა, ეს იმის მაჩვენებელია, რომ ინვესტორები მენეჯერს აძლევენ სიგნალს, რომ გაერთიანების სარგებლიანობა საეჭვოა.

ზოგიერთ კომპანიათა მენეჯერები კომპანიების გაერთიანების ან შთანთქმის ანალიზს იწყებენ გაერთიანების პირობებში. მომავალი ფულადი საშუალებების პროგნოზით. ასეთი პროგნოზი ითვალისწინებს შემოსავლების ნებისმიერ გადიდებას ან დანახარჯების ეკონომიას, რომელიც გამოწვეული იქნება შერწყმის შედეგად. შემდეგ ამ თანხებს უკეთებენ დისკონტირებას და მიღებულ შედეგებს უდარებენ შესყიდვის ფასს.

მოსალოდნელი წმინდა სარგებელი=

=(დისკონტირებული ფულადი სახსრების ნაკადები,
რომელსაც შეიძენს კომპანია შერწყმით
მიღებული სარგებლის ჩათვლით) –

–(შერწყმისათვის აუცილებელი ფულადი სახსრები)

ასეთი ანალიზის მეთოდი საფრთხილოა. კარგი ანალიტიკოსიც შეიძლება შეცდეს კომპანიის ღირებულების შეფასებაში. მოსალოდნელი წმინდა სარგებელი შეიძლება დადებითი იყოს არა გაერთიანებული კომპანიების ფუნქციონირების ეფექტიანობაში, არამედ ანალიტიკოსის მიერ კომპანიის ფულადი სახსრების მომავალი ნაკადების ოპტიმალური შეფასებით.

სასურველია ანალიზი დავიწყოთ ორივე კომპანიის საბაზრო ღირებულების შესახებ ინფორმაციის მოძიება-შესწავლით. შემდგომ ეტაპზე კი გულდასმით განვიხილოთ ფულადი სახსრების ნაკადების ცვლილებები, რომელსაც ორი კომპანიის შერწყმა გამოიწვევს.

ფინანსური მართვის პრაქტიკაში გვხვდება ისეთი მომენტებიც, როდესაც მენეჯერები მარტივად უყურებენ კომპანიათა შეერთების ეფექტიანობას და არ ითვალისწინებენ ჯერ კიდევ გამოუვლინებელ წინაღობებს.

გასათვალისწინებელია ისიც, რომ კომპანიების ყიდვის პროცესში მყიდველები ხშირად ერთმანეთის კონკურენტებია. იქმნება აუქციონის მსგავსი სიტუაცია. ასეთ

შემთხვევაში კორპორაციათა გაერთიანებამ შეიძლება უკუშედეგი მოგვცეს.

კორპორაციათა შერწყმა-გაერთიანება იყოფა: ჰორიზონტალურ, ვერტიკალურ და კონგლომერატულ გაერთიანებად.

ჰორიზონტალურ გაერთიანებასთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც ერთი დარგის ორი ფირმა ერთიანდება. მე-20 საუკუნეში უპირატესად ჰორიზონტალური გაერთიანებები ვითარდებოდა. თუმცა, **ვერტიკალურ რესტრუქტურიზაციასაც** ჰქონდა ადგილი გასული საუკუნის 20-იან წლებში. ასეთი ტიპის შერწყმასთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც კომპანია-მყიდველი თავის საქმიანობის არეალს აფართოებს წინა პერიოდის საწარმოო სტადიაზე ნედლეულის წყაროებამდეც კი, ან შემდგომ სტადიაზე – საბოლოო მომხმარებლებამდე.

კონგლომერატების შექმნას ახასიათებს ისეთი შერწყმა, როდესაც ერთმანეთს უკავშირდებიან სხვადასხვა დარგის კორპორაციები. ასეთი სახის გაერთიანებების ბუმი იყო მე-20 საუკუნის 60-70-იან წლებში. თუმცა, 80-იანი წლებიდან მათი რაოდენობა მნიშვნელოვნად შემცირდა.

კორპორაციათა შეერთების კლასიფიკაციის ორი მიდგომა არსებობს. პირველი – **კორპორაციათა სტრუქტურული კლასიფიკაცია** და, მეორე – **კლასიფიკაცია კორპორაციების ეკონომიკურ და ფინანსურ ურთიერთობათა სტრუქტურის მიხედვით შეერთებამდე.**

კორპორაციის სტრუქტურული კლასიფიკაციის არსი შემდეგში მდგომარეობს: დავუშვათ, არსებობს მხოლოდ „ა“ და „ბ“ ორი კომპანია. დასაშვებია ისეთი შეერთება, როდესაც რჩება ამ ორიდან ერთი „ბ“ კომპანია. ასეთ შემთხვევაში საუბარია შთანთქმის შესახებ და

„ა“ კომპანია წარმოადგენს „ბ“ კომპანიის მიერ შთანთქმულს, ხოლო „ბ“ არის შთამთქმელი კომპანია. შეერთების შედეგად შეიძლება შეიქმნას მესამე „გ“ კომპანია, რომელშიც გადავა „ა“ და „ბ“ კომპანიათა აქტივები. ასეთ ოპერაციას გაერთიანება ეწოდება. შესაძლებელია აგრეთვე ერთი კომპანიის მიერ მეორის შეძენა, ისე, რომ ორივეს თავდაპირველი სახე შენარჩუნებულია, მაგრამ „ა“ კომპანია წარმოგვიდგება სათავო კომპანიად, ხოლო „ბ“ – შეილობილ კომპანიად. საყურადღებოა, რომ შერწყმის შედეგად ერთ-ერთი კომპანია ქრება, ან ორივე აგრძელებს არსებობას. ტერმინები – „შთანთქმა“, „გაერთიანება“ და „შეძენა“ ხშირად ერთმანეთს გადაკვეთენ და შეიძლება გამოყენებული იქნენ, როგორც სინონიმები, თუმცა მათი ტექნიკური შინაარსი სხვადასხვაა.

კლასიფიკაცია კორპორაციების ეკონომიკურ და ფინანსურ ურთიერთობათა სტრუქტურის მიხედვით შეერთებამდე ნიშნავს იმას, რომ ორი კომპანია შეერთებამდე ასრულებს პროდუქციის წარმოება-გასაღებისა და მომსახურების სფეროებში მსგავს ფუნქციებს და მათ შეერთებას ჰორიზონტალურს უწოდებენ.

კომპანიების ჰორიზონტალური შეერთების განხორციელებამდე ისინი შეიძლება ერთმანეთის კონკურენტებიც კი იყვნენ.

მსოფლიო პრაქტიკაში ცნობილია კომპანიათა შეერთების მრავალი ფორმა და მეთოდი. ხშირად გამოიყენება პირდაპირი მოლაპარაკება კორპორაციათა ხელმძღვანელებს შორის, რომლის დამთავრების შემდეგ ორივე ფირმის აქციონერებს დასამტკიცებლად წარედგინება მათი შეერთების გეგმის პროექტი, რომელ-

შიც მთავარი საკითხია აქციათა გაცვლის შესახებ შეთანხმება.

გავრცელებულია კორპორაციის შეძენის ტენდერული წინადადების მეთოდი, რომლის არსი შემდეგში მდგომარეობს: მყიდველი-კომპანია წინადადებას აყენებს გასაყიდი კომპანიის აქციონერების წინაშე ამ უკანასკნელის შეძენის შესახებ.

მყიდველი-კომპანია თითოეულ აქციონერს სთავაზობს აქციის განსაზღვრულ ფასს და ეს ფასი მიმდინარე საბაზრო კურსზე მაღალია, რათა დადებითად გადაწყდეს კომპანიების გაერთიანება.

იმ შემთხვევაში, როდესაც მოლაპარაკება ჩიხში მოექცევა, მყიდველი-კომპანია აყენებს გასაყიდი-კომპანიის შესყიდვის წინადადებას.

არ უნდა დაგვავიწყდეს ელემენტარული ჭეშმარიტება, რომ ორი ფირმის შეერთებამ უნდა უზრუნველყოს ინვესტორები იმაზე მეტი შემოსავლით, ვიდრე ისინი გაერთიანებამდე ღებულობდნენ.

ორი კომპანიის გაერთიანება წარმოებს ჰოლდინგური კომპანიის სახითაც, ე.ი. კორპორაცია, რომელიც ფლობს მეორე კორპორაციის ხმის მიცემის უფლების მქონე საკმარის აქციებს, რომ ეს უკანასკნელი გააკონტროლოს. ასეთი გადაწყვეტილებები ფართოდ გამოიყენება საფინანსო და საბანკო მომსახურების სფეროებში. ამასთან, ჩვეულებრივად იქმნება ახალი კორპორაცია, როდესაც მიერთებული კორპორაციის აქციონერები აწარმოებენ საკუთარი აქციების ჰოლდინგურ კომპანიაზე გადასვლას. ასეთი სახის ოპერაციები მიმზიდველია იმის გამო, რომ ეფექტიანი კონტროლი შეიძლება მიღწეული იქნეს იმ შემთხვევაშიც კი, როცა აქციათა რაოდენობა 10-20%-ია, ე.ი. მიზანი მიღწეული იქნება ნაკლები კაპიტალური დანახარჯებით.

კომპანიათა შეერთების ერთ-ერთი მეთოდია აქტივების გამოსყიდვა ნასესხები ფულადი სახსრების მოზიდვით, როდესაც მყიდველი ღებულობს კრედიტს კორპორაციის აქტივების ღირებულების დიდი ნაწილის შესაძენად, თანაც შესყიდული აქტივები ჩადებულია კრედიტის უზრუნველყოფაში.

საკონტროლო კითხვები:

1. დაასახელეთ კორპორაციათა გაერთიანების ეკონომიკური ფაქტორები.

2. რაში ვლინდება კორპორაციის ფინანსური სიძნელეები?

3. რა მიზეზებია იმისა, რომ ორი კომპანიის გაერთიანება აუცილებელია?

4. რა სახის გაერთიანებებია ცნობილი?

5. რას ნიშნავს ჰორიზონტალური გაერთიანება?

6. რამდენი მიდგომა არსებობს კორპორაციათა გაერთიანების კლასიფიკაციისათვის?

თემა X
კორპორაციათა საერთაშორისო ფინანსური მენეჯმენტი

X.1. საერთაშორისო სავალუტო ბაზარი

ეკონომიკის გლობალიზაციის პროცესმა განუსაზღვრელად გააფართოვა კორპორაციული საქმიანობის სივრცე. თუ აქამდე საუბარი იყო ბიზნესის ფუნქციონირების შესახებ ეროვნული ეკონომიკის ჩარჩოებში, დღეს მდგომარეობა რადიკალურად შეიცვალა, კომპანიების დიდი ნაწილის საქმიანი ინტერესები გასცდა ეროვნულ საზღვრებს და ჩაერთო საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების ფერხულში.

ფინანსების საერთაშორისო მართვის სპეციფიკა მდგომარეობს იმაში, რომ დღეს საქმე გვაქვს არა მხოლოდ ეროვნულ ვალუტასთან, არამედ ვალუტათა მთელ ნაკრებთან. ფუნქციონირებს და ვითარდება საერთაშორისო სავალუტო ბაზრები, ურომლისოდაც შეუძლებელია კომპანიათა საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების მართვის სრულყოფა.

ფინანსური გადაწყვეტილებები საერთაშორისო არენაზე ფაქტობრივად წარმოადგენს საშინაო ფინანსური პოლიტიკის გაგრძელებას, რომელიც მოიცავს გადაწყვეტილებებს საბრუნავი კაპიტალის, საინვესტიციო სახსრების განაწილების, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი დაფინანსების, კაპიტალის სტრუქტურისა და ღირებულების და დივიდენდების შესახებ გადაწყვეტილებებს.[1]

[1] ***Ченг Ф.Ли, Джозеф И. Финнерти,*** Финансы корпорации: теория, методы и практика, М., 2000, стр. 638.

საერთაშორისო დონეზე ფინანსური გადაწყვეტილებები არსებითად იდენტურია ქვეყნის შიგნით მიღებული ფინანსური გადაწყვეტილებების, მაგრამ მნიშვნელოვნად განსხვავებულია მათი რაოდენობრივი პარამეტრები. იდენტურია კომპანიების სტრატეგიული მიზნები, რისკებთან ბრძოლის მეთოდები და მენეჯმენტის ფუნქციონირების საკითხები.

როცა ვეხებით კორპორაციათა საერთაშორისო ფინანსურ ურთიერთობებს, აუცილებელია ორი ფენომენის – კონკურენციისა და მოგების მაქსიმიზაციის განხილვა. კორპორაციები მოქმედებენ მთავარი მიზნის მისაღწევად. ამგვარადვე საერთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო და, საერთოდ, საერთაშორისო ფინანსებში მონაწილეთა მიზანიც ანალოგიურია, თუმცა, აქ მოგების გაგება განსხვავებულია. იგი განისაზღვრება მრავალ ეკონომიკურ და პოლიტიკურ რისკთან შეთანაწყობით.[1]

თანამედროვე ბიზნესის საერთაშორისო არენაზე გასვლა ქვეყნებისათვის რთული პრობლემაა, მითუმეტეს, საერთაშორისო ფინანსურ ურთიერთობებში მონაწილეობა და ამ ურთიერთობების შინაგანი, იმანენტური თავისებურებების ათვისება. მაგრამ საჭირო და საშური საქმეა, თანაც მას ამერიკელი ეკონომისტი პ.ხ.ლინდერტი მართებულად ადარებს სხვა პლანეტაზე მოგზაურობას.

ერთი ქვეყნის კომპანიის მიერ მეორე ქვეყნის კომპანიაზე საქონლის გაყიდვისას მისი ღირებულების ანაზღაურებას ღებულობს ამ უკანასკნელის ვალუტით, რო-

[1] *რ.კაკულია,* საერთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო ურთიერთობები, თბ., 1995, გვ. 11.

მელსაც შემდეგ გაყიდის საერთაშორისო კონვერტირებულ ვალუტაზე. მაგალითად, აშშ-ის დოლარზე.

ორივე კომპანია აღნიშნული ოპერაციების განსახორციელებლად მიმართავს საერთაშორისო სავალუტო ბაზარს.

სავალუტო ბაზარი წარმოადგენს უცხოურ ვალუტათა ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების ეკონომიკურ და ორგანიზაციულ ურთიერთობათა მყარ სისტემას. სავალუტო ბაზარი ეს არის ოფიციალური ცენტრი, რომელშიც თავმოყრილია ვალუტათა ყიდვა-გაყიდვა მოთხოვნა-მიწოდების საფუძველზე. ამასთან, იგი არის უცხოური ვალუტების ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციებისა და საგადამხდელო დოკუმენტების ეკონმიკურ და ორგანიზაციულ ურთიერთობათა სისტემა.

მსოფლიო სავალუტო სისტემა მოიცავს უცხოური ქვეყნების კომერციული საბანკო სისტემების საკორესპონდენტო კავშირებს და წარმოადგენს საერთაშორისო ფულადი ანგარიშსწორების განხორციელების მექანიზმს.

განასხვავებენ თავისუფალ და შეზღუდულ სავალუტო ბაზრებს. არსებობს აგრეთვე არალეგალური სავალუტო ბიზრებიც.

როგორც წესი, სავალუტო ბაზარი მრავალწახნაგოვან მაჩვენებელთა ჯამია, რომელიც მოიცავს განსაზღვრულ რეგიონებს და საერთაშორისო ვაჭრობასა და სავალუტო-საფინანსო კავშირებში ლოკალიზებულ მნიშვნელოვანი რაოდენობის ცალკეულ ბაზრებს და მათთან ორგანულ კავშირში არსებულ ინფრასტრუქტურას.

ასეთ ბაზრებზე ხორციელდება საგარეო-ეკონომიკური ანგარიშსწორებების, ტურიზმის, კაპიტალისა და სა-

მუშაო ძალის მიგრაციის და სხვა მიმდინარე ოპერაციათა ფართო სპექტრი, რომლებშიც გათვალისწინებულია მყიდველების, გამყიდველების, შუამავლების, საკრედიტო და სხვა კომპანიებისა და ფირმების მიერ უცხოურ ვალუტათა გამოყენება.

სავალუტო ბაზარი მოიცავს აგრეთვე დაზღვევის, მასში სავალუტო რისკის, სავალუტო რეზერვების დივერსიფიკაციისა და სავალუტო ლიკვიდობის გადაადგილების ოპერაციებს და სავალუტო ჩარევების ღონისძიებათა კომპლექსს.

სავალუტო ბაზრების მთავარ სუბიექტებს წარმოადგენენ ტრანსნაციონალური კომპანიები და ბანკები, რომლებიც ფლობენ ფილიალთა ფართო ქსელს და რომლებიც მაქსიმალურად იყენებენ თანამედროვე კავშირგაბმულობისა და კომპიუტერული ტექნიკის უახლოეს მიღწევებს და თანამედროვე საშუალებებს.

ტერიტორიული სავალუტო ბაზრები დაკავშირებულია უმსხვილეს საბანკო და სავალუტო-საბირჟო ცენტრებთან – ნიუ-იორკში, ლონდონში, პარიზში, ამსტერდამში, ბრიუსელში. ტოკიოში, ჰონგ-კონგში და ა.შ.

საერთაშორისო სავალუტო ბაზრებისათვის დამახასიათებელია ორი ძირითადი ოპერაცია: 1. სპოტი, როდესაც გათვალისწინებულია ვალუტის დაუყოვნებლივ მიწოდება. იგი არის ნაღდ ფულთან დაკავშირებული გარიგება, რომლის დროსაც ვალუტა მყიდველ კომპანიას მიეწოდება გარიგების მეორე დღეს; 2. **ფორვარდი,** როდესაც ვალუტა მიეწოდება წინასწარ დათქმული დროის შემდეგ იმ კურსით, რა კურსითაც მოხდა გარიგება. ფორვარდი ისეთი ხასიათის გარიგებაა, რომლის ანაბღაურება ხდება გარიგების თარიღიდან ორი დღის შემდეგ. ეს დრო

აუცილებელია გარიგების დოკუმენტაციის გასაფორმებლად.

საერთაშორისო სავალუტო ბაზარი სივრცეში ლოკალიზებული არ არის. არსებითად, იგი კომუნიკაციების ქსელია. ერთმანეთისაგან განასხვავებენ: საცალო ბაზარს სასპოტო (ნაღდ) ვაჭრობისათვის; ბანკთაშორის ბაზარს სასპოტო და ფორვარდული ვაჭრობისათვის; ბაზრები ფიუჩერსული და ოფციონური ვაჭრობისათვის.

საყურადღებოა ერთი მოვლენის დამახსოვრება. იმის გამო, რომ სავალუტო გაცვლის ბაზარი მიმოფანტულია მთელს მსოფლიოში, არ არის ფიქსირებული ვაჭრობის დაწყებისა და დამთავრების საათები. ლოკალური ბაზრები ერთმანეთთან დაკავშირებულია თანამედროვე კომუნიკაციებით და მუშაობენ ყოველდღე, დღე-ღამეში 24 საათი, სადაც წარმოებს ვალუტების ყიდვა-გაყიდვა.

საერთაშორისო სავალუტო ბაზარზე საქმიანობენ ცენტრალური ბანკები, კორპორაციები და კომერციული ბანკები. უმსხვილესი კომერციული ბანკები ვაჭრობენ ერთმანეთს შორის ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე და ისინი არიან ამ ბაზრის შემქმნელები. საბითუმო ბაზარზე ბანკები კორპორაციებს აძლევენ საშუალებას გარიგების რისკის ჰეჯირება მოახდინონ. კომპანიებისათვის სავალუტო რისკის წყაროს წარმოადგენს სავალუტო კურსის ცვლილებები.

საერთაშორისო სავალუტო ბაზრის პარალელურად ფუნქციონირებენ **შიდა სავალუტო ბაზრები.** ერთმანეთისაგან უნდა გავმიჯნოთ საერთაშორისო (მსოფლიო) სავალუტო ბაზარი და შიდა სავალუტო ბაზარი. მსოფლიო სავალუტო ბაზარი შედგება საერთაშორისო სავალუტო-

ფინანსური ცენტრებისაგან, როგორიცაა: ნიუ-იორკი, ლონდონი, პარიზი, ტოკიო, ფრანკფურტი, სინგაპური და სხვ. მნიშვნელობა არა აქვს იმ ფაქტს, რომ ეს ბაზრები ამა თუ იმ ქვეყნის ტერიტორიაზე არიან განლაგებული. მთავარია ისინი მაღალი დონის ლიბერალური რეჟიმით სარგებლობენ და გამოირჩევიან მაღალგანვითარებული ინფრასტრუქტურის დონით.

შიდა სავალუტო ბაზარი ეროვნული სავალუტო სისტემის ერთ-ერთი მთავარ ელემენტს წარმოადგენს.

საქართველოში შიდა სავალუტო ბაზარი ჩანასახოვან მდგომარეობაშია, თუმცა, მისი განვითარება ჩქარი ტემპებით მიმდინარეობს. მისი სტრუქტურა შედგება, როგორც ბაზრის ძირითადი აგენტების და სეგმენტების, აგრეთვე პროდუქტების მიხედვით.

„შიდა სავალუტო ბაზრის სტრუქტურაზე საქართველოში მნიშვნელოვანი გავლენა იქონია იმ გარემოებამ, რომ უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციები იმთავითვე განიხილებოდა საბანკო საქმიანობის ფორმად, რაც აისახება კიდეც საბანკო კანონმდებლობაში... აქედან გამომდინარე, შიდა სავალუტო ბაზრის აგენტებად საქართველოში უნდა განვიხილოთ ეროვნული ბანკი, კომერციული ბანკები და ვალუტის გადამცვლელი პუნქტები.“[1]

იმის გამო, რომ საქართველოში უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციებში არ მონაწილეობენ სპეციალიზებული საბანკო დაწესებულებები, როგორც ეს ფართოდ გავრცელებულია საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებ-

[1] *მ.კაკულია,* სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 29-30.

ში, ქვეყნის შიდა სავალუტო ბაზარი სტრუქტურული პოზიციებიდან, უნდა ჩაითვალოს ნაკლებად დივერსიფიცირებულ ბაზრად.

საქართველოში შიდა სავალუტო ბაზრის წყობის ერთ-ერთი არსებითი თავისებურებაა ეროვნული ბანკის, როგორც სავალუტო ბაზრის აგენტის, აქტიური როლი. თუ განვითარებული ქვეყნების ცენტრალური ბანკები სავალუტო ბაზრის ფუნქციონირებაში რეგულარულად არ ერევა, საქართველოში და, საერთოდ, პოსტსოციალისტურ ქვეყნებში საწინააღმდეგო მოვლენასთან გვაქვს საქმე.

გარკვეული პერიოდის მანძილზე, საქართველოს ეროვნული ბანკი შიდა სავალუტო ბაზარზე უმსხვილეს მიმწოდებელს წარმოადგენდა იმის გამო, რომ ბაზარი უკიდურესად დაბალი ლიკვიდობით ხასიათდებოდა. ბაზრის ლიკვიდობის უზრუნველყოფა მთლიანად ეროვნულ ბანკს დააწვა, რამაც იგი ფაქტობრივად ბაზრის შემქმნელად გადააქცია. დღეს ეროვნული ბანკი არ აწარმოებს უცხოური ვალუტით საბაზრო ინტერვენციებს. ეს ფუნქციები გადავიდა კომერციულ ბანკებში, მაგრამ უცხოური ვალუტის ჭარბი მიწოდების შემთხვევაში, მყიდველის როლში კელავ ეროვნული ბანკი გამოდის. რაც შეეხება შიდა სავალუტო ბაზრის ლიკვიდობას, იგი მაინც დაბალია. სწორედ ეროვნული ბანკი ინარჩუნებს ბაზრის ლიკვიდობის გარანტორის როლს.[1]

საქართველოში შიდა ბაზრის კონიუნქტურაზე სერიოზულ გავლენას ახდენს არა კომერციული ბანკების მთელი სისტემა, არამედ 4-5 ბანკი (საქართველოს ბანკი, „TBC ბანკი", ბანკი ქართუ, გაერთიანებული ქართული ბანკი, ბანკი „რესპუბლიკა").

[1] *მ.კაკულია,* სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 34.

საყურადღებოა, რომ ქვეყნის ეროვნულ ბანკთან ერთად, ზემოთ ჩამოთვლილი კომერციული ბანკები ქმნიან საქართველოში ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის ფუნდამენტს, რომელიც შიდა სავალუტო ბაზრის ერთ-ერთი მთავარი სეგმენტია და, რომელიც მოიცავს ორ კომპონენტს: საბირჟო და სადილინგო ბაზრებს. საბირჟო ბაზარი სხვა არაფერია, თუ არა ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის სავაჭრო მოედანზე დადებული გარიგებები, ხოლო სადილინგო ბაზარი წარმოადგენს ბირჟის გარეშე, პირდაპირ კომერციულ ბანკებს შორის განხორციელებულ საკონვერსიო ოპერაციებს.

შიდა სავალუტო ბაზრის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია შიდა საბანკო სავალუტო ბაზარი, რომელსაც კლიენტური სავალუტო ბაზარი ეწოდება. ეს ბაზარი აერთიანებს გარიგებებს კომერციულ ბანკებსა და მათ კლიენტებს შორის. შიდა საბანკო სავალუტო ბაზარი უშუალო კავშირშია ქვეყნის საგადასახდელო ბალანსის მიმდინარე ანგარიშის საჭიროებებთან. „სწორედ აქ ყალიბდება უცხოური ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდების სიღრმისეული ტენდენციები, რომლებიც შემდეგ ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარს გადაეცემა. აქედან გამომდინარე, შიდა საბანკო ბაზარი საქართველოში უფრო მგრძნობიარეა მსოფლიო სასაქონლო და ფინანსური ბაზრების კონიუნქტურისა და ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის მიმართ, ვიდრე ბანკთაშორისი".[1]

[1] *მ.კაკულია,* სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 37-38.

საქართველოში შიდა სავალუტო ბაზრის ერთ-ერთი თავისებურებაა მისი ბანკნოტური სეგმენტის დეფორმაცია. ცნობილია, რომ ყველგან უცხოეთის ქვეყნებში, ბანკები და არასაბანკო დაწესებულებების გადამცვლელი პუნქტები ეწევიან ნაღდი ვალუტით ვაჭრობას და ამით მომსახურებას უწევენ მოსახლეობას. ამან კი ბანკნოტური ბაზარი შიდა სავალუტო ბაზრის მეორეხარისხოვან სეგმენტად გადააქცია.

ამრიგად, საქართველოში შიდა სავალუტო ბაზარი ნაკლებად არის დივერსიფიცირებული ვაჭრობის ობიექტის მიხედვითაც. ამ ბაზრის ბანკთაშორისი და შიდასაბანკო სეგმენტები ფაქტობრივად მთლიანად დოლარიზებულია. სწორედ დოლარი ბატონობს ბანკნოტურ ბაზარზეც, თუმცა, იშვიათობას არ წარმოადგენს ევროსა და რუბლის სეგმენტებიც, თუმცა, ისინი ბრუნვის მოცულობით არ გამოირჩევიან. რაც შეეხება შიდა სავალუტო ბაზარზე აშშ დოლარის დომინირებას, იგი გამოწვეულია იმით, რომ ექსპორტ-იმპორტის ოპერაციები ძირითადად დოლარებში ხორციელდება. ანალოგიურად, საქართველოს რეზიდენტები ტრანსფერტებს ქვეყნის გარედან აღნიშნული ვალუტის გამოყენებით რიცხავენ.

საერთაშორისო ფინანსების უმნიშვნელოვანესი ასპექტს წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთსა და ვალუტის გაცვლით კურსს შორის კავშირი. რეალური საპროცენტო განაკვეთები სხვადასხვა ქვეყნებში დაახლოებით ერთნაირია, მაგრამ ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები სხვადასხვა ქვეყნებში სხვადასხვაა. მსყიდველობითი უნარიანობის პარიტეტის თეორიის შესაბამისად, ორ ქვეყანაში საპროცენტო განაკვეთებში განსხვავება ფორვარდულ სავალუტო კურსსა და „სპოტ“ კურსს შორის სხვაობის ტოლი უნდა იყოს. საერთაშორისო ბაზრებზე ეს თანაფარდობა ყოველთვის შენარჩუნებულია საარბიტრაჟო გარიგებათა ხელშეწყობით.

აღნიშნული თეორია კავშირშია არა მარტო საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებებთან, არამედ სახელმწიფოთაშორისი ინფლაციის ტემპებთან. მაგალითად, თუ ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი საქართველოში 10 %-ია, ხოლო ამერიკაში 5 %, უნდა ველოდოთ, საქართველოში საპროცენტო განაკვეთი იქნება 5 %-ით მაღალი, ვიდრე აშშ-ში. შედეგად, მოსალოდნელია ლარის 5 %-ით გაუფასურება აშშ-ის დოლართან შედარებით. თუ ასეთი კავშირურთიერთობა არ იქნებოდა, არბიტრაჟი მიიღებდა მოგების ნაღდი ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის ყოველგვარი რისკის გარეშე იმის გამო, რომ ბაზარზე ფულის ინვესტირება ხდება უფრო მომგებიანი საპროცენტო განაკვეთით და ამ გარიგების ჰეჯირებით.

ასეთი ოპერაცია ცნობილია საპროცენტო არბიტრაჟის სახელწოდებით, რომელიც სავალუტო ბაზარს აკავშირებს ფულად ბაზართან.

ეროვნულ ფულად ბაზრებს შორის ასეთი კავშირები მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული შესაბამისი ქვეყნების ხელისუფალთა მოქმედებაზე. თუ მთავრობა უცხოური ვალუტით გარიგებების შეზღუდვის პოლიტიკას ატარებს, აკონტროლებს სავალუტო გაცვლას, სავალუტო და ფულად ბაზრებს შორის კავშირი უმნიშვნელოა. მაგრამ საერთაშორისო ფულად ბაზარზე, სადაც ცალკეულ სახელმწიფოთა მთავრობების გავლენა მიუწვდომელია, გაცვლით კურსსა და საპროცენტო განაკვეთებს შორის კავშირი საკმაოდ ძლიერია.

როგორც აღვნიშნეთ, საერთაშორისო ფულადი ბაზარი წარმოადგენს თავისუფალ ბაზარს, რომლისთვისაც დამახასიათებელია საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტი, ე.ი. ფორვარდული და სპოტ კურსები და საპროცენტო განაკვეთები სხვადასხვა ქვეყნებში ერთმანეთთან კავშირშია საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტით. ეს იმას ნიშნავს, რომ სრულყოფილი ბაზრის პირობებში ფინანსური აქტივების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რომელშიც რისკის ფაქტორი კორექტირებულია, სხვადასხვა ქვეყნებში ერთნაირი უნდა იყოს.

X.2. საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი

საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი, ანუ საერთაშორისო გრძელვადიანი ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს მთლიანად ობლიგაციების ბაზარს. იგი წარმოადგენს სასესხო კაპიტალის ბაზრის შემადგენელ ნაწილს, სადაც საშუალო და გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის მოთხოვნისა და მიწოდების ფორმირება წარმოებს. კორპორაციებს ეკონომიკის გლობალიზაციის პირობებში შეუძლიათ ობლიგაციების ემიტირება მოახდინონ საკუთარი ქვეყნის საზღვრებს გარეთ ინვესტორებისათვის სხვადასხვა კონვერტირებად ვალუტებში. უპირატესად წარმოებს ორი ტიპის ობლიგაციის ემიტირება: უცხოური ობლიგაციები და ევროობლიგაციები.

უცხოური ობლიგაციები წარმოადგენს საერთაშორისო ობლიგაციებს, რომელიც ემიტირებულია უცხოელ

მსესხებელზე და დენომინირებულია განთავსების ქვეყნის ვალუტაში.[1] მაგალითად, ქართულ კომპანიას შეუძლია ობლიგაციების ემიტირება ლონდონის კაპიტალის ბაზარზე, რომელთა განთავსება მოხდება დიდი ბრიტანეთის ბანკებში და დენომინირებული იქნება გირვანქა სტერლინგებში. გამოშვებული ობლიგაციები შესყიდული იქნება ბრიტანელი ინვესტორების მიერ და შეიძლება გახდეს ხელმეორე ვაჭრობის საგანი ბრიტანეთის ობლიგაციების მეორად ბაზარზე.

ევროობლიგაციები წარმოადგენს საერთაშორისო ობლიგაციებს, რომელიც ემიტირებულია საერთაშორისო სინდიკატის მიერ და იყიდება ქვეყნის საზღვრებს გარეთ იმ ვალუტაში, რომელშიც იგი არის დენომინირებული.

ევროობლიგაციები ფაქტობრივად არის ჭეშმარიტად ინტერნაციონალური საწარმო, იმდენად, რამდენადაც მსესხებელი შეიძლება იყოს ერთი რომელიმე ქვეყნიდან, ხოლო ინვესტორებს წარმოადგენს მთელი მსოფლიო, ამიტომ ევროობლიგაციები შეიძლება დენომინირებული იყოს სულ სხვადასხვა ვალუტებში.

ინვესტორის პოზიციიდან, ევროობლიგაციების უპირატესობა გადასახადებისაგან თავისუფლებასა და ანონიმურობაში გამოიხატება. მაგალითად, თუ საქართველოს კომპანია ევროობლიგაციის ინვესტირებას უკრაინაში

[1] დენომინაცია – ქვეყნის ფულის ერთეულის გამსხვილება მისი დასახელების შეუცვლელად, რაც ხორციელდება ფულის მიმოქცევის გამარტივებისა და გამყარების მიზნით. მაგალითად, 1961 წელს საბჭოთა კავშირში ძველი მანეთი შეიცვალა ახლით და ძველი 10 მანეთი იცვლებოდა ერთ ახალ მანეთზე. დენომინაცია ხელს უწყობს მიმოქცევაში არსებული ფულის რაოდენობის შემცირებას.

აწარმოებს, იგი ღებულობს უპირატესობას საკუთარი ქვეყნის რეგულირების თავისუფლებაში – საშემოსავლო გადასახადსა და სხვა სამამულო გადასახადებში და სწორედ ამ უპირატესობებით აისახება მისი მზადყოფნა მიიღოს ის განაკვეთი, რომელსაც ემიტენტი კონკურენტულად მიიჩნევს.

ემიტენტის პოზიციიდან, ევროობლიგაციები მიმზიდველია ემისიის მარტივი ორგანიზაციის, მისი გატარების სისწრაფის და დაბალი დანახარჯების გამო. სიმარტივე გამოშვებულია სახელმწიფო რეგულირების არარსებობით; ემისიის სისწრაფე იზომება არა თვეობით, არამედ კვირაობით; მცირე დანახარჯები იმის შედეგია, რომ განთავსების ხარჯები პლუს პროცენტი ჩვეულებრივად უფრო დაბალია ეროვნულ ბაზრებთან შედარებით.

პოპულარობით სარგებლობს რამდენიმე ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციები, რომლებიც ემიტირებული უნდა იქნეს ორიდან ერთ-ერთ ფორმაში.

1. **ოფციონური ემისია**, რომელიც ინვესტორს საშუალებას აძლევს მიიღოს პროცენტი და სესხის ძირითადი თანხა ნებისმიერი რამდენიმე ვალუტით დაფარვის შემთხვევაში და ამით ამცირებს მის სავალუტო რისკს.

ასეთი ობლიგაციის მეორე ფორმამ მიიღო **„სავალუტო კოქტეილის“ სახელწოდება.** ეს არის ობლიგაცია, რომლითაც ინვესტორის შემოსავალი წარმოადგენს რამდენიმე ვალუტის ნაერთს წინასწარ დაწესებული პროპორციით, ჩვეულებრივად შეესაბამება ნასესხობის სპეციალურ უფლებებს (SDR)[1].

[1] ნასესხობის სპეციალური უფლება (SDR) ან ეკიუ. – საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ფულადი ერთეული. ნასესხობის სპეციალური უფლებები წარმოადგენს „სავალუტო კოქტეილს“, რომელიც ემიტირებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ და, რომელიც ჩამოყალიბებულია როგორც აშშ-ის, გფრ-ის, დიდი ბრიტანეთის, საფრანგეთის და იაპონიის ვალუტების საშუალო შეწონილი კურსი.

ეკიუს (ევროპის საანგარიშსწორებო ერთეულის) ემიტირება წარმოებდა ევროკავშირში შემავალი ქვეყნების ვალუტათა ბაზარზე. ამ შემთხვევაში სავალუტო რისკი ნაწილდებოდა ინვესტორსა და ემიტენტს შორის.

თანამედროვე ფასიანი ქაღალდების (ობლიგაციების) ფენომენში სიახლეს წარმოადგენს მრავალვალუტიანი კონვერტირებადი ობლიგაციები. ეს ისეთი ფასიანი ქაღალდია, რომელიც ინვესტორს საშუალებას აძლევს აირჩიოს პროცენტისა და ძირთიადი თანხის მიღებისას ერთერთი მრავალ ვალუტას შორის. ამასთან, აწარმოოს ობლიგაციების კონვერტაცია ადრე დაწესებული კურსით აქციაში, რომელიც დენომინირებულია სხვა ვალუტაში.

როგორც წესი, ევროობლიგაციების ბაზარი ფუნქციონირებს როგორც კაპიტალის ბაზარი იმდენად, რამდენადაც იგი ძირითადად თავისუფალია სახელმწიფო რეგულირებისა და გადასახადებისაგან. ემიტენტებისათვის სასარგებლოა დიდი მოქნილობა და დაბალი ხარხები, ხოლო ინვესტორებს იზიდავს გადასახადებისა და სახელმწიფო რეგულირების არარსებობა.

უკანასკნელ წლებში მნიშვნელოვნად განვითარდა **კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრები ან ევრობაზრები.** ისინი წარმოდგენილია უმსხვილესი ბანკების სახით (ხშირად მათ ევრობანკებს უწოდებენ) ნიუ-იორკში, ლონდონში, ტოკიოში, პარიზში, ციურიხში, სინგაპურსა და

ჰონკონგში. ეს ბანკები ღებულობენ დეპოზიტებს უცხოურ ვალუტაში, ევროვალუტაში და იძლევიან სავალუტო კრედიტებს. იმის გამო, რომ გაცემული სესხები მოცულობით ბევრმა ბანკმა ოპერაციებში ერთობლივი მონაწილეობა მიიღონ და ამით უზრუნველყონ ამ გზით წარმოქმნილი რისკების განეიტრალება.

ბაზარზე წარდგენილი კაპიტალის მოცულობის გადიდებასთან ერთად, წარმოიშვა დაფინანსების ახალ-ახალი მეთოდები, რაც გამოწვეული იყო სავალუტო კურსის ცვლილებებით, საპროცენტო განაკვეთების მერყეობით და ფინანსური ოპერაციებით დერეგლამენტაციით.

საერთაშორისო სავალუტო ბაზრებზე წარმოდგენილი ფინანსური ინსტრუმენტები მრავალგვარია და მრავალრიცხოვანია. მათი ვარირება კლიენტების მოთხოვნილებების, სავალუტო კურსისა და საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებების, ბაზარზე ჩამოყალიბებული სიტუაციების გათვალისწინებით წარმოებს.

ბაზარზე ზოგიერთი ფინანსური ინსტრუმენტი ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე არსებობს მოკლევადიანი ამოცანების გადასაწყვეტად და გარკვეული დროის შემდეგ წყვეტენ ფუნქციონირებას.

საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე მოქმედ ფინანსურ ინსტრუმენტებს შორის ცნობილია: ჩვეულებრივი ობლიგაციები (29 % ხვედრითი წონით), კომერციული ქაღალდები ევროვალუტაში (30,6 %), ობლიგაციები მცურავი საპროცენტო განაკვეთით (6,1 %), სინდიკატური სესხები (29%), კონვერტირებული ობლიგაციები (1,1 %), აქციები (4,2 %).

ამასთან. უკანასკნელ წლებში მნიშვნელოვნად შემცირდა ევროკრედიტების ბაზარი. ევროკრედიტების შეკ-

ვეცა გამოიწვია შეღავათიანი დაკრედიტების პროგრამების შემოღებამ, რომლებიც ბანკების უმრავლესობისათვის წარმოადგენს მსესხებლის გარანტიას, რომელთაც უპრობლემოდ მიუწვდებათ ხელი საშუალოვადიანი დაფინანსების წყაროებთან ევროკრედიტებთან შედარებით უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთით.

დაბოლოს, ახლო წარსულში – 90-იანი წლების მიწურულს, კომერციული ევროქაღალდების ბაზრის ფართო განვითარება მოჰყვა შეღავათიანი დაკრედიტების პროგრამების პოზიციების დათმობის მიზეზით. ასეთმა ახალმა ფასიანმა ქაღალდებმა ოპტიმალური გარემო შეუქმნა უმსხვილეს კორპორაციებს აეღოთ უფრო იაფი კრედიტები პირდაპირ კაპიტალის ბაზარზე ბანკებისაგან გვერდის ავლით.

სერიოზულ განვითარებას დაექვემდებარა ევრობლიგაციების ბაზარი, რომელიც გაიცემა მისი წყაროებიდან დაკავების გარეშე.

ევროობლიგაციები რამდენიმე სახისაა:

1. ევროობლიგაციების ემისია ფიქსირებული განაკვეთით 5 სახისაა:

ა) ჩვეულებრივი ობლიგაციები ფიქსირებული განაკვეთით ფიქსირებული პროცენტები შეიძლება ანაზღაურებული იქნეს ემისიის ვადის ამოწურვამდე ან ამ ვადის ამოწურვის შემდეგ.

ბ) ობლიგაციები კონვერტირებად აქციებში, რომლებიც პოტენციურად მიმოიქცეოდეს საწარმო-ემიტენტის აქციებში. აქციებში მიმოქცევის დროს ისინი არ ანაზღაურდებიან. თუმცა, ასეთი ობლიგაციები შეიძლება ვადამდე იქნეს ანაზღაურებული. ისინი აქციებში არ მიმოიქცევა.

გ) ობლიგაციები გარანტით ან ხელმოწერაზე სერტიფიკატით. ასეთ ობლიგაციებს სხვა ფასეულობების შეძენის უფლებას აძლევენ: აქციების, ობლიგაციების ფიქსირებული და მცურავი განაკვეთით, ოქროსი და ა.შ. კონვერტირებადი აქციებისაგან განსხვავებით ობლიგაციები გარანტით აქციების შეძენის უფლებას იძლევა, რომელიც ყოველთვის ანაზღაურდება მიუხედავად იმისა, გამოყენებულია თუ არა უფლება ხელმოწერაზე. შესაძენ აქციებს ყიდულობენ.

ობლიგაციები შესყიდვის უფლებით, რომელიც იცვლება აშშ-ის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ობლიგაციებითა და სახაზინო ბონებით სპეკულაციის შესაძლებლობას იძლევა.

დ) მრავალვალუტიანი ობლიგაციების დროს ობლიგაციებზე პროცენტი დაერიცხება ერთ ვალუტაში, ხოლო ანაზღაურება წარმოებს მეორე ვალუტით, ადრე დაწესებული გაცვლითი კურსის ბაზარზე ვალუტის გაუფასურებით განსაზღვრული პროცენტის გათვალისწინებით.

პირველად ასეთი ობლიგაციები გამოჩნდა შვეიცარიის ბაზარზე, რომელიც სავალუტო რისკის დაზღვევის შესაძლებლობას იძლევა.

2. ევროობლიგაციების ემისია მცურავი განაკვეთით 5 სახისაა:

ა) **ობლიგაციები „მინი-მაქსი“** ისეთი ფასიანი ქაღალდებია, რომელზედაც საპროცენტო განაკვეთის მერყეობის მინიმალური და მაქსიმალური ზღვარი დგინდება. იმის გამო, რომ საპროცენტო განაკვეთის მაქსიმალური ზღვარი ზღუდავს ინვესტორი (პოტენციურ მოგებას, რომელსაც იგი ღებულობს ჩვეულებრივად უფრო მაღალი პროცენტით, ვიდრე მცურავი კურსის ემისიით). საპ-

როცენტო განაკვეთის ზრდით ასეთი სახის ემისიის რაოდენობა მნიშვნელოვნად შემცირდა.

ბ) **ობლიგაციები FLIP-FLOP.** ასეთი ობლიგაციები ინვესტორს შესაძლებლობას აძლევს პროცენტების დარიცხვის ვადაში მოახდინოს ობლიგაციების კონვერტირება მოკლევადიან ფასიან ქაღალდებში, ისე, რომ იგი ვადის გასვლის შემდეგ უფრო გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებში გადაკონვერტირების უფლებას ინარჩუნებს.

გ) **ობლიგაციები რეგულირებადი განაკვეთებით.** ასეთი ობლიგაციების ემისია წარმოადგენს სესხების მცურავი კურსით, როდესაც მიმდინარეობს პროცენტების ხშირ-ხშირად გადასინჯვა, თუმცა, პროცენტების ანაზღაურება სამ თვეში ერთხელ წარმოებს.

დ) **ობლიგაციები, როდესაც ფიქსირებულია ზედა ზღვარი.**

გ) **ობლიგაციები სავალუტო ოფციონით.** ობლიგაციები მცურავი კურსით შეიძლება გამოშვებული იყოს ერთ ვალუტაში (დოლარებში) და ჰქონდეთ ფასიანი ქაღალდების შეძენის ვარიანტი ევროში ადრე დაწესებული გაცვლითი კურსის საფუძველზე.

რამ განაპირობა ევროობლიგაციების ბაზრის განვითარება, რა არის ამის მიზეზი? ასეთი მიზეზებიდან საყურადღებოა: ისტორიული მიზეზები. არსებულ ბაზარზე ოპერაციების შერჩევაში არ არსებობს მკაცრი რეგლამენტაცია; ინვესტორებზე გასაცემი პროცენტები გადასახადებით არ იბეგრება, ფასიანი ქაღალდების გამოშვება წარმოებს წარმომდგენზე, ოპერაციის სიმარტივე, სახსრების სწრაფად მიღება. სწორედ ამ ფაქტორებმა განაპირობა ევროობლიგაციების ბაზრის განვითარება.

X.3. სავალუტო რისკის მართვა

რისკი დაკავშირებულია ვალუტის კურსის მოულოდნელ ცვლილებებთან. რაც შეეხება გარიგებებთან დაკავშირებულ სავალუტო რისკს, მასთან მამინ გვაქვს საქმე, როდესაც კომპანიის შემოსავლები ან ხარჯები დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში. **სავალუტო რისკი წარმოიქმნება ორ შემთხვევაში: 1. როცა გადახდა განხორციელებულია კომერციული ან ფინანსური გარიგებების პირობებში და 2. დივიდენდებისა და სხვა შემოსავლების შვილობილი კომპანიებიდან მიღების პირობებში.**

ორივე შემთხვევაში კორპორაცია განიცდის ეკონომიკურ დანაკარგს და ეს ზარალი აისახება ფირმის „მოგება-ზარალის შესახებ“ ანგარიშში. „ეკონომიკური დანაკარგის“ ქვეშ იგულისხმება ფულადი სახსრების მომავალი ნაკადები, რომელიც დისკონტირებულია რისკით კორექტირებული განაკვეთით.

სავალუტო რისკს სავაჭრო გარიგებების დროს იწვევს სახსრების ნაკადები ან რისკის გავლენით კორექტირებული დისკონტირების განაკვეთი, ან ორივე სიდიდე ერთად. ყოველივე ამის შედეგად შეგვიძლია დავადგინოთ ეკონომიკური ღირებულების სიდიდე, რომელიც გამოწვეულია უცხოური ვალუტის დევალვაციით ან რევალვაციით.

სავაჭრო გარიგებებით გამოწვეული სავალუტო რისკის პარალელურად **არსებობს აღრიცხვის სავალუტო რისკი ან გადაანგარიშების რისკი.** კომპანიის საბალანსო შეფასება წარმოადგენს აქტივებსა და პასივებს შორის სხვაობას. როდესაც ჩვენ ვახდენთ კომპანიის უცხოური განყოფილების საბალანსო შეფასებას, ვაწარმოებთ მისი აქტივებისა და პასივების ღირებულების გადაანგარიშებას რაღაც გაცვლითი კურსით დოლარებში.

თუ ჩვენ კომპანიის ყველა აქტივს, პასივს და საკუთარ კაპიტალს ჩავრთავთ ერთდროულად ბალანსში ერთიანი გაცვლითი კურსით, მას არავითარი დანაკარგები და მოგება არ ექნება. ამასთან, გადაანგარიშებისათვის გამოყენებული იქნება გაცვლით მიმდინარე კურსი, მაშინ სავალუტო რისკის საგანი გახდება საკუთარი კაპიტალი.

მდგომარეობა მაშინ რთულდება, როდესაც ჩვენ გაანგარიშებაში ვითვალისწინებთ ბუღალტრებისა და ფინანსური მენეჯერების მოსაზრებებს იმის შესახებ, რომ ფინანსური ანგარიშები (ფული, კრედიტორული და დებიტორული დავალიანება) გადაანგარიშებული უნდა იქნეს მიმდინარე გაცვლითი კურსით იმის გამო, რომ შესაბამისი სახსრების დოლარებში რეალური გადაყვანა აუცილებლად უნდა მოხდეს მხოლოდ მიმდინარე გაცვლითი კურსით, თანაც მათი ეკვივალენტი დოლარებში შეიძლება შემცირდეს (გაიზარდოს) უცხოური ვალუტის დევალვაციის (რევალვაციის) შემთხვევაში.

გრძელვადიანი აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის (მარაგები, ძირითადი საშუალებები, გრძელვადიანი დავალიანება და საკუთარი კაპიტალი) შემთხვევაში იდება შეთანხმება, რომლის ძალითაც გადაანგარიშება უნდა მოხდეს კურსით, რომელიც მოქმედებდა მათი ბალანსზე აყვანის მომენტში.

საქართველოში უკანასკნელი წლების გადაუჭრელ პრობლემებს შორის განსაკუთრებით საყურადღებოა სავალუტო რისკის მართვა.

სავალუტო რისკის მართვის სწორი პოლიტიკა ითვალისწინებს: სავალუტო რისკის შეფასებას და რისკის დაფარვის სხვადასხვა საშუალებების ცოდნას.

როგორც წესი, გამოყოფენ სავალუტო რისკის სამ კატეგორიას: გარიგების რისკს, რისკს კონსოლიდაციის პირობებში და ეკონომიკურ რისკს.

სავალუტო რისკის მართვის საშუალებათა შესარჩევად აუცილებელია თითოეული მათგანის შეფასება, ქვემოთ მოცემული სქემის შესაბამისად:



მოკლედ შევეხოთ სავალუტო რისკის კატეგორიებს, ჩამოვაყალიბოთ მათი თავისებურებები და მახასიათებლები.

1. **გარიგებით გამოწვეული სავალუტო რისკის წარმოშობა დაკავშირებულია:**

ა) ქონების ან მომსახურების ვალუტით ყიდვა-გაყიდვასთან;

ბ) ვალუტით გაცემულ სესხებთან;

გ) ფულადი სახსრების ვალუტაში გადაყვანასთან.

გარიგებით გამოწვეული სავალუტო რისკი იმ მომენტიდან წარმოიქმნება, როცა კომპანიამ განსაზღვრა საექსპორტოდ გამიზნული საქონლის ან მომსახურების ღირებულება.

გარიგების სავალუტო პოზიციის გამოთვლა წარმოებს გარკვეული პერიოდისათვის ნაციონალურ და კონვერტირებად ვალუტებში.

კომპანია სხვადასხვა ვალუტის კურსის დინამიკასთან დაკავშირებით ყიდვა-გაყიდვისას ღებულობს სავალუტო მოგებას ან ზარალს.

2. **კონსოლიდირებული სავალუტო რისკი წარმოიშობა ინტერნაციონალური კომპანიის შვილობილ საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობის ცნობის პირობებში.** კონსოლიდირებული სავალუტო პოზიცია წარმოადგენს ბუღალტრულ პოზიციას დაამოკიდებულია კონსოლიდაციის არჩეულ მეთოდებზე.

ანგარიშთა კონსოლიდაციის სამი მეთოდი არსებობს: საბოლოო კურსის მეთოდი, ბალანსის ფულადი მუხლების არაფულადისაგან განსხვავების მეთოდი და საბრუნავი კაპიტალის მეთოდი.

ა) **საბოლოო კურსის მეთოდი.** ბალანსის ყველა

მუხლი, საკუთარი კაპიტალის გარდა, კონსოლიდირებულია საბოლოო კურსთან;

ბ) **ბალანსის ფულადი მუხლების არაფულადისაგან განსხვავების მეთოდი.** ბალანსის ფულადი აქტივები და პასივები კონსოლიდირებულია საბოლოო კურსთან, ხოლო ბალანსის დანარჩენი მუხლები შენარჩუნებულია ისტორიული კურსით. ამ მეთოდს კიდევ უწოდებენ დროებითს.

გ) **საბრუნავი კაპიტალის მეთოდი.** საბრუნავი კაპიტალის (მარაგები+მოკლევადიანი დებიტორული დავალიანებები+მოკლევადიანი ნასესხები კაპიტალი) კონვერტირება ხდება საბოლოო კურსით.

3. **ეკონომიკური სავალუტო რისკი წარმოადგენს ნაღდი ფულის მოძრაობაში გადახრის რისკს, რომელიც გამოწვეულია სავალუტო კურსის რყევით.**

სავალუტო კურსის ცვლილებებმა შეიძლება გავლენა მოახდინოს: გაყიდვათა მოცულობაზე, დანახარჯთა სიდიდესა და კომპანიის მოგებაზე.

სავალუტო კურსის ცვლილებების შედეგები დამოკიდებულია კომპანიის საქმიანობის სექტორზე, იმპორტირებული საქონლის სახეობებსა და ფასებზე, ფასის ელასტიკურობაზე მოთხოვნასთან დამოკიდებულებაში.

ეკონომიკურ სავალუტო რისკთან მაშინ გვაქვს საქმე, როდესაც კომპანიის მიერ მიღებული ფულადი ამონაგები მოსალოდნელს არ შეესაბამება.

სავალუტო კურსის გაუთვალისწინებელი ცვლილებები ატარებს მოკლევადიან, საშუალოვადიან და ხანგრძლივ ხასიათს. სავალუტო კურსის ცვლილებების მოკლევადიანი ხასიათის დროს მოგება-ზარალი დამოკიდებულია ძირთიადად ვალუტის ტიპზე, რომელიც გათვალისწინებულია კონტრაქტით.

თუ ვალუტის კურსის ცვლილებები ატარებს საშუალოვადიან ხასიათს, კომპანიამ ფასების გადასინჯვა უნდა მოახდინოს ეკონომიკური პირობებით, ინფლაციის პროცენტის და ფაქტორული ოპერაციების ღირებულების გათვალისწინებით. ამით შენარჩუნებული იქნება საკუთარი კონკურენტუნარიანობა.

რაც შეეხება ვალუტის კურსის ცვლილებებს ხანგრძლივი პერიოდისათვის, კომპანიამ პერეორიენტაცია უნდა გაუკეთოს უცხოურ კაპიტალურ დაბანდებებს, შეცვალოს ექსპორტ-იმპორტის საქონელბრუნვის ნაკადები.

ეკონომიკური სავალუტო რისკის შეფასება მჭიდრო კავშირში უნდა იყოს კომპანიის ეკონომიკური საქმიანობის ანალიზთან, საბაზრო კონიუნქტურისა და საკუთარი უცხოური ფილიალების სამეურნეო საქმიანობის შესწავლასთან. აგრეთვე, შემუშავებული უნდა იქნეს ეკონომიკურ-ფინანსური, კომერციული და ტექნიკური ღონისძიებების გეგმა.

X.4. სავალუტო რისკის პრობლემების გადაწყვეტის მიმართულებები

კომპანიის სავალუტო ოპერაციების დარგში დასაქმებულმა მენეჯერმა შეიძლება შეარჩიოს სამი ღონისძიებიდან კომპანიისათვის ოპტიმალური პოლიტიკა:

ა) დაუფარავი სავალუტო რისკების პოლიტიკა;

ბ) სავალუტო რისკების ავტომატური დაფარვა;

გ) სავალუტო რისკების შერჩევითი ჰეჯირება.

დაუფარავი სავალუტო რისკების პოლიტიკის შერჩევა გამართლებულია იმ შემთხვევაში, როცა სახეზეა სტაბილური სავალუტო გარემო და შეზღუდული იქნება სავალუტო დანაკარგების შესაძლებლობები. ასეთი პირობების შენარჩუნების დროს დაუფარავი სავალუტო რისკების პოლიტიკა შეიძლება ჩაითვალოს ნაკლებად ძვირადღირებულ გადაწყვეტილებად.

სავალუტო რისკების ავტომატურად დაფარვის შემთხვევაში კომპანიამ უნდა მოახდინოს ყველა სავალუტო პოზიციის დაფარვა გამოვლინების პროცესშივე.

ზოგიერთი მენეჯერის აზრით, ეკონომიკურად გამართლებული ყველა ხარჯი მისაღებია იმ შემთხვევაში, როდესაც ზარალს არა აქვს ადგილი. თუმცა, ამ მოსაზრების ცალსახად მიღება დაუშვებელია. კონკურენტ ფირმებს ყოველთვის შეუძლია სავალუტო კურსის ხელსაჰრელი ცვლილებებისათვის გამოიყენონ ფასების შემცირების ინსტიტუტი და ამით გაზარდონ ბაზარზე საკუთარი სექტორი.

სავალუტო რისკების შერჩევითი დაფარვის პოლიტიკას უპირატესად იყენებენ ინტერნაციონალური კომპანიები. მენეჯერები მხარს უჭერენ ჰეჯირების სხვადასხვა ხერხებს. ზოგიერთი უზრუნველყოფს სავალუტო რისკის დაფარვას, როდესაც საექსპორტო კონტრაქტის ვალუტას შემცირების ტენდენცია ახასიათებს, თანაც ასეთ პოლიტიკას უარყოფს სავალუტო კურსის გადიდების შემთხვევაში. მეორენი სავალუტო რისკის დაფარვას მაშინ მიმართავენ, როდესაც საექსპორტო კონტროლის ვალუტის კურსი მცირდება განსაზღვრული დონის ქვემოთ იმის

გამო, რომ კურსის შემდგომმა შემცირებამ შეიძლება გამოიწვიოს კომპანიის ზარალიანობა.

მენეჯმენტის ამოცანა იმაში მდგომარეობს, რომ სწორად იქნეს შეფასებული შერჩევითი ჰეჯირების შედეგები, მაგრამ ამისთვის ბუღალტრული აღრიცხვის სისტემა არადამაკმაყოფილებლად არის აღჭურვილი.

X.5. სავალუტო რისკის დაფარვის შინაგანი საშუალებები

ჰეჯირების შინაგანი საშუალებები წარმოადგენს იმ ხერხებს, რომელსაც დამოუკიდებლად შეუძლია კომპანია სავალუტო რისკის შესამცირებლად გამოიყენოს. ეს საშუალებები შეიძლება სამ კატეგორიად დავყოთ:

ა) საშუალებები, დაკავშირებული არსებულ სავალუტო პოზიციებთან;

ბ) საშუალებები, დაკავშირებული მომავალ სავალუტო პოზიციებთან;

გ) ანგარიშ-ფაქტურათა კორექტირების ცენტრის შექმნა.

განვიხილოთ ცალ-ცალკე:

ა) შინაგანი საშუალებები, დაკავშირებული არსებულ სავალუტო პოზიციებთან.

ეს საშუალებები ძირითადად დაკავშირებულია გადახდის ვადების ვარიირებასთან სავალო ვალდებულებებისა და დებიტორული დავალიანების ურთიერთჩათვლის შესაძლებლობების გამოყენებასთან.

ერთ-ერთ ხერხად გამოიყენება საავანსო გადახდა.

თუ კომპანია-იმპორტიორი ელოდება ვალუტის კურსის გადიდებას, რომლითაც შედგენილია იმპორტის

მოწოდების კონტრაქტი, ეროვნულ ვალუტასთან მიმართებაში, კომპანიისათვის სასარგებლოა გაფორმებული კონტრაქტი წინასწარ აანაზღაუროს ავანსის სახით.

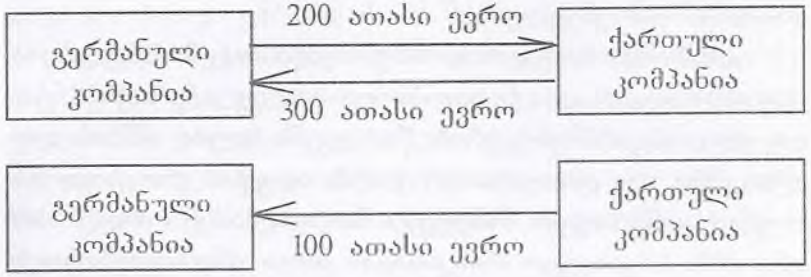
მე-2 ხერხია ფასდაკლება ნაღდად გადახდისათვის. კომპანია-ექსპორტიორი, თუ ელოდება ექსპორტის მიწოდების ვალუტის კურსის დაცემას, აწარმოებს იმპორტიორის სტიმულირებას ნაღდად გადახდის შემთხვევაში ფასდაკლების მიცემით.

მე-3 საშუალებაა საგარეო-ეკონომიკური გარიგებების გადასახდელების ანაზღაურების ხელოვნურად დაჩქარების ან დაყოვნების მექანიზმი. ამ მექანიზმის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ წარმოებს გადახდის ვადების ვარიირება, რომ ვალუტის კურსის ცვლილებებით მიღებული იქნეს დამატებითი მოგება. ასეთ მექანიზმს უპირატესად იყენებენ ინტერნაციონალური კომპანიები, რომელთაც შვილობილი საზოგადოების მეშვეობით შეუძლიათ გადახდების დაჩქარება ან დაყოვნება.

კომპანიებს ამ მეთოდის გამოყენებით შეუძლიათ შეამცირონ ან გაადიდონ მიცემული სესხების ვადები, მაგრამ ქვეყნების მნიშვნელოვანი ნაწილი მოქმედი სავალუტო კანონმდებლობით კრძალავს ასეთი პროცედურის გამოყენებას.

მე-4 მეთოდია კომპენსაციის მექანიზმი. მაგალითად, გერმანული კომპანია ქართული კომპანიისათვის ახორციელებს ექსპორტის მიწოდებას ევროთი, თანაც ქართული ფირმა აწარმოებს იმავე გერმანულ ფირმაზე საქონლის მიწოდებას ისევ ევროთი. თუ ორივე ფირმის დავალიანებები ერთმანეთს ემთხვევა, მაშინ ადგილი ექნება ორმხრივ კომპენსაციას. მაგრამ თუ თანხები არ ემთხვევა ერთმანეთს, მოხდება ორმხრივი კომპენსაცია, ხოლო სხვაობის თანხას ერთი ფირმა მეორეს ჩაურიცხავს.

დავუშვათ, გერმანულმა ფირმამ ქართულ ფირმას მიაწოდა 300 ათასი ევროს საქონელი, ხოლო ქართულმა ფირმამ იმავე გერმანულ ფირმას მიაწოდა 200 ათასი ევროს პროდუქცია. აღნიშნული ოპერაციები წარმოვადგინოთ ქვემოთ მოტანილი სქემის სახით:



ამრიგად, ფულადმა ნაკადებმა, რომელიც გამოხატულია ერთიდაიმავე ვალუტაში, შეიძლება მოახდინონ ერთმანეთის კომპენსირება. წარმოდგენილი სქემა გვიჩვენებს კომპენსაციის შედეგად ვალუტის ნაკადების ცალმხრივ გახდას.

ბ) სავალუტო რისკის შინაგანი დაფარვის საშუალება, რომელიც გავლენას ახდენს მომავალ პოზიციაზე. სავალუტო რისკის შეზღუდვის ზოგიერთმა საშუალებამ ფართო გამოყენება ჰპოვა თვით საწარმოში, კერძოდ:

– საგადასახადო დოკუმენტების ვალუტის გონივრული შერჩევა;

– გასაყიდი და სატრანსფერტო ფასების შეცვლა;

– ბალანსის აქტივებისა და პასივების შეცვლა.

1. **საგადასახადო დოკუმენტების ვალუტის შერჩევა** იწყება კონტრაქტის გაფართოების მომენტში. თუ

შერჩეულია ეროვნული ვალუტა, აუცილებელია იმპორტიორს (ექსპორტიორს) წინასწარ ეცნობოს უტყუარი თანხა, რომელიც მას აქვს გადასახდელი ან მისაღები. ასეთ შემთხვევაში მოსალოდნელი არ არის სავალუტო რისკი. მაგრამ კონკურენციის მიზეზით, შეიძლება წარმოიშვას ვალუტის შერჩევის აუცილებლობა. მაშინ იმპორტიორი (ან ექსპორტიორი) მოვალეა სავალუტო რისკის დაფარვა უზრუნველყოს.

ამასთან, ზოგიერთი საქონელი და მომსახურება, ისეთი, როგორიცაა ნავთობი და ცალკეული სახის ნედლეული, ანგარშ-ფაქტურის წარდგენა ხდება აშშ-ის დოლარებში. თუ დოლარი არ წარმოადგენს ეროვნულ ვალუტას კონტრაქტის მხარეებს შორის, მაშინ ორივე პარტნიორმა სავალუტო რისკისაგან თავი უნდა დაიზღვიონ.

დაბოლოს, ზოგიერთი კონტრაქტი შეიძლება შედგენილი იყოს კომპოზიციურ ვალუტაში, მაგალითად, ევროთი ან ნასესხობის სპეციალური უფლებებით (CDR). ეს ვალუტები წარდგენილი ანგარიშ-ფაქტურების სავალუტო რისკის შემცირებას უწყობენ ხელს.

2. **გასაყიდი და სატრანსფერტო ფასების შეცვლა.** თუ კომპანიამ, რომელიღაც ქვეყნის ვალუტის გაუფასურების პროგნოზირება მოახდინა, შეუძლია თავის საქონელზე გასაყიდი ფასი გაზარდოს, როდესაც საქონლის ფასი იმპორტიორი ქვეყნის ეროვნული ვალუტითაა გამოხატული.

საერთაშორისო სავაჭრო ოპერაციები მნიშვნელოვანი მოცულობით ეკუთვნის ინტერნაციონალურ კომპანიებს, რომელთა სავაჭრო ნაკადები მიემართება კომპანიიდან ფილიალებში და, პირიქით. იმ შემთხვევაში, როდესაც გამოყენებულია სატრანსფერტო ან შინაგანი

გასაყიდი ფასები, მათ შეიძლება გავლენა მოახდინონ კომპანიის ან შვილობილი ფილიალების მოგებაზე. თუმცა, საბაჟო ორგანიზაციები ასეთ ფასებს საფუძვლიანად ამოწმებენ.

3) **ბალანსის აქტივებისა და პასივების შეცვლა.** მაგალითად, თუ კომპანიას სურს განერიდოს კონსოლიდირებულ სავალუტო პოზიციას, შეუძლია ზოგიერთი აქტივი და პასივი გაზარდოს ან შეამციროს. ამ პრინციპის მოქმედების მექანიზმით წარმოეს ფილიალების აქტივების შემცირება და პასივების გადიდება, თუ აღნიშნული ფილიალის ვალუტის გაუფასურებაა მოსალოდნელი, და პირიქით, თუ მოსალოდნელია ფილიალის ვალუტის კურსის ზრდა, აუცილებელია აქტივების გადიდება და პასივების შემცირება.

ამ მექანიზმის პრინციპი საკმარისად მარტივია, მაგრამ მისი გამოყენება არც თუ ისე ადვილია.

X.6. საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი: გადაწყვეტილებები ინვესტიციებისა და დაფინანსების შესახებ

ინტერნაციონალური ხასიათის კორპორაციების წარმოშობა განპირობებულია საერთაშორისო ბაზრების (საქონლური, ფინანსური და სანედლეულო) არასრულყოფილებით. საქონლური და სანედლეულო ბაზრების არასრულყოფილება განპირობებულია იმით, რომ კომპანიისათვის პრაქტიკულად შეუძლებელია ისეთი არამატერიალური აქტივების ექსპორტი, როგორიცაა – პატენტები, მმართველობითი და კონსტრუქტორული ოსტატო-

ბა. თუ კომპანიას სურს მისი მენეჯერების ან სხვა მუშაკების გამოცდილება და ცოდნა გახადოს მოგების წყაროდ, აუცილებელია უშუალოდ მათ მიაღებინოს მონაწილეობა უცხოურ ბაზარზე. რაც შეეხება ფინანსურ ბაზრებს, მათი ხელშეწყობით ფინანსური პორტფელების დივერსიფიკაცია ამცირებს პორტფელური შემოსავლის რისკს. თუ კაპიტალის ბაზრები სეგმენტირებულია ან ინვესტორები უძლური არიან ისარგებლონ საერთაშორისო დივერსიფიკაციის უპირატესობებით, ამით სარგებლობენ საერთაშორისო დონის კომპანიები.

კაპიტალის ბაზრის სეგმენტირების წარმოქმნა ხდება ეროვნული ფინანსური ბაზრების საქმიანობაში სახელმწიფო ხელისუფლების ჩარევით, საკრედიტო რესურსების შეზღუდვის ან სხვადასხვა დარგებში გადაქაჩვის მიზნით.

ინტერნაციონალური კორპორაციების არსებობა იმითაც არის განპირობებული, რომ დომინირებს არასრულყოფილი საქონლური, სანედლეულო და ფინანსური კონკურენცია. სწორედ ეს ასტიმულირებს ამ კომპანიათა მენეჯერებს თავიანთი უნარითა და გამოცდილებით მართონ, აწარმოონ და გაყიდონ პროდუქცია საერთაშორისო საქონლურ ბაზრებზე. ინტერნაციონალური კომპანიებისათვის აზრი აქვს სანედლეულო ბაზრებზე მოახდინონ საკუთარი პატენტებისა და ტექნოლოგიების გაყიდვა და წარმოების ეფექტიანობის ამაღლება, რითაც შესაძლებელია მთელი კომპანიის მასშტაბით ეკონომიის მიღწევა.

ინტერნაციონალური კომპანიისათვის მოგების მიღების შესაძლებლობაზე გავლენას ახდენს სახელმწიფო რეგულირება, გადასახადები და კაპიტალის ბაზრების სეგმენტაცია.

შევეხოთ კიდევ ერთ საკითხს.

კორპორაციები, რომლებიც აწარმოებენ საექსპორტო პროდუქციას, ზოგჯერ უგროვდებათ ჭარბი ვალუტა, რომელსაც საინვესტიციოდ იყენებენ და, პირიქით, ვალუტის დროებით დეფიციტს ეროვნულ ან საერთაშორისო ბაზრებზე სესხის აღებით ფარავენ.

სავალუტო რესურსების სფეროში დასაქმებული მენეჯერის ამოცანაა მოგების მაქსიმიზაცია საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, რომელიც დაკავშირებულია კონკურენტულ ვალუტასთან, ქვეყანასთან და კონტრაგენტებთან. ამასთან, აუცილებელია დაბანდებები იყოს მოქნილი. რაც შეეხება სესხებს, ამოცანა მდგომარეობს საპროცენტო განაკვეთის მინიმიზაციის მიღწევა რისკის კონკრეტული დონის გათვალისწინებით.

მანამ, სანამ განავახორციელებთ უცხოურ ვალუტაში დაბანდებას ან სესხის აღებას, კორპორაციამ უნდა მოახდინოს რისკისა და მომგებიანობის თაობაზე შემოთავაზებული გადაწყვეტილებების შეფასება. უცხოურ ვალუტაში დაფინანსების ღირებულების ან დაბანდებათა შემოსავლიანობის ხარისხი დამოკიდებულია შემოთავაზებულ საპროცენტო განაკვეთსა და სავალუტო კურსის მერყეობაზე.

შემოსავლიანობის რეალური განაკვეთი შეიძლება მნიშვნელოვნად განსხვავდებოდეს სესხის ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთისაგან.

მას შემდეგ, რაც სავალუტო რესურსების სფეროში დასაქმებული მენეჯერი მოახდენს უცხოური ვალუტის შემოსვლის შეფასებას და შეარჩევს ინვესტორ ქვეყანას, საბოლოო გადაწყვეტილების მისაღებად, უნდა იხელმძღვანელოს შემდეგი კრიტერიუმებით:

1. შემოსავლიანობის დონით ან რეალური საპროცენტო განაკვეთით. ამასთან, გასათვალისწინებელია კაპიტალის მოცულობა, საპროცენტო განაკვეთიდან შემოსავალი და ა.შ.

2. დაბანდების მინიმალური სიდიდით;

3. ვადებით. ამასთან, უფრო სასურველია თანხები დაბანდებული იქნეს სანგრძლივი ვადით. მაგრამ აუცილებელია შეფასებული იქნეს შესაძლო რისკის გავლენა იმ შემთხვევაში, თუ მოუწევს ფასიანი ქაღალდების რეალიზაცია მეორად ბაზარზე.

4. კურსის ცვლილებებთან დაკავშირებული რისკით. ეს ეხება გრძელვადიან და საშუალოვადიან ფასიან ქაღალდებს იმდენად, რამდენადაც მათი ღირებულება დამოკიდებულია საპროცენტო განაკვეთებზე. რაც შეეხება მოკლევადიან ფასიან ქაღალდებს, მათი დაფარვის ვადამდეც კი გამორიცხულია ასეთი რისკი;

5. საპროცენტო განაკვეთების რისკით;

6. სავალუტო რისკით;

7. საგადასახადო დაბეგვრის სისტემით.

ზემოაღნიშნული კრიტერიუმების გათვალისწინების შემთხვევაშიც კი ოპტიმალური გადაწყვეტილების შერჩევის პრობლემა რთულდება იმის გამო, რომ ნაღდი ფულის მოცულობა ხშირად არ ემთხვევა ბაზრის მიერ შემოთავაზებული ფინანსური ინსტრუმენტების მოცულობას. ასეთ შემთხვევაში შესაძლებელია სასარგებლო იყოს მოთხოვნილ დონემდე სესხის გაფორმება უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთით. ასევე, სავალუტო ბაზრის მიერ შემოთავაზებული ვადები შეიძლება განსხვავებული იყოს მენეჯერის მიერ მოთხოვნილ ვადებთან.

კომპანიის მიერ საერთაშორისო ინვესტიციების მიღება რთული პროცესია, იგი დაბღვეული არ არის ფინანსური ხასიათის რისკებისაგან. უფრო მეტიც, საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ინვესტიციების შესახებ გადაწყვეტილებების მიღებას თან ახლავს პოლიტიკური რისკი, რომელიც თავისი მრავალფეროვნებით გამოირჩევა: სავალუტო კონტროლის რისკი, გადასახადებისა და მთავრობის მიერ აქტივების ექსპროპრიაციის რისკი. ასეთი მოქმედებებით მთავრობა გავლენას ახდენს კომპანიის ოპერაციებზე. იმისათვის, რომ კომპანიამ მიიღოს გონივრული საინვესტიციო გადაწყვეტილება, ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა იცოდეს ბიზნესის რეგულირების უცხოური პოლიტიკის საფუძვლები და გაითვალისწინოს მთავრობის შესაძლო ქმედება.

იმისათვის, რომ ფინანსურ გადაწყვეტილებებში გათვალისწინებული იქნეს პოლიტიკური რისკი, იგი განხილული უნდა იქნეს, როგორც გაურკვევლობის დამატებითი წყარო. კომპანიისათვის პოლიტიკური რისკის ხარისხი გარკვეულწილად დამოკიდებულია იმაზე, თუ რომელ დარგს მიეკუთვნება. მაგალითად, შრომატევადი პროექტებისა და იმ პროექტების მიმართ, რომლებიც ხელს უწყობენ ეროვნული ეკონომიკის ბრდის პროცესს, მთავრობა დადებითად არის განწყობილი, ვიდრე მომპოვებული და სამთამადნო მრეწველობის განვითარების პროექტების მიმართ.

საყურადღებოა ისიც, რომ თითოეული კომპანიისა და თითოეული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიმართ პოლიტიკური რისკის სიდიდე არაერთგვაროვანია, რაც თავის მხრივ, ყოველი კონკრეტული შემთხვევის შეფასებას მოითხოვს. ამასთან, ბევრი პროექტის მიმართ პოლიტიკური რისკის მართვა მოითხოვს:

1. პოლიტიკური რისკის წარმოქმნისადმი წინასწარ მომზადებას ინვესტიციების განხორციელებამდე;

2. პოლიტიკური რისკის მართვას პროექტის რეალიზაციისა და ექსპლუატაციის მსვლელობაში;

3. კომპანია მზად უნდა იყოს იმისათვის, რომ შეუძლია მას მოუწიოს უცხოური აქტივების ან გაყიდვა, ან ნაციონალიზაცია ან ექსპროპრიაცია.

ამრიგად, იმისათვის, რომ ინტერნაციონალურ კომპანიაში მიღებული იქნეს ფინანსური გადაწყვეტილებები, ფინანსურმა მენეჯერმა კარგად უნდა აღიქვას ასეთი გადაწყვეტილების ლოგიკა როგორც ეროვნულ ბიზნესში. ასევე საერთაშორისო ფინანსური ბაზრების თავისებურებები და შესაძლებელი პოლიტიკური რისკი.

ასეთი ცოდნითა და გამოცდილებით და პოლიტიკური სიტუაციის შეფასებით კომპანიის მენეჯერს შეუძლია გამოიყენოს თანამედროვე ფინანსური თეორია ოპტიმალური საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად.

საკონტროლო კითხვები:

1. რაში მდგომარეობს საერთაშორისო სავალუტო ბაზრის არსი?

2. ჩამოთვალეთ სავალუტო ბაზრის მთავარი სუბიექტები?

3. რა ოპერაციები ახასიათებს სავალუტო ბაზარს?

4. რა ფუნქცია აკისრია საპროცენტო არბიტრაჟს?

5. რა არის დენომინაცია?

6. ჩამოთვალეთ სავალუტო რისკის ტიპები?

7. როგორ ხდება საერთაშორისო ბაზარზე საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღება?

გამოყენებული ლიტერატურა

I. ძირითადი ლიტერატურა

1. საქართველოს კონსტიტუცია, თბ., გამომც. „პრესა“, 1995, 43 გვ.
2. საქართველოს რესპუბლიკის კანონები ბანკების შესახებ, თბ., 1991, 51 გვ.
3. საქართველოს საბანკო კანონმდებლობა, თბ., 1999, 84 გვ.
4. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, 2004 წლის 22 დეკემბერი, 2005, 97 გვ.
5. საქართველოს საბიუჯეტო სისტემის შესახებ, კონტროლის პალატის სამაგიდო წიგნი, თბ., 2005, გვ. 276-292.
6. სახელმწიფო შესყიდვის შესახებ., კონტროლის პალატის სამაგიდო წიგნი, თბ., 2005, გვ. 292-308.
7. სახელმწიფო ქონების პრივატიზების შესახებ, კონტროლის პალატის სამაგიდო წიგნი, თბ., 2005, გვ. 349-357.
8. ბახტაძე ლ., ადგილობრივი ფინანსურ ურთიერთობათა მართვის ასპექტები, ესსპსკი-ის ნაშრომების კრებული, ტ.5, 2000, გვ. 549-553.
9. გაბიძაშვილი ბ., სტატისტიკის თეორია, თბ., 2005, 628 გვ.
10. გაღელია ღ., რეგიონის ეკონომიკური და ფინანსური პოტენციალი, თბ., „ესპსკი“, 2003, 176 გვ.

11. გამსახურდია გ. ფინანსების როლი საქართველოს გარდამავალ პერიოდში, თბ., „მერიდიანი“, 1997, 212 გვ.
12. კაკულია რ., საერთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო ურთიერთობები, თბ., „ესპსკი“, 1995, 244 გვ.
13. კაკულია რ., ფინანსების თეორია, მე-4 გამოცემა, თბილისი, გამომცემლობა „თერგი“, 2004, 238 გვ.
14. კაკულია რ., საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის თეორიისა და პრაქტიკის პრობლემები, „ესპსკი“, თბ., 2003, 501 გვ.
15. კაკულია რ., ხელაია გ., ფულის მიმოქცევისა და კრედიტის ზოგადი თეორია, თბ., „ესპსკი“, 2003 469 გვ.
16. კაკულია მ., სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., „ესპსკი“, 2001, 282 გვ.
17. კოვზანაძე ი., საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე, თბ., თსუ, 2001, 295 გვ.
18. მესხია ი., ნიკოლეიშვილი ო., გადასახადები და დაბეგვრა, თბ., ფსკი, 2000, 284 გვ.
19. პაპავა ვ., საქართველოს საბაზრო ეკონომიკის გზაზე, თბ., „მეცნიერება“, 1995, 210 გვ.

20. ქისტაური შ., ეროვნული ვალუტა (წარსული, დღევანდელობა, მომავალი), თბ., „სამთავისი“, 1993, 110 გვ.
21. ჩანტლაძე ვ., ფინანსური მეცნიერების საფუძვლები, თბ., „სინათლე“, 1995, 243 გვ.
22. ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, 2003, 200 გვ.
23. Бригхем Ю. Гапенски Л., Финансовый менеджмент, Спб, 1997, 497 стр.
24. Бригхем Ю. Эрхардт., Финансовый менеджмент, 10-е издание, М., Спб, Воронеж, Киев, Харьков, Минск, 2005, 958 стр.
25. Брейли Р., Майерс С., Принципы корпоративных финансов, М., «Олимп-бизнес», 1997, 1086 стр.
26. Бочаров В., Леонтьев В, Корпоративные финансы, Спб, «Питер», 2002, 325 стр.
27. Ли Ч., Финнерти Д., Финансы корпораций: теория, методы, практика, М., «ИНФРА», 2000, 685 стр.
28. Карелин В., Финансы корпораций, М., 2005, 410 стр.
29. Ковалева А., Лапуста М., Скамай Л., Финансы фирмы, М., 2002, 250 стр.
30. Осипов Ю., Основы теории хозяйственного механизма, М., МГУ, 1994, 367 стр.
31. Хорн Ван, Основы управления финансами, М., 1996, 800 стр.

II. დამხმარე ლიტერატურა

1. ბერძენაძე ნ, ბენია შ, ბერძენაძე ი, გაგვიშვილი ლ., ფინანსური მენეჯმენტი, თბ., 2003, 420 გვ.
2. ***Э. Боди, Мертон Р.,*** Финансы, М., 200, 584 стр.
3. ***Жуков Е.,*** Деньги, кредит, банки, М., 1999, 623 стр.
4. ***Гайгер Л.Т.,*** Макроэкономическая теория и переходная экономика, М., «ИНФРА-М», 1999, 558 стр.
5. ***Кларк Дж.,*** Распределение богатства, М., 1992, 325 стр.
6. ***Колб П., Родригес П.,*** Финансовый менеджмент, М., Финпрес, 2001, 535 стр.
7. ***Лобанов А., Чугунов А.,*** Энциклопедия финансового риск-менеджмента, М., 2006, «Альпина», 878 стр.
8. ***Пол Барроу,*** Бизнес-план, который работает, М., «Альпина», 287 стр.
9. ***Бузгалин А., Колганов А.,*** Теория социально-экономических трансформаций, М., ТЕНС, 2003, 680 стр.
10. Бункина М., Семенов А, Основы валютных отношений, М., 1998, 192 стр.
11. ***Морсман Э.,*** Управление кредитным портфелем, М., «Альпина», 2004, 206 стр.
12. ***Перар Ж.,*** Управление международными денежными потоками, М., «Финансы и статистика», 1998, 208 стр.
13. ***Ротбард М.,*** Государство и деньги, Челябинск, 2003, 166 стр.

14. ***Хансен Э.,*** Денежная теория и финансовая политика, М., «Дело», 2006, 311 стр.
15. Руководство по платежному балансу, МВФ, М., 1995, 250 стр.
16. Популярная экономическая энциклопедия, БРЭ, 2001, 367 стр.
17. ***Эбке В.Ф.,*** Международное валютное право, М., «Международные отношения», 1997, 335 стр.

სარჩევი

რედაქტორისაგან 3

წინასიტყვაობა 12

თემა I

„კორპორაციათა ფინანსები“: არსი, ფუნქციები და ფინანსური საქმიანობის ორგანიზაციის პრინციპები 17

I.1. კორპორაციის არსი, ფუნქციონირება 17

I.2. სამეურნეო სუბიექტების (კორპორაციების, ფირმების) ფინანსები და მისი მართვა 27

I.3. კორპორაციის ფუნქციონირების ფინანსური საშუალებები, ფინანსური გადაწყვეტილებები . . . 40

I.4. ფინანსური მენეჯერის როლი 42

თემა II

ფინანსური მართვა: გარემო და ინფორმაცია 46

II.1. კორპორაციის ფინანსური მართვის პროცესი. ფინანსური მართვის სტრუქტურის ორგანიზაცია 46

II.2. ფინანსური ანალიტიკოსის როლი და ადგილი კორპორაციის ფინანსებში 53

II.3. ფინანსების მართვა და ფინანსური ანალიზი . . . 57

II.4. ფინანსების მართვის პროცესში გამოყენებული ინფორმაცია და მისი როლი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში 61

II.5. ფინანსური ბაზრების შესახებ ინფორმაცია 67

თემა III

ღირებულება და ინვესტიციების დაგეგმვა . . . 82

III.1. მიმდინარე ღირებულება: კონცეფცია და მეთოდები 82

III.2. ობლიგაციებისა და აქციების მიმდინარე ღირებულება 91

თემა IV

ფინანსური დაგეგმვა და პროგნოზირება 99

IV.1. ფინანსური დაგეგმვა კორპორაციათა მართვის სისტემაში 99

IV.2. ფინანსური დაგეგმვის პროცესი 109

IV.3. სრული ფინანსური გეგმის შინაარსი 117

IV.4. კორპორაციის ფულადი საშუალებების ანალიზი, პროგნოზირება და დაგეგმვა 122

თემა V

კორპორაციის ფინანსების მოკლევადიანი გადაწყვეტილებები 127

V.1. ფინანსების მოკლევადიანი გადაწყვეტილებების არსი 127

V.2. დებიტორული დავალიანების მართვა 137

თემა VI

რისკი და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება კორპორაციაში 141

VI.1. რისკის სახეები, რომლებიც დამახასიათებელია კორპორაციის საქმიანობისათვის 141

VI.2. ჰეჯირება, დაზღვევა და დივერსიფიკაცია 144
VI.3. ფინანსური ლიზინგი და მისი შეფასება 154

თემა VII
კაპიტალის სტრუქტურა და კაპიტალზე კომპანიის დანახარჯები 185

VII.1. კაპიტალის სტრუქტურა 185
VII.2. საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები 192

თემა VIII
გადაწყვეტილებები კორპორაციათა კაპიტალურ დაბანდებების დაფინანსების შესახებ და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობა 204

VIII.1. კორპორაციის დაფინანსება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანობა 204
VIII.2. ფასიანი ქაღალდები და მათი თავისებურებანი თანამედროვე ეპოქაში 216
VIII.3. ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება . 225
VIII.4. ფასიანი ქაღალდები ბაზრების განვითარების ძირითადი ტენდენციები და თავისებურებები თანამედროვე ეტაპზე 231

თემა IX
კორპორაციათა გაკოტრება, რეორგანიზაცია და ლიკვიდაცია 240

IX.1. ფინანსური სიძნელეები და მათი შედეგები . . 240
IX.2. კორპორაციათა გაერთიანების თეორიული დასაბუთება და პრაქტიკა 245
IX.3. კომპანიათა გაერთიანების სარგებლიანობისა და დანახარჯების ანალიზი. გაერთიანების კლასიფიკაცია 250

თემა X
კორპორაციათა საერთაშორისო ფინანსური მენეჯმენტი 257

X.1. საერთაშორისო სავალუტო ბაზარი 257
X.2. საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი 267
X.3. სავალუტო რისკის მართვა 275
X.4. სავალუტო რისკის პრობლემების გადაწყვეტის მიმართულებები 280
X.5. სავალუტო რისკის დაფარვის შინაგანი საშუალებები 282
X.6. საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი: გადაწყვეტილებები ინვესტიციებისა და დაფინანსების შესახებ 286

გამოყენებული ლიტერატურა 292

I. ძირითადი ლიტერატურა 292
II. დამხმარე ლიტერატურა 295

Демур Гаделия

Финансы корпораций

(На грузинском языке)

Тбилиси
2006

გამომცემლობის რედაქტორი ნ. დარბუაშვილი
სამხატვრო რედაქტორი მ. ჩიკაშუა
ტექნიკური რედაქტორი გ ხუნდაძე
კორექტორი გ. ქიბროწაშვილი

გადაეცა წარმოებას 15.01.06,
ხელმოწერილია დასაბეჭდად 25.04.06,
საბეჭდი ქაღალდი 60/92, 13/2.
პირობითი ნაბეჭდი თაბახი 28,24
სააღრიცხვო-საგამომცემლო თაბახი 25,15.
ტირაჟი 1000,
შეკვეთა № 23–06

ფასი სახელშეკრულებო
გამომცემლობა სტამბა შპს „ფინანსები“

300



დემურ გადელია

ორიგინალური სახელმძღვანელოს „კორპორაციათა ფინანსებისა“ და არა ერთი მონოგრაფიისა და სამეცნიერო ნაშრომის ავტორია. იგი ცნობილი ბიზნესმენია - სააქციონერო საზოგადოება „არქეოპოლისის“ სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარე. დაიბადა 1940 წელს. დამთავრებული აქვს: საქართველოს სუბტროპიკული მეურნეობის, საქართველოს პოლიტექნიკური და თბილისის საბანკო ინსტიტუტები და მიღებული აქვს ინჟინერ-მექანიკოსის, ინჟინერ-მშენებლის და ეკონომისტის კვალიფიკაცია.

ასპირანტურის კურსის გავლის შემდეგ დაიცვა საკანდიდატო დისერტაცია და მიენიჭა ეკონომიკურ მეცნიერებათა კანდიდატის სამეცნიერო ხარისხი. მისი მეცნიერული კვლევის სფეროებია - დარგებისა და კომპანიების ფინანსები, რეგიონული ეკონომიკა და ფინანსური ურთიერთობები.

დემურ გადელია საქართველოს ორი მოწვევის პარლამენტის წევრი, საფინანსო-საბიუჯეტო კომიტეტის საბიუჯეტო ქვეკომიტეტის თავმჯდომარე, მთიანი რეგიონებისა და განსახლების კომიტეტის წევრი, აფხაზეთის პრობლემებთან დაკავშირებული დროებით საპარლამენტო კომისიის წევრი.

დემურ გადელია - ბიზნესმენი და მეცნიერი, საქმის ღრმა ცოდნით უძღვება საკუთარი კორპორაციის ეკონომიკურ და ფინანსურ მეურნეობას, რომელიც დღეს ჩვენს ქვეყანაში ერთ-ერთი წარმატებული და წელგამართულია.

იგი დაჯილდოებულია „ღირსების ორდენით“.